

用电增速稳步放缓，积极着眼来年布局

报告要点

■ 用电增速稳步放缓，符合预期

2011年1-11月，全国全社会用电量42835亿千瓦时，同比增长11.85%，比去年降低4.24个百分点。11月份，全国用电量3836亿千瓦时，同比增长9.9%，增速比去年同期增加4.53个百分点，环比增长1.0、2%。从分月用电量走势看，受季节性用电回落及经济减缓影响，11月用电增幅回落至10%以下。

■ 部分重点用电行业增速下滑，预计12月用电增速9.4%

由于去年12月份是国家“十一五”期间节能减排政策的最后一个月，基期用电增速下滑较快，结合目前经济所处阶段，我们预计12月份全国单月用电增速将同11月份有所下降，但基本应维持在9%以上水平。全年来看累计增速仍将保持在11%以上水平，预计12月份单月用电增速为9.40%。

■ 单月发电量增速小幅下滑，水电发电量增速由负转正

11月份发电量同比增速8.5%，增速较上月有所下滑。本月水电发电量493.5亿千瓦时，同比增长6.3%，环比下降1.54%。全国重点水电厂来水情况继续好转，水电发电量同比由负转正。水电利用小时232同比增加6小时。1-11月份火电累计利用小时4822小时，比上年同期增长246小时。

■ 秦皇岛煤价小幅回落，港口库存持续上升

截止到11月29日，秦皇岛港煤炭库存为713.5万吨，与10月末相比，增加176.8万吨，增长32.9%。主要原因受需求低迷影响，下游电厂采购煤炭积极性不高，发运港煤炭调出同时受到天气因素影响，低于不及调入。截止12月19日，秦皇岛各煤种价格均较上月有不同程度回落，幅度在20-35元/吨。

■ 投资策略：着眼来年布局，关注非火电能源动向

接近年末，投资策略更加注重来年行业中重点子行业和个股的布局。就短期看，我们年度策略中提到的电价改革电煤限价预期型投资机会已经开始部分体现。而今年行业发展状况来看，主要矛盾集中在电力供给上，加之久久未能有实质突破的价格机制矛盾以及电力消费需求依然较为强劲，使得电源结构的矛盾突出。因此这也给行业配置带来一定投资思路：**能源格局调整中相关受益子行业；电价改革电煤限价预期；资产注入预期。**维持行业“看好”评级，可适当关注估值较低以及各子行业内龙头品种：华能国际，国电电力，凯迪电力，通宝能源和桂东电力。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600236	桂冠电力	谨慎推荐
600780	通宝能源	谨慎推荐
600795	国电电力	推荐
600863	内蒙华电	谨慎推荐
600011	华能国际	推荐
000939	凯迪电力	推荐
000883	湖北能源	谨慎推荐
600310	桂东电力	推荐

行业相对市场表现（近12个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《结构加速调整，非火电源大有可为》2011-12-19

《用电增符合预期，电厂来水略有好转》2011-11-23

分析师：

葛军
 (8627)65799773
 licl3@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490510120019
 联系人：
 李昌龙
 (8627) 65799773
 licl3@cjsc.com.cn

正文目录

用电增速稳步放缓，符合预期	4
用电增速基本符合预期，仍保持稳步放缓态势	4
部分重点用电行业产量增速继续下滑	5
西部省份用电保持高增速，受缺电影响中部增速明显放缓	7
预计 12 月份用电增速 9.40%，与 11 月份基本持平	9
单月新增装机 590 万千瓦	9
单月发电量增速小幅下滑，水电发电量增速由负转正	10
枯水期水电来水继续好转，火电增速有所放缓	10
水火电单月利用小时数双双同比增长	12
秦皇岛煤价小幅回落，港口库存持续上升	14
11 月秦皇岛港煤炭库存持续上升	14
秦皇岛煤价环比有所下降	15
行业估值及投资策略	16
11 月以来电力板块再次跑赢大盘	16
电力板块估值水平基本合理	16
投资策略：着眼来年布局，关注非火电能源动向	18

图表目录

图 1: 11 月单月用电量同比增长 9.91%.....	4
图 2: 1-11 月累计用电量同比增长 11.85%.....	4
图 3: 第一产业累计用电量同比增长 3.77%.....	5
图 4: 第二产业累计用电量同比增长 12.13%.....	5
图 5: 第三产业累计用电量同比增长 13.74%.....	5
图 6: 城乡居民生活用电累计同比增长 10.05%.....	5
图 7: 1-11 月累计新增装机 6627 万千瓦.....	10
图 8: 1-11 月份累计水电新增装机 1027.9 万千瓦.....	10
图 9: 1-11 月份累计火电新增装机 4564.75 万千瓦.....	10
图 10: 6000 千瓦以上核电装机容量 1191 万千瓦.....	10
图 11: 1-11 月累计发电量同比增长 12.00%.....	11
图 12: 11 月份发电量同比增长 8.5%.....	11
图 13: 1-11 月份水电发电量同比下降 1.4%.....	11
图 14: 11 月份水电发电量同比增长 6.3%.....	11
图 15: 1-11 月份火电发电量同比增长 13.90%.....	11
图 16: 11 月份火电发电量同比增长 9.00%.....	11
图 17: 11 月份中部地区降水略有好转.....	12
图 18: 11 月份各大流域降水量好于多年平均.....	12
图 19: 1-11 月发电设备平均利用小时为 4353 小时.....	13
图 20: 11 月发电设备平均利用小时为 381 小时.....	13
图 21: 1-11 月水电设备平均利用小时为 2871 小时.....	13
图 22: 11 月水电设备平均利用小时为 232 小时.....	13
图 23: 1-11 月火电设备平均利用小时为 4822 小时.....	13
图 24: 11 月火电设备平均利用小时为 431 小时.....	13
图 25: 水电大省利用小时大幅下降, 川、新同比上升.....	13
图 26: 11 月火电利用小时同比提升约 32 小时.....	14
图 27: 秦皇岛煤炭库存迅速下降后回稳.....	14
图 28: 直供电厂库存基本逐步回升.....	15
图 29: 秦皇岛煤价或由高位下行.....	15
图 30: 电力板块跑赢大盘 4.6 个百分点.....	16
图 31: 电力板块 PB 为 1.65x, 低与于沪深 300 平均水平.....	17
图 32: 电力板块 PE 为 25.48x, 高于沪深 300.....	17
图 33: 电力板块 PB 与沪深 300 比较.....	17
图 34: 火电水电相对 PB 情况比较.....	18
表 1: 下游行业产量环比下降.....	6
表 2: 各省份 11 月单月用电量增速情况.....	7
表 3: 各省份 1-11 月累计用电量增速情况.....	8
表 4: 预计 10 月份用电增速为 11.90% (单位: 亿千瓦时).....	9
表 5: 重点上市公司盈利预测及评级.....	19

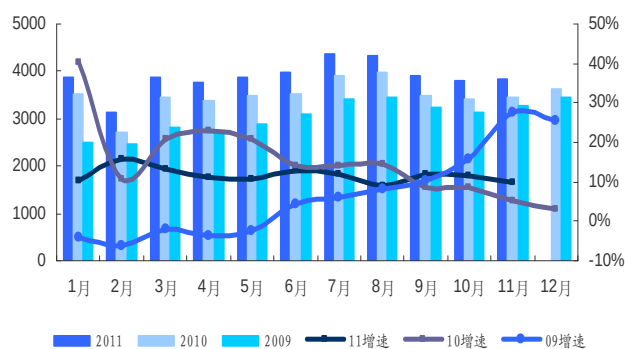
用电增速稳步放缓，符合预期

用电增速基本符合预期，仍保持稳步放缓态势

1-11 月，全国全社会用电量 42835 亿千瓦时，同比增长 11.85%。11 月份，全国用电量 3836 亿千瓦时，同比增长 9.91%，增速比去年同期增加 4.53 个百分点，环比上月增速放缓 1.44 个百分点。11 月用电增幅回落到 10% 以下，增速环比依然保持上月下降趋势，再次出现下降。去年同期国家节能减排政策处落实阶段，基期用电增速较低，因而本月增速在 10% 以下也反映出工业经济增速有所回落。

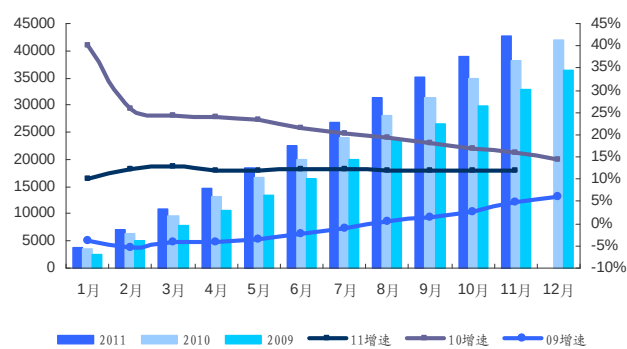
- 11 月份全社会用电量 3836 亿千瓦时，同比增长 9.91%，增速较上月下降 1.44 个百分点。
- 1-11 月，全社会累计用电量 42835 亿千瓦时，同比增长 11.85%，较前 10 月份累计用电增速下降 0.02 个百分点，累计用电增速基本维持在平稳下降通道中。

图 1：11 月单月用电量同比增长 9.91%



资料来源：中电联、长江证券研究部

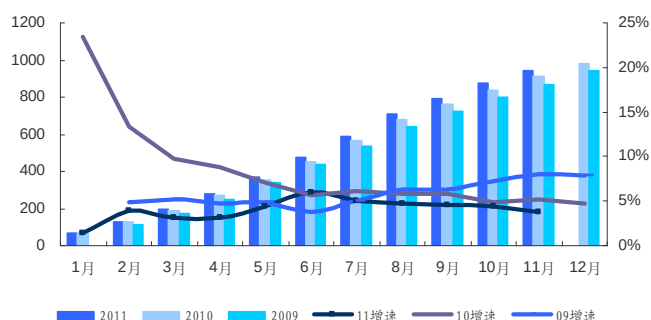
图 2：1-11 月累计用电量同比增长 11.85%



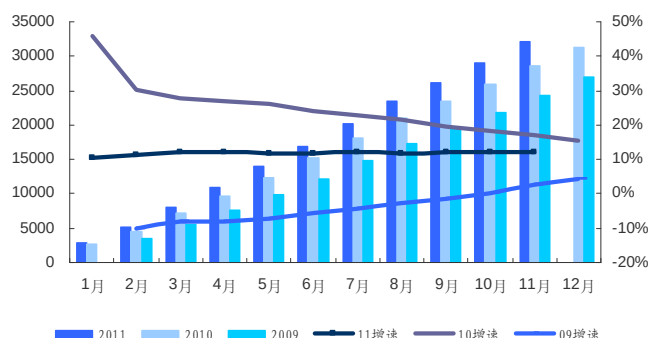
资料来源：中电联、长江证券研究部

分产业来看，三产及居民用电增速总体仍保持平稳增长态势。其中工业用电、重工业用电和轻工业用电增速分别较上月出现不同程度下滑，同比增速分别为 12.03%、12.62% 和 9.19%。居民用电累计用电增速仍保持在 10% 左右。

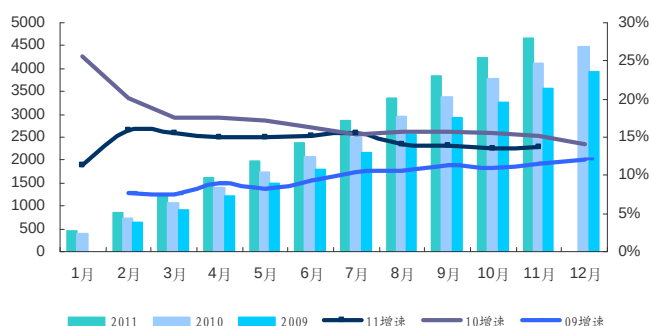
- 第一产业单月用电量 73 亿千瓦时，同比下降 2.32%，环比下降 3.82%。
- 第二产业单月用电量 2939 亿千瓦时，同比增长 10.14%，环比增长 2.7%。工业用电量 2890 亿千瓦时，同比增长 10.13%，环比增长 2.63%，其中，轻、重工业分别环比增长 1.45%、2.86%，同比分别增长 9.19% 和 12.62%。
- 第三产业用电量 400 亿千瓦时，同比增长 13.1%，环比下降 1.56%。
- 城乡居民生活用电量 424 亿千瓦时，同比增长 7.8%，环比下降 6.5%。

图 3：第一产业累计用电量同比增长 3.77%


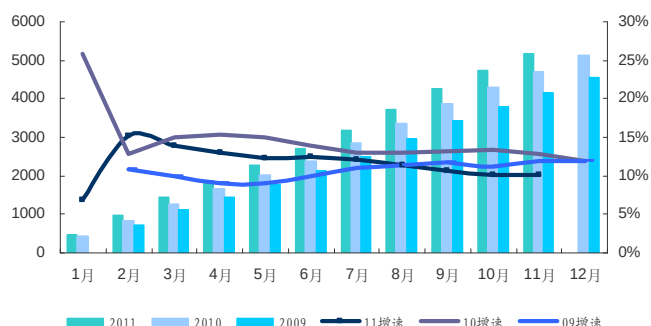
资料来源：中电联、长江证券研究部

图 4：第二产业累计用电量同比增长 12.13%


资料来源：中电联、长江证券研究部

图 5：第三产业累计用电量同比增长 13.74%


资料来源：中电联、长江证券研究部

图 6：城乡居民生活用电累计同比增长 10.05%


资料来源：中电联、长江证券研究部

部分重点用电行业产量增速继续下滑

2011 年 11 月份，部分重点用电行业用电增速出现不同程度的下降。黑色金属冶炼及压延加工业用电量 410 亿千瓦时，同比增长 9.25%，环比下降 7.04%，其中铁合金冶炼用电量 94 亿千瓦时，同比增长 34.57%，环比下降 5.75%。化工行业用电量 290 亿千瓦时，同比增长 18.63%，环比下降 7.52%，其中电石用电量 46 亿千瓦时，同比增长 46.21%。建材行业用电量 260 亿千瓦时，同比增长 13.69%，环比增长 1.82%，其中水泥用电量 128 亿千瓦时，同比增长 18.64%。

- 2011 年 11 月份，有色金属冶炼及压延加工业受其产品产量增加影响，用电量增速回升较快，当月用电量 300 亿千瓦时，同比增长 21.2%，环比增长 2.52%，其中，铝冶炼用电量 202 亿千瓦时，同比增长 31.5%，环比增长 4.22%。
- 2011 年 11 月份，纺织用电量 115 亿千瓦时，同比增长 3.57%，环比增长 0.59%。交通运输设备制造业用电量 159 亿千瓦时，同比增长 5.15%，环比增长 2.48%，同比增幅趋缓。

表 1: 下游行业产量环比下降

	粗钢产量	增速	钢材产量	增速	十种有色金属产量	增速
Jan-09	4,119.24	0.04%	4,421.55	-1.86%	165.25	-12.04%
Feb-09	4,042.24	4.91%	4,613.41	8.28%	174.69	-6.92%
Mar-09	4,510.08	-0.34%	5,308.56	1.19%	198.21	-3.45%
Apr-09	4,341.27	-3.94%	5,291.43	2.61%	192.79	-10.25%
May-09	4,645.97	0.57%	5,729.13	7.38%	204.49	-6.57%
Jun-09	4,942.47	5.99%	6,162.17	14.03%	221.25	-1.32%
Jul-09	5,067.62	12.55%	6,090.56	19.40%	222.64	1.94%
Aug-09	5,232.69	21.97%	6,198.31	28.90%	237.16	7.65%
Sep-09	5,071.06	28.74%	6,116.25	31.55%	246.85	9.96%
Oct-09	5,174.68	42.42%	6,244.87	41.63%	253.08	16.34%
Nov-09	4,726.23	37.36%	6,295.24	46.43%	269.99	27.72%
Dec-09	4,766.44	26.59%	6,463.87	31.44%	280.27	35.26%
Jan-10	5,253.78	28.34%	6,176.13	37.71%	238.59	43.97%
Feb-10	5,035.41	22.47%	5,559.37	18.10%	239.50	35.00%
Mar-10	5,496.81	22.48%	6,824.51	28.16%	258.37	28.76%
Apr-10	5,540.35	27.02%	6,910.87	31.53%	260.92	34.22%
May-10	5,614.19	20.66%	7,121.95	23.60%	267.45	31.17%
Jun-10	5,376.62	9.04%	7,143.37	15.86%	269.34	20.44%
Jul-10	5,174.31	2.17%	6,767.33	9.74%	266.46	15.76%
Aug-10	5,163.78	-1.13%	6,968.31	11.54%	264.45	8.24%
Sep-10	4,794.64	-5.91%	6,542.41	4.52%	264.26	7.80%
Oct-10	5,030.46	-3.82%	6,529.33	4.11%	262.82	2.71%
Nov-10	5,017.45	4.84%	6,589.24	4.58%	269.27	-1.84%
Dec-10	5,152.22	6.25%	6,784.33	3.54%	272.52	-1.98%
Jan-11	5,987.11	15.48%	6,733.35	11.97%	250.94	-3.18%
Feb-11	5,430.69	9.67%	6,353.28	17.40%	249.97	6.54%
Mar-11	5,941.62	8.98%	7,602.25	13.71%	290.38	9.28%
Apr-11	5,903.40	7.06%	7,315.28	8.29%	286.80	11.63%
May-11	6024.5	7.80%	7637.3	10.60%	286.0	6.10%
Jun-11	5993.2	11.90%	7872.7	14.80%	311.6	14.20%
Jul-11	5930.0	15.50%	7571.7	14.90%	293.3	9.80%
Aug-11	5875.2	13.80%	7700.0	12.90%	299.3	15.60%
Sep-10	5670.0	16.50%	7636	18.8%	300	13.90%
Oct-11	5467.3	9.70%	7307	13.40%	290	3.70%
Nov-11	4988.3	-0.2%	7010	7.8%	284	8.2%

来源：中电联，长江证券研究部

西部省份用电保持高增速，受缺电影响中部增速明显放缓

1-11 月，从各区域的用电量增长情况来看，用电量同比增长超过全国平均水平（11.85%）的省份多数为西部省份，如新疆、宁夏、内蒙古、青海、江西、云南、海南、甘肃。这些省份大部分为经济发展较快、重工业比重较大、外送电较多的省份。

- 11 月份，广东、山东用电量增速比 10 月份有所上升，环比分别增长 3.3、3.1 个百分点，用电增速同比分别增长 8.77%、10.3%；江苏、浙江省用电增速比 10 月份有所下降，环比分别下降 3.46、4.21 个百分点，同比分别增长 7.55%、6.79%。11 月份，这四大外向型经济省份用电占全国用电的 32.07%。
- 11 月份，华北地区的山西继续保持较快用电增速，同比增长 22.32%，环比增长 0.83 个百分点。河北、内蒙古用电增速出现下滑，其中河北用电量同比增长 10.23%，环比下降 7.97 个百分点；内蒙古用电量同比仅增长 5.23%，环比下降 1.82 个百分点。
- 11 月份，受需求及外送电影响，西北 5 省区（除陕西外）用电增速均保持较快增长。其中，宁夏、青海、新疆用电量增速位居全国前三，同比分别增长 80.35%、31.09%、28.4%，但新疆相比 10 月份用电量下降较快，环比下降 30.54%。陕西、甘肃用电量同比分别增长 7.34%、12.24%，环比分别下降 6.04、7.17 个百分点。

表 2：各省份 11 月单月用电量增速情况

	同比增速							增速环比
	2011M5	2011M6	2011M7	2011M8	2011M9	2011M10	2011M11	
全国	10.79	13	11.81	9.09	12.17	11.35	9.91	-1.44
北京	1.11	7.6	-3.1	5.51	-1.9	1.06	1.82	0.76
天津	7.09	11.47	9.82	10.4	7.11	4.17	6.8	2.63
河北	7.02	10.98	9.19	11	17.59	18.2	10.23	-7.97
山西	10.95	11.76	7.83	10.64	19.71	21.49	22.32	0.83
内蒙古	13.32	13.97	19.49	33.7	17.39	7.05	5.23	-1.82
辽宁	10.78	7.61	9.54	11.3	6.32	3.26	1.43	-1.83
吉林	10.76	9.1	13.19	13.17	8.97	6.23	3.22	-3.01
黑龙江	10.77	6.32	13	12.64	8.9	4.75	5.87	1.12
上海	7.09	5.23	10.51	-8.6	-6.39	0.83	1.36	0.53
江苏	14.4	11.9	10.85	3.62	11.8	11.01	7.55	-3.46
浙江	10.31	9.88	13.57	5.09	10.83	11	6.79	-4.21
安徽	13.3	10.6	12.87	0.36	9.78	23.48	19.35	-4.13
福建	13.04	25.62	11.76	13.19	9.99	7.93	10.62	2.69
江西	18.35	17.75	17.65	10.62	19.41	18.95	12.11	-6.84
山东	9.22	12.21	8.09	7.71	9.39	7.19	10.3	3.11
河南	9.01	13.37	16.62	11.08	29.65	14.59	14.02	-0.57
湖北	19.21	7.15	18.29	-0.42	6.86	3.85	0.07	-3.78
湖南	5.15	16.21	9.21	1.47	3.33	3.36	9.99	6.63
广东	6.21	14.7	5.86	9.39	7.11	5.47	8.77	3.30

广西	9.25	16.83	12.11	7.95	21.62	10.3	11.54	1.24
海南	15.16	13.24	11.94	20.92	-17.62	18.51	19.78	1.27
重庆	13.67	17.49	17.45	13.92	22.98	18.46	6.67	-11.79
四川	12.37	9.59	15.8	17.46	14.05	7.9	9.04	1.14
贵州	12.69	20.12	15.42	-4.26	9.03	14.12	12.01	-2.11
云南	9.91	11.26	16.34	14.5	13.95	18.79	6.01	-12.78
陕西	15.08	13.9	17.75	13.19	11.25	13.38	7.34	-6.04
甘肃	13.26	16.07	10.89	12.97	12.72	19.41	12.24	-7.17
青海	16.64	20.11	21.37	21.78	27.7	23.65	31.09	7.44
宁夏	16.55	20.02	21.82	32.72	46.23	58.7	80.35	21.65
新疆	19.35	34.45	17.58	17.44	23.7	30.43	28.4	-2.03

资料来源：中电联，长江证券研究部

表 3：各省份 1-11 月累计用电量增速情况

	同比增速 (%)							增速环比
	2011M5	2011M6	2011M7	2011M8	2011M9	2011M10	2011M11	
全国	11.98	12.19	12.15	11.89	11.95	11.87	11.85	-0.02
北京	-0.01	1.24	0.48	1.17	0.86	0.88	0.97	0.09
天津	6.61	7.41	7.8	8.16	8.04	7.67	7.58	-0.09
河北	9.26	9.56	9.5	9.7	10.5	11.2	11.11	-0.09
山西	10.78	10.95	10.49	10.5	11.45	12.43	13.28	0.85
内蒙古	15.36	15.07	15.87	21.72	22.29	20.88	21.98	1.10
辽宁	9.89	9.51	9.52	9.75	9.36	8.73	8.01	-0.72
吉林	10.14	9.97	10.43	10.78	10.58	10.12	9.42	-0.70
黑龙江	6.7	6.64	7.52	8.14	8.22	7.86	7.66	-0.20
上海	7.35	6.99	7.61	4.89	3.55	3.3	3.14	-0.16
江苏	14	13.63	13.15	11.7	11.71	11.65	11.28	-0.37
浙江	12.07	11.67	12	10.93	10.92	10.93	10.56	-0.37
安徽	14.92	14.16	13.94	11.81	11.59	12.62	13.17	0.55
福建	19.4	20.55	19.05	18.14	17.09	16.14	15.63	-0.51
江西	22.1	21.35	20.6	19.02	19.07	19.06	18.42	-0.64
山东	11.61	11.71	11.14	10.68	10.54	10.21	10.21	0.00
河南	7.09	8.16	9.48	9.69	11.51	11.79	11.99	0.20
湖北	14.02	12.78	13.69	11.52	10.98	10.26	9.31	-0.95
湖南	10.91	11.78	11.34	9.86	9.13	8.56	8.69	0.13
广东	8.2	9.44	8.79	8.88	8.66	8.34	8.38	0.04
广西	10.14	11.29	11.42	10.94	12.08	11.92	11.89	-0.03
海南	16.49	15.85	15.24	16.02	12.1	16.34	16.63	0.29
重庆	14.35	14.91	15.33	15.12	16	15.79	14.91	-0.88

四川	13.68	12.94	13.37	13.91	13.93	13.29	12.87	-0.42
贵州	13.87	14.91	15.23	12.52	12.26	12.45	12.37	-0.08
云南	19.13	19.3	19.52	19.83	18.7	17.47	17.54	0.07
陕西	15.14	14.93	15.35	15.07	14.67	14.51	13.83	-0.68
甘肃	15.08	15.25	14.59	14.38	14.2	14.71	15.73	1.02
青海	14.71	15.63	16.48	17.16	18.31	18.88	19.97	1.09
宁夏	15.04	15.9	16.78	18.78	21.49	24.64	28.33	3.69
新疆	30.4	31.2	28.8	28.6	28.1	28.4	28.40	0.00

资料来源：中电联，长江证券研究部

预计 12 月份用电增速 9.40%，与 11 月份基本持平

由于去年 12 月份是国家“十一五”期间节能减排政策的最后一个月，基期用电增速下滑较快，结合目前经济所处阶段，我们预计 12 月份全国单月用电增速将同 11 月份有所下降，但基本应维持在 9%以上水平。全年来看累计增速仍将保持在 11%以上水平，预计 12 月份单月用电增速为 9.40%。

表 4：预计 10 月份用电增速为 11.90%（单位：亿千瓦时）

	2011	YoY	2010	YoY	2009	YoY	2008
1 月	3889	10.14%	3531	40.14%	2517	-3.92%	2620
2 月	3136	15.82%	2721	10.54%	2455	-6.29%	2620
3 月	3888	13.41%	3435	21.04%	2834	-2.01%	2895
4 月	3768	11.23%	3394	23.08%	2757	-3.63%	2864
5 月	3865	10.79%	3480	20.80%	2878	-2.57%	2959
6 月	3965	13.00%	3520	14.14%	3083	4.30%	2952
7 月	4349	11.81%	3896	13.94%	3420	6.00%	3218
8 月	4343	9.09%	3975	14.69%	3462	8.22%	3198
9 月	3915	12.17%	3498	8.58%	3224	10.24%	2946
10 月	3797	11.35%	3400	8.49%	3134	15.87%	2699
11 月	3836	9.91%	3460	5.38%	3284	27.63%	2562
12 月	3966	9.40%	3625	2.98%	3439	25.65%	2737

资料来源：中电联，长江证券研究部

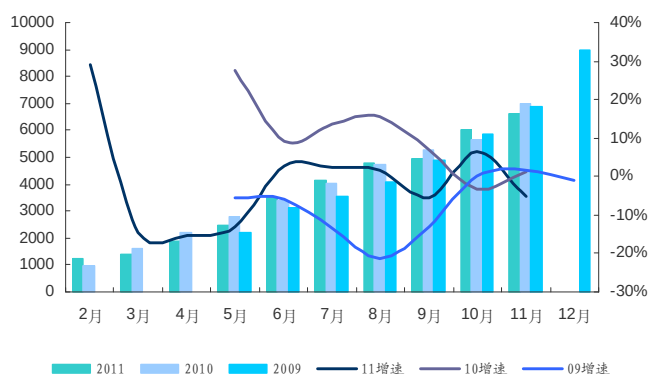
单月新增装机 590 万千瓦

1-11 月份，全国电源工程完成投资 3093 亿元，其中水电 782 亿元，火电 915 亿元，核电 656 亿元，风电 642 亿元。全国电源新增生产能力（正式投产）6627 万千瓦，其中水电 1028 万千瓦，火电 4565 万千瓦，核电 109 万千瓦，风电 870 万千瓦。

- 1-11 月份，全国新增火电装机 4564.75 万千瓦，比去年同期多投产 53.75 万千瓦，同比增长 1.19%，广东、山东、宁夏、内蒙古、山西、河南、江苏、浙江、新疆、四川、江西、湖南、安徽、甘肃、黑龙江等 15 省区新增火电装机容量均超过 100 万千瓦。6000 千瓦及以上装机容量 74529 万千瓦，同比增长 8.5%。

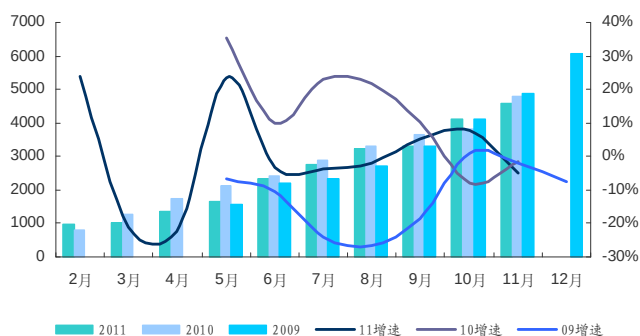
- 1-11 月份，全国新增水电装机 1027.9 万千瓦，比去年同期少投产 316 万千瓦，同比下降 23.5%，其中，云南、湖北、四川、重庆新投产水电机组均超过 100 万千瓦。6000 千瓦及以上装机容量 19239 万千瓦，同比增长 7.7%。
- 1-11 月份，全国新增风电装机 870.14 万千瓦，比去年同期多投产 177.29 万千瓦，同比增长 25.59%。6000 千瓦及以上装机容量风电 3997 万千瓦，同比增长 52.9%。
- 核电 6000 千瓦以上装机容量 1191 万千瓦，同比增长 10.1%。

图 7：1-11 月累计新增装机 6627 万千瓦



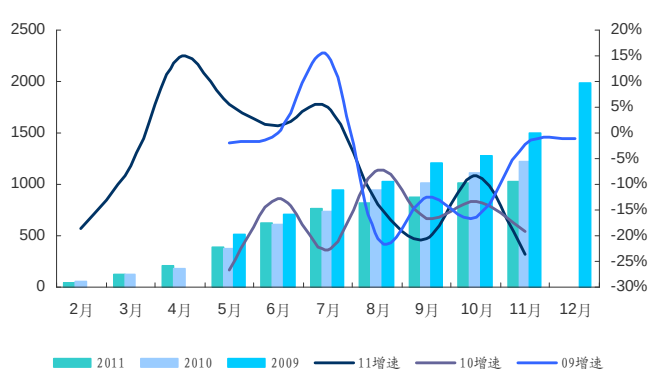
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 9：1-11 月份累计火电新增装机 4564.75 万千瓦



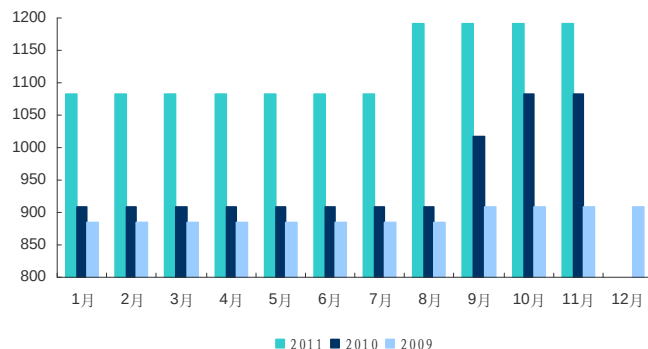
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 8：1-11 月份累计水电新增装机 1027.9 万千瓦



资料来源：中电联，长江证券研究部

图 10：6000 千瓦以上核电装机容量 1191 万千瓦



资料来源：中电联，长江证券研究部

单月发电量增速小幅下滑，水电发电量增速由负转正

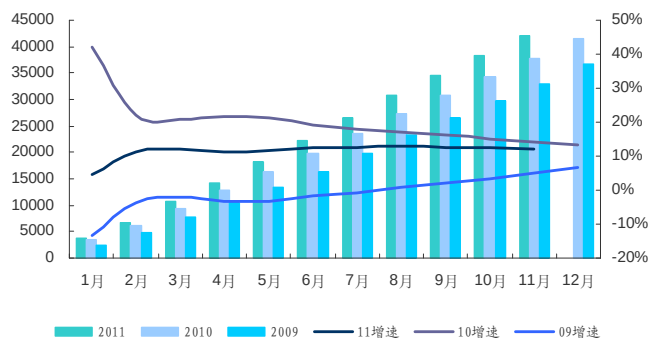
枯水期水电来水继续好转，火电增速有所放缓

1-11 月，全国规模以上电厂发电量 41939 亿千瓦时，比去年同期增长 12.0%。11 月份全国重点水电厂来水情况继续好转，水电发电量 493.5 亿千瓦时，同比增长 6.3%，环比下降 1.54%；11 月份，火电发电量增速相应有所回落，发电量 3063.2 亿千瓦时，同比增长 9.0%，环比增长 2.44%。

- 11 月份，全国发电量 3713 亿千瓦时，同比增长 8.5%，环比增长 2.01%。

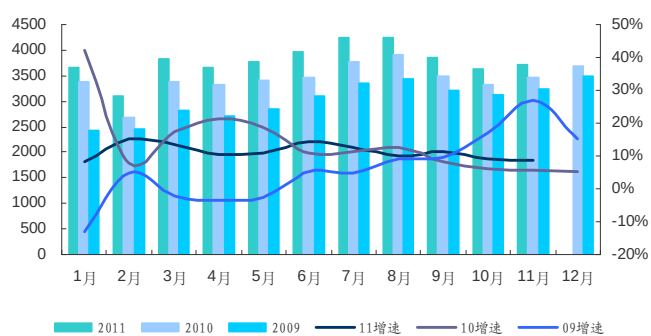
- 11月，水电发电量493.5亿千瓦时，同比增长6.3%，环比下降1.54%。11月全国重点水电厂来水情况继续好转，水电发电量同比由负转正，但由于前几个月严重来水不足影响，累计发电量仍呈负增长。
- 11月，我国火电发电量3063.2亿千瓦时，同比增长9.0%，环比增长2.44%。11月份由于经济增速趋缓，同时水电发电略有好转，火电发电量增速逐步回落。

图 11: 1-11 月累计发电量同比增长 12.00%



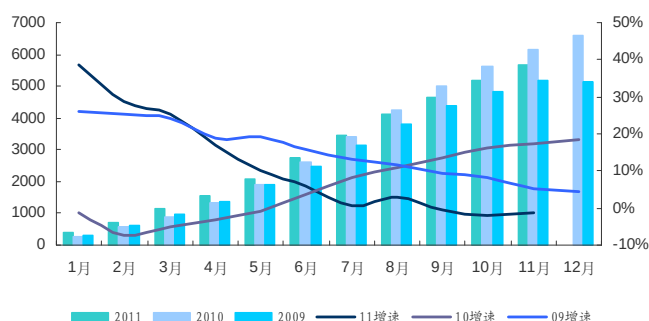
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 12: 11 月份发电量同比增长 8.5%



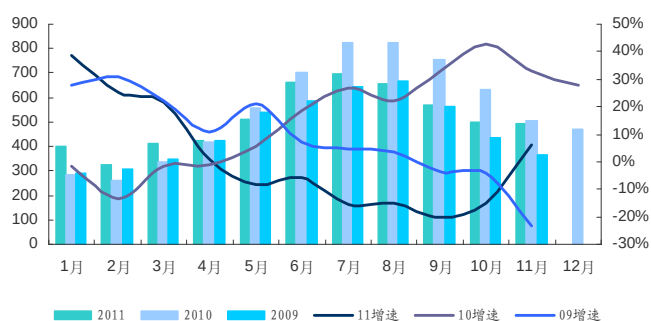
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 13: 1-11 月份水电发电量同比下降 1.4%



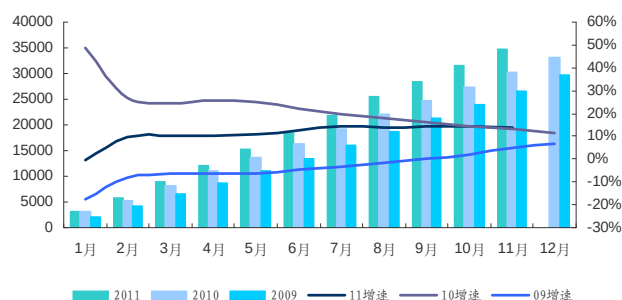
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 7: 11 月份水电发电量同比增长 6.3%



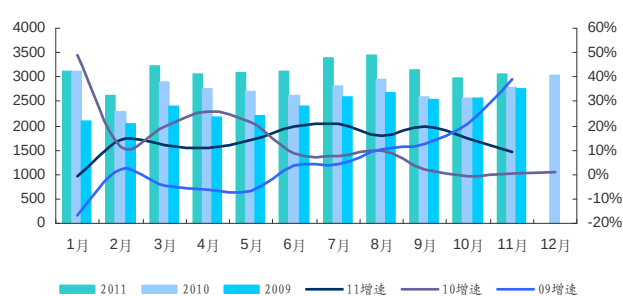
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 15: 1-11 月份火电发电量同比增长 13.90%



资料来源：中电联，长江证券研究部

图 16: 11 月份火电发电量同比增长 9.00%

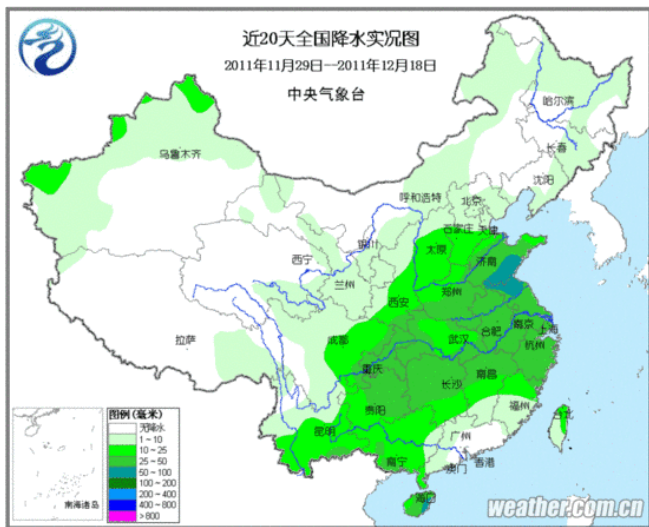


资料来源：中电联，长江证券研究部

2011 年 11 月份，国家电网内重点水电厂水库来水总体偏丰 3 成；月末可调水量和总蓄能值分别为 1090.10 亿立方米和 228.45 亿千瓦时，同比分别减少 42.63 亿立方米和 12.69 亿千瓦时，减少幅度较上月收窄。

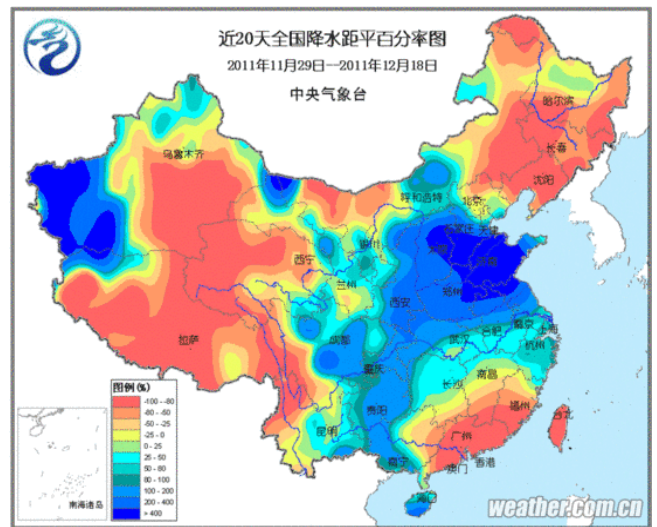
11 月份，国家电网公司所属水电厂来水总体偏丰 8 成。常规水电厂（不含抽水蓄能电厂）发电量 21.67 亿千瓦时，同比减少 3.30 亿千瓦时；月末可调水量和总蓄能值分别为 287.68 亿立方米和 48.69 亿千瓦时，同比分别减少 85.82 亿立方米和 17.08 亿千瓦时。11 月份，三峡日均入库流量 10900 立方米/秒，较多年同期均值偏多 5.08%。

图 17：11 月份中部地区降水略有好转



资料来源：中国天气网，长江证券研究所

图 18：11 月份各大流域降水量好于多年平均



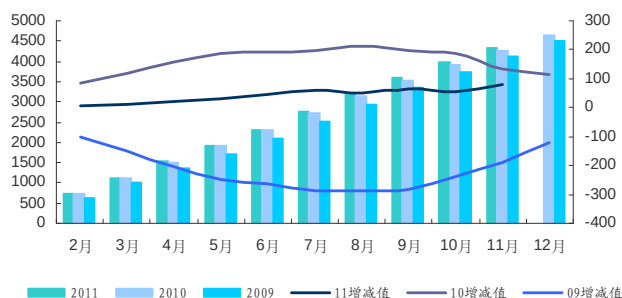
资料来源：中国天气网，长江证券研究所

水火电单月利用小时数双双同比增长

1-11 月份，全国发电设备累计平均利用小时为 4353 小时，比去年同期增长 80 小时。其中，水电设备平均利用小时为 2871 小时，比去年同期下降 373 小时；火电设备平均利用小时为 4822 小时，比去年同期增长 246 小时。

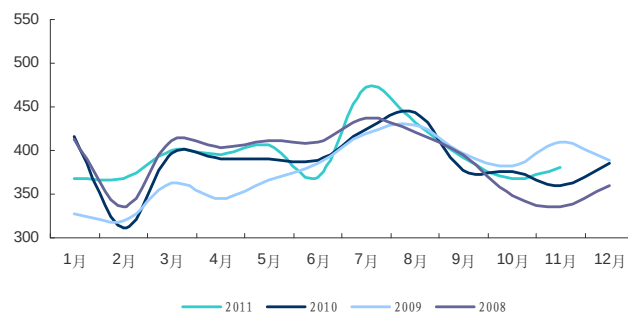
- 11 月份，我国重点水电厂来水有所好转，水电发电量增速由负转正，水电利用小时 232 同比增加 6 小时。但由于 11 月份已经进入枯水期，全国水电设备利用小时环比减少 20 小时。陕西、海南、新疆、四川、河北等省区水电发电设备累计利用小时同比增加相对较多，主要是上半年水电来水较好。
- 11 月火电设备利用小时 431 小时，同比增加 32 小时，环比增加 27 小时。累计火电设备平均利用小时为 4822 小时，比去年同期增长 246 小时。火电设备平均利用小时高于全国平均水平的省份依次为宁夏、重庆、青海、江苏、新疆、河北、浙江、安徽、广东、广西、天津、河南、福建等 13 个省区，大部分集中在西北、华中、华东、华北、南方等地区，用电需求较高、水电出力不足、外送电量较多是火电设备利用小时数较高的主要原因。

图 19: 1-11 月发电设备平均利用小时为 4353 小时



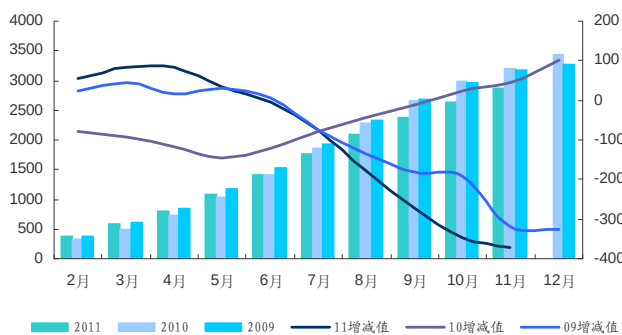
资料来源：长江证券研究部

图 20: 11 月发电设备平均利用小时为 381 小时



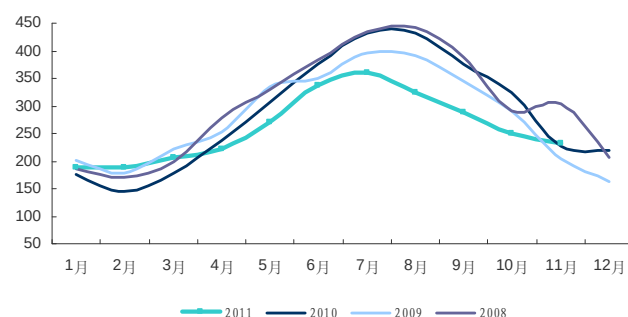
资料来源：长江证券研究部

图 21: 1-11 月水电设备平均利用小时为 2871 小时



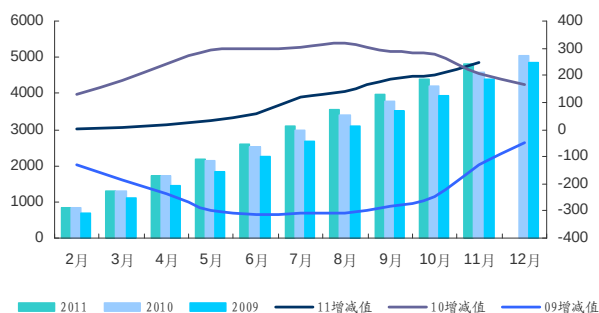
资料来源：长江证券研究部

图 22: 11 月水电设备平均利用小时为 232 小时



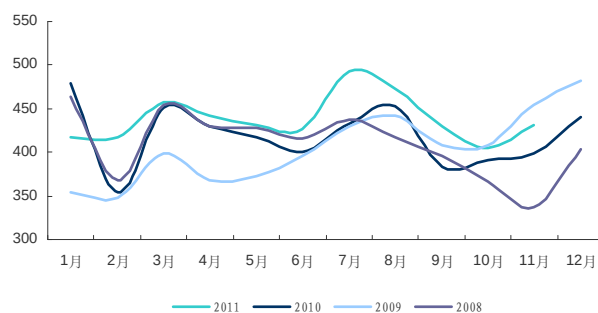
资料来源：长江证券研究部

图 23: 1-11 月火电设备平均利用小时为 4822 小时



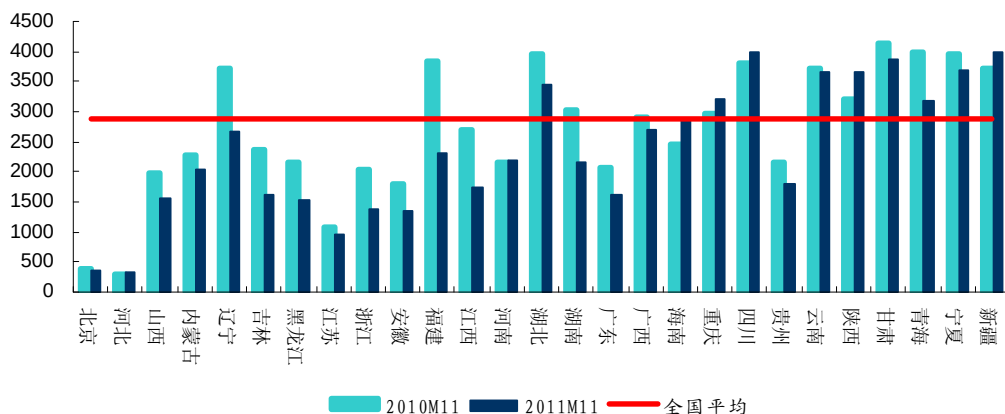
资料来源：长江证券研究部

图 24: 11 月火电设备平均利用小时为 431 小时



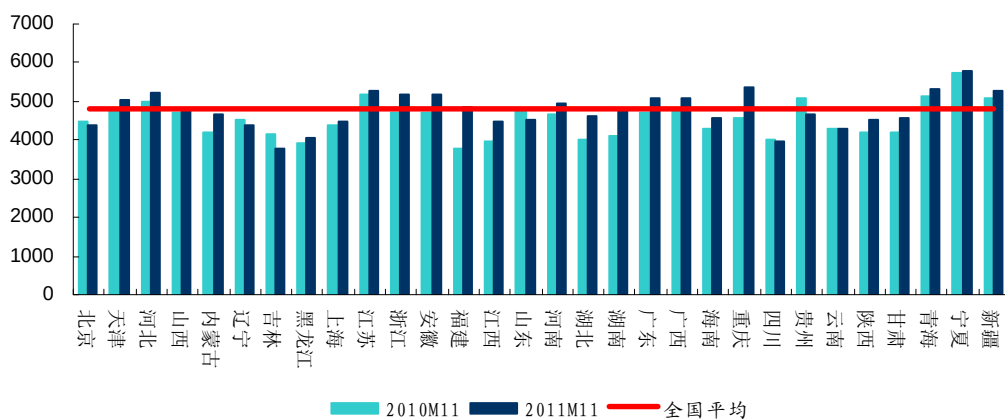
资料来源：长江证券研究部

图 25: 水电大省利用小时大幅下降，川、新同比上升



资料来源：中电联，长江证券研究所

图 26: 11月火电利用小时同比提升约32小时



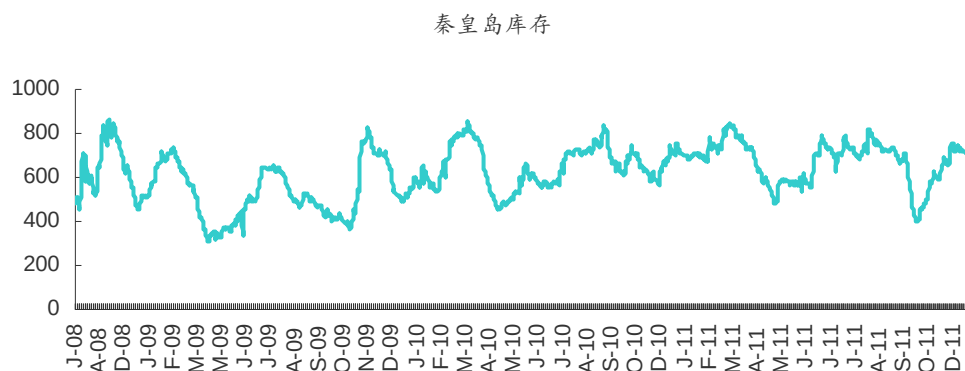
资料来源：中电联，长江证券研究所

秦皇岛煤价小幅回落，港口库存持续上升

11月秦皇岛港煤炭库存持续上升

截止到11月29日，秦皇岛港煤炭库存为713.5万吨，与10月末相比，增加176.8万吨，增长32.9%。主要原因于路港紧密协调，积极组织铁路调运，港口煤炭调入量继续保持较高水平，而由于下游用煤企业市场煤采购积极性较低，再加上天气因素在一定程度上影响了港口煤炭正常发运，港口煤炭发运明显不及煤炭调入，从而导致秦皇岛港煤炭库存整体回升。

图 27: 秦皇岛煤炭库存迅速下降后回稳



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 28: 直供电厂库存基本逐步回升



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

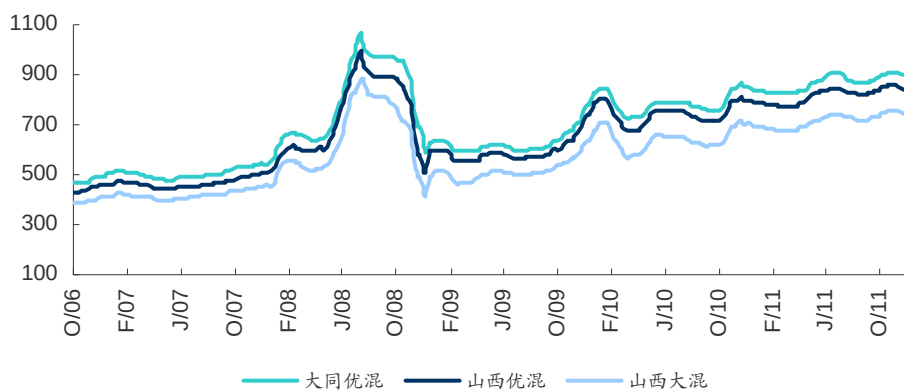
秦皇岛煤价环比有所下降

由于本月初电煤限价政策推出, 随后中转地煤价出现小幅下降。截止到 11 月 29 日, 秦皇岛港 5800 大卡、5500 大卡、5000 大卡以及 4500 大卡动力煤最低平仓价仍保持在 895 元/吨、840 元/吨、740 元/吨和 640 元/吨。从周度走势来看, 前两周是逐步止升企稳, 随后两周陆续出现了小幅回调。

截止 2011 年 12 月 19 日, 秦皇岛煤炭价格行情:

- 大同优混平仓价 885 元/吨, 较 11 月 14 日下跌 20 元/吨;
- 山西优混平仓价 825 元/吨, 较 11 月 14 日下跌 35 元/吨;
- 山西大混平仓价 720 元/吨, 较 11 月 14 日下跌 35 元/吨;

图 29: 秦皇岛煤价或由高位下行



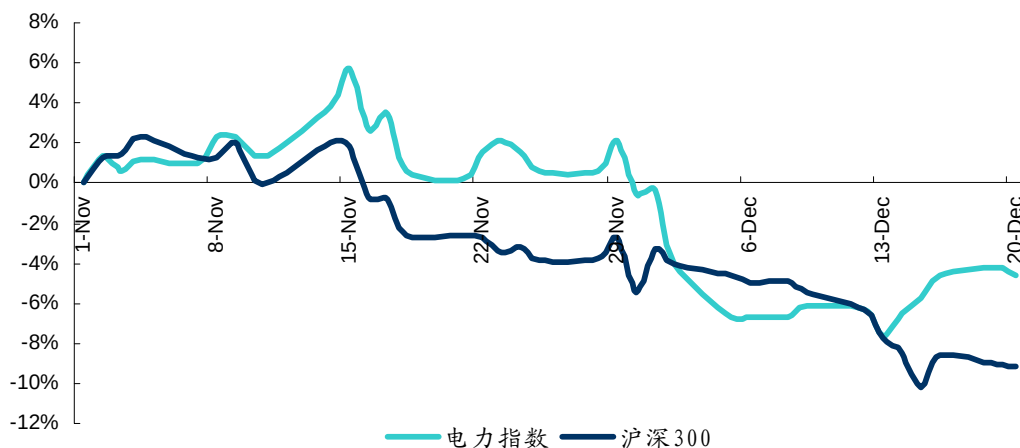
资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

行业估值及投资策略

11 月以来电力板块再次跑赢大盘

11 月初以来, 电力指数跌幅为 4.57%, 沪深 300 跌幅为 9.17%, 电力板块跑赢大盘 4.6 个百分点。

图 30: 电力板块跑赢大盘 4.6 个百分点



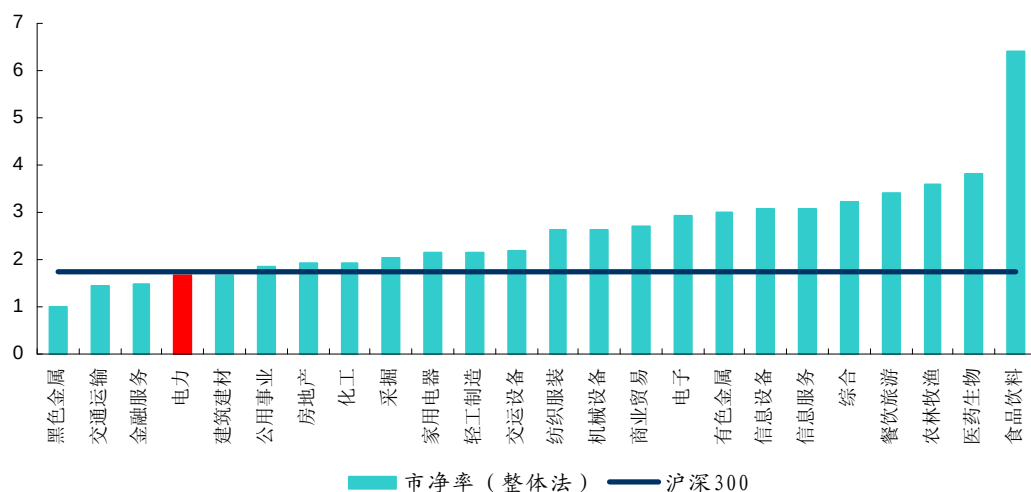
资料来源: Wind, 长江证券研究部

电力板块估值水平基本合理

截至 12 月 19 日, 电力行业 PB 为 1.65 倍, 低于沪深 300 平均 PB 水平, 仅高于黑色金属、交通运输和金融服务; 而市盈率平均为 25.48 倍, 高于沪深 300 的平均水平。我们认为今年行业盈利空间受到上游来水和资源价格的挤压收窄, 盈利水平大幅下降, 因此从 PE 来看, 行业不具备估值优势。但从电力板块相对沪深 300PB 的比值来看, 基本位于历史平均水平。

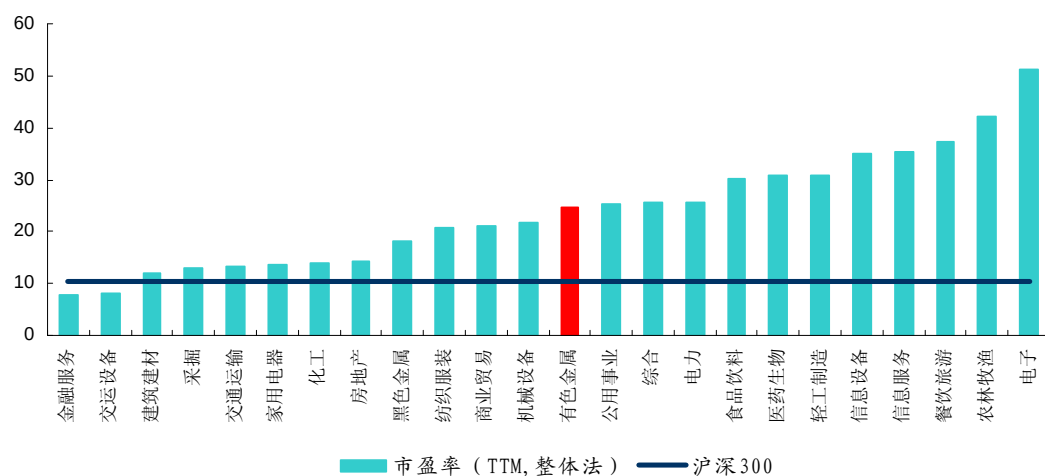
其中火电与沪深 300 相对 PB 比值与电力相对比值差距较大。

图 31：电力板块 PB 为 1.65x，低与于沪深 300 平均水平



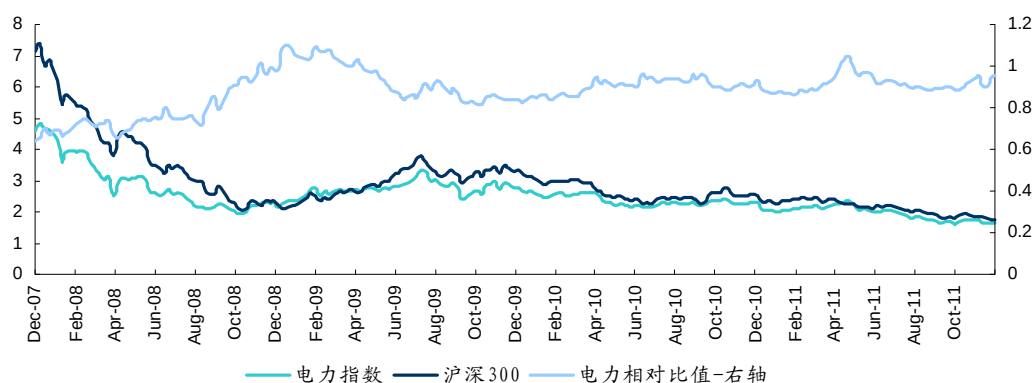
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 32：电力板块 PE 为 25.48x，高于沪深 300



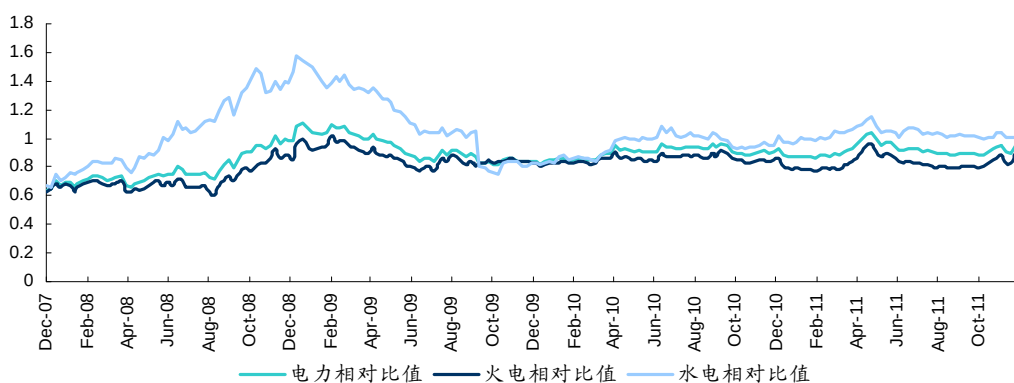
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 33：电力板块 PB 与沪深 300 比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 34：火电水电相对 PB 情况比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

投资策略：着眼来年布局，关注非火电能源动向

由于接近年末，投资策略更加注重来年行业中重点子行业和个股的布局，就短期行业机会看，我们年度策略中提到的电价改革电煤限价预期型投资机会已经开始部分体现。而今年行业发展状况来看，主要矛盾集中在电力供给上，加之久久未能有实质突破的价格机制矛盾以及电力消费需求依然较为强劲，使得电源结构的矛盾被突出出来。因此这也给行业配置带来一定投资思路：

- **能源格局调整中相关子行业受益：**我们认为从大的逻辑上看，经济持续发展电力需求强劲的局面不会被打破，目前的能源格局必然要求电源结构作出较快调整以适应经济的发展。因此我们看好水电，核电，生物质发电等几个子行业的机会。建议关注长江电力，桂冠电力，国电电力，上海电力，湖北能源，凯迪电力。
- **电价改革电煤限价预期：**电价体制改革是明后两年电力行业发展的主旋律，《输变电成本监管办法》对电力企业构成长期制度性利好；电价上调和电煤限价措施，也在很大程度上改善了火电行业的优质公司未来业绩。未来单位机组效率高，财务负担轻的上市公司受益程度最高，建议关注华能国际、国电电力。
- **资产注入预期：**通过外延式收购，快速提升装机容量，获得新的发展空间将大大提升相关公司的盈利能力，建议关注桂冠电力，通宝能源和内蒙华电。

表 5：重点上市公司盈利预测及评级

公司简称	股价	EPS（元）			P/E（X）			评级
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	
凯迪电力	10.93	0.519	0.79	0.551	21.06	13.84	19.84	推荐
华能国际	5.06	0.29	0.12	0.34	17.45	42.17	14.88	推荐
国电电力	2.7	0.21	0.17	0.24	12.86	15.88	11.25	推荐
通宝能源	7.3	0.04	0.29	0.5	182.50	25.17	14.60	谨慎推荐
桂东电力	13.2	0.95	0.4	0.88	13.89	33.00	15.00	推荐
上海电力	4.61	0.09	0.16	0.24	51.22	28.81	19.21	谨慎推荐
桂冠电力	3.99	0.29	0.12	0.31	13.76	33.25	12.87	谨慎推荐
湖北能源	5.03	0.5	0.15	0.28	10.06	33.53	17.96	谨慎推荐
内蒙华电	8.43	0.33	0.38	0.45	25.55	22.18	18.73	谨慎推荐

资料来源：Wind，长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。