

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

电力行业 2010 年投资策略： 仍以防御为主，期待政策或煤价的超预期因素

2009 年 11 月 27 日

王凡
蔡大贵

联系人
研究员 0755-22624183

wangfan@pasc.com.cn

1、2009 年电力板块的总体特征是：行业跑输大市、蓝筹劣于概念。行业防御属性和盈利所处周期决定了板块表现劣于大市；具备重组、核电等概念的部分二三线股票表现异常抢眼。2009 年的 2 月和 7 月，火电板块正收益明显超越大市。2 月行情背后是市场预期中的煤价下跌带来的盈利驱动；7 月行情背后是火电连续跑输大盘后相对估值下降带来的估值驱动。但当煤价跌幅低于市场预期、相对估值吸引力下降之后，电力板块又重归平淡。

2、国内电力需求在未来仍将保持高速增长，预计 2009、2010、2011 年电力需求增速分别为 6.35%、9%和 8%。电力需求的高速增长是由我国所处重化工业阶段所决定的。城市化进程加速和经济外向型结构都将很大程度上拉动重工业的发展，进而拉动电力需求高速增长。

3、未来电力装机将呈现总体规模增速下滑，结构明显调整的局面。短期来看，火电新增装机规模将萎缩，新增水电规模维持较高位，核电新增增速大幅提高。预计 2009-2011 年火电投产装机规模分别为 6500 万、5000 万和 3000 万千瓦；水电投产装机规模基本保持稳定。期间小火电关停可能会大幅超过预期。

4、2010 年火电盈利基本保持平稳，这主要基于我们“煤价小幅上涨”和“利用小时小幅回升”的判断。我们对煤电联动贯彻力度仍存疑虑，因此煤价波动仍将是主导火电盈利波动的主要因素。基于需求回暖和供给增加的综合判断，我们认为 2010 年市场煤价有望保持基本平稳，2011 年后可能出现下滑。

5、从盈利和估值的角度看，火电板块在 2010 年并不具备超额收益的机会。历史上有两个时期火电获得明显的超额收益，其共同特点是：①该时段之前火电估值相对大盘有较高的折价；②该时段期间火电盈利有较大幅度的改善。2010 年的火电板块两因素均不具备。

6、总体上我们认为电力行业 2010 年仍将主要以防御为主。若煤价出现超预期下跌或煤电联动机制贯彻力度超预期，行业可能会有较佳表现。我们遵循两条思路寻找个股投资机会。一是低估值蓝筹股，主要包括华能国际、国电电力、深圳能源等；二是寻找具备安全边际的成长股，包括京能热电、文山电力等。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		2009-11-25	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
国电电力	600795	7.23	0.37	0.34	0.45	19.5	21.3	16.1	推荐
华能国际	600011	8.11	-0.31	0.39	0.44	-	21.1	18.4	推荐
长江电力	600900	13.51	0.42	0.44	0.65	32.2	30.7	20.8	推荐
国投电力	600886	10.18	0.12	0.22	0.3	84.8	46.3	33.9	中性
京能热电	600578	10.58	0.26	0.32	0.61	40.7	33.1	17.3	推荐
文山电力	600995	8.73	0.37	0.32	0.43	23.6	27.3	20.3	推荐

目录

一、09 年回顾：行业跑输大市，蓝筹劣于概念	4
二、2010 年行业要素展望	5
1、 电力需求恢复高速增长.....	5
2、 装机增速明显下滑	5
三、火电：盈利平稳，估值合理	6
1、 利用小时底部回升	6
2、 全年煤价可能小幅上涨.....	7
3、 煤电联动常规化是最迫切的改革要求	8
4、 盈利与估值讨论	9
三、水电：政策不确定性消除，等待成长性兑现	11
1、 政策调整消除不确定性.....	11
2、 来水减少带来短期业绩风险.....	11
3、 估值含部分成长预期，基本合理	12
四、投资建议	12

图表目录

图表 1	单月指数涨幅比较：二月七月火电表现较好，水电持续低迷	4
图表 2	月度累计涨幅比较：电力行业跑输大盘	4
图表 3	发电增速经历异常波动后重回高速增长轨道	5
图表 4	装机增速继续明显下滑	5
图表 5	火电利用小时预测表	6
图表 6	2010 年火电利用小时从底部回升.....	6
图表 7	2009 年 9 月份之后市场煤价出现较大幅度的上涨	7
图表 8	直供电厂库存出现持续小幅下降	7
图表 9	煤电产业链的价格传导机制	8
图表 10	中美电力行业历年 ROE 比较	9
图表 11	目前火电市盈率略高于历年平均水平	10
图表 12	火电行业超额收益来自于盈利和估值的双重驱动	10
图表 13	目前火电市净率与历史平均基本持平	10
图表 14	水电利用小时经历 07H2-09H1 的黄金期后，有下滑趋势	11
图表 15	水电公司均有一倍以上的成长空间	12
图表 16	2010 年和 2011 年是水电项目投产的相对空白期	12

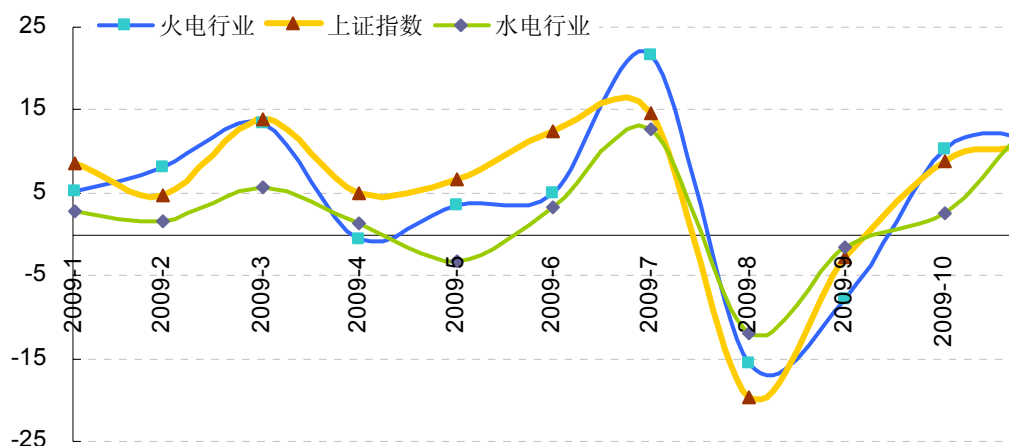
一、09年回顾：行业跑输大盘，蓝筹劣于概念

2009 年电力板块的总体特征是：行业跑输大盘、蓝筹劣于概念。行业防御属性和盈利所处周期决定了板块表现劣于大盘；具备重组、核电等概念的部分二三线股票表现异常抢眼。

2009 年的 2 月和 7 月，火电板块正收益明显超越大盘。2 月行情背后是市场预期中的煤价下跌带来的盈利驱动；7 月行情背后是火电连续跑输大盘后相对估值下降带来的估值驱动。但当煤价跌幅低于市场预期、相对估值吸引力下降之后，电力板块又重归平淡。

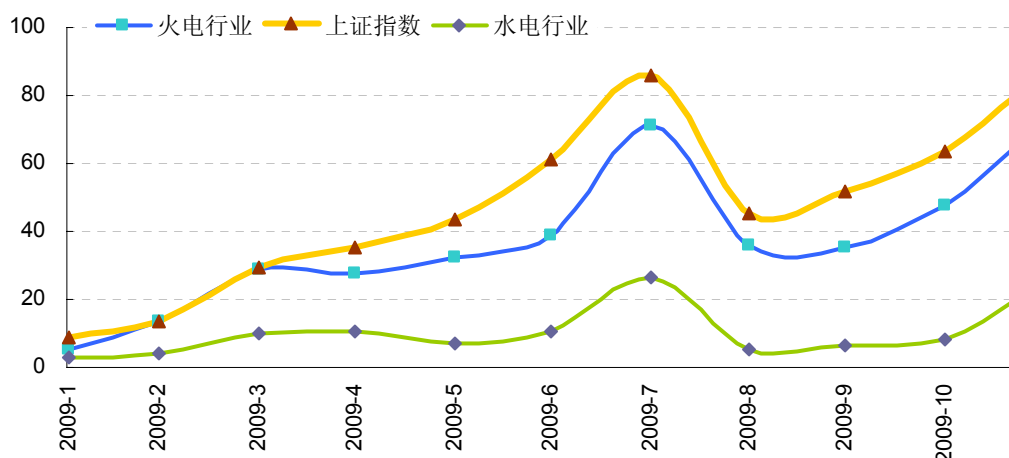
行业总体平淡的背景下，具备重组、金融、核电等概念的股票表现却异常抢眼。诸如郴电国际、豫能控股、穗恒运、韶能股份、内蒙华电等二三线股票今年以来累计涨幅均超过 100%，大幅跑赢大盘。

图表 1 单月指数涨幅比较：二月七月火电表现较好，水电持续低迷



资料来源：平安证券研究所

图表 2 月度累计涨幅比较：电力行业跑输大盘



资料来源：平安证券研究所

二、2010年行业要素展望

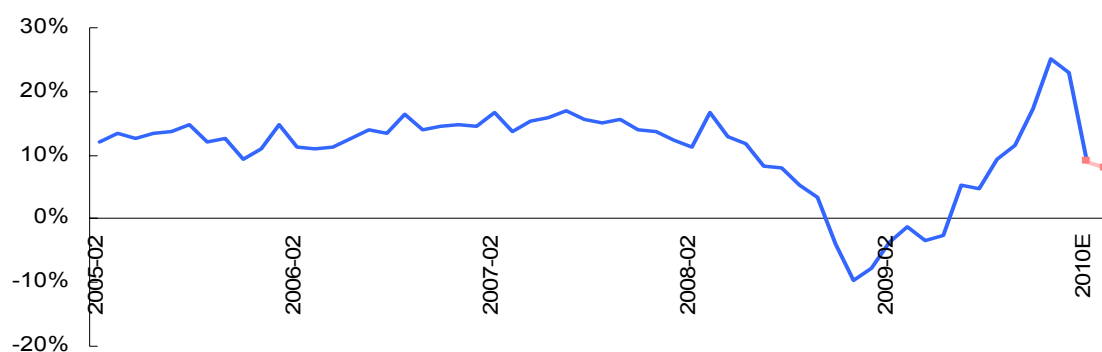
可预见 3 年内电力行业供求特征可归纳为：需求增速大于供给增速。利用小时预计企稳后缓慢回升，供求环境维持宽松状态。

1、电力需求恢复高速增长

国内电力需求在未来仍将保持高速增长，预计 2009、2010、2011 年电力需求增速分别为 6.35%、9%和 8%。预计 2009 年发电增速为 6.35%，电力弹性系数恢复至 0.71。我们认为 2010 年电力弹性系数将继续反弹至 1，在 GDP 增速为 9%的假设下，发电增速为 9%。依此逻辑，2011 年发电增速为 8%。

电力需求的高速增长是由我国所处重化工业阶段所决定的。据国研中心预测，我国完成重化工业仍需要 20 年时间左右。城市化进程加速和经济外向型结构都将很大程度上拉动重工业的发展，进而拉动电力需求高速增长。

图表 3 发电增速经历异常波动后重回高速增长轨道

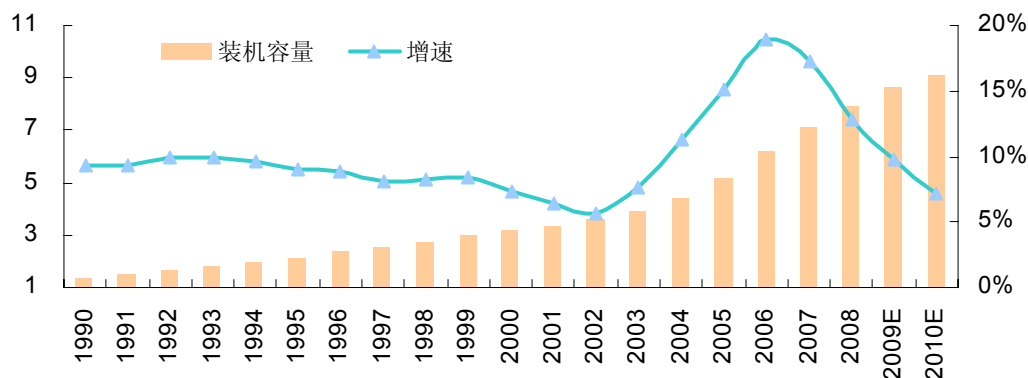


资料来源：平安证券研究所

2、装机增速明显下滑

未来电力装机将呈现总体规模增速下滑，结构明显调整的局面。短期来看，火电装机增速萎缩将较严重，水电未来四年仍将保持较高的增长，核电增速大幅提高。预计 2009-2011 年火电投产装机规模分别为 6500 万、5000 万和 3000 万千瓦；水电投产装机规模基本保持稳定。期间小火电关停可能会大幅超过预期。两者共同导致净增装机容量明显下滑。

图表 4 装机增速继续明显下滑 单位：亿千瓦



资料来源：平安证券研究所

三、火电：盈利平稳，估值合理

2010 年火电盈利基本保持平稳，这主要基于我们“煤价小幅上涨”和“利用小时小幅回升”的判断。我们对煤电联动贯彻力度仍存疑虑，因此煤价波动仍将是主导火电盈利波动的主要因素。基于需求回暖和供给增加的综合判断，我们认为 2010 年市场煤价小幅上涨的概率较大，2011 年后可能出现下滑。

1、利用小时底部回升

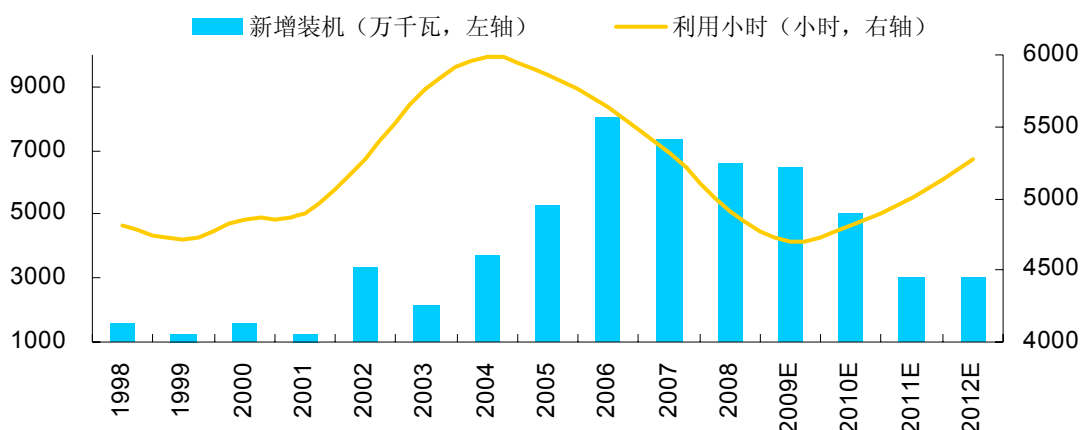
受益于新投产规模减少和小火电关停超预期，火电利用小时 2010 年起将进入缓慢回升的通道。此轮火电建设热潮“始”于 2003 年的大面积缺电，预计将在 2011 年产能过剩的质疑中告一段落。根据目前的在建规模初步估算，预计 2010 年火电投产规模约为 5000 万千瓦。由于项目审批变缓，2011 年投产火电可能主要由“上大压小”和“热电”构成，投产规模有较大幅度的萎缩。

图表 5 火电利用小时预测表 单位：万千瓦

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
新增火电投产	8158	6575	6500	5000	3000
关停小火电	1438	1669	2300	2300	2000
年初火电装机	48405	55442	60132	64332	67032
年底火电装机	55442	60132	64332	67032	68032
装机增速（%）	18.62%	11.29%	7.69%	5.54%	2.82%
火电发电增速（%）	13.82%	2.17%	3%	8%	7%
利用小时变动（%）	-4.05%	-8.20%	-4.36%	2.33%	4.07%
利用小时	5316	4911	4697	4806	5002

资料来源：平安证券研究所

图表 6 2010 年火电利用小时从底部回升



资料来源：平安证券研究所

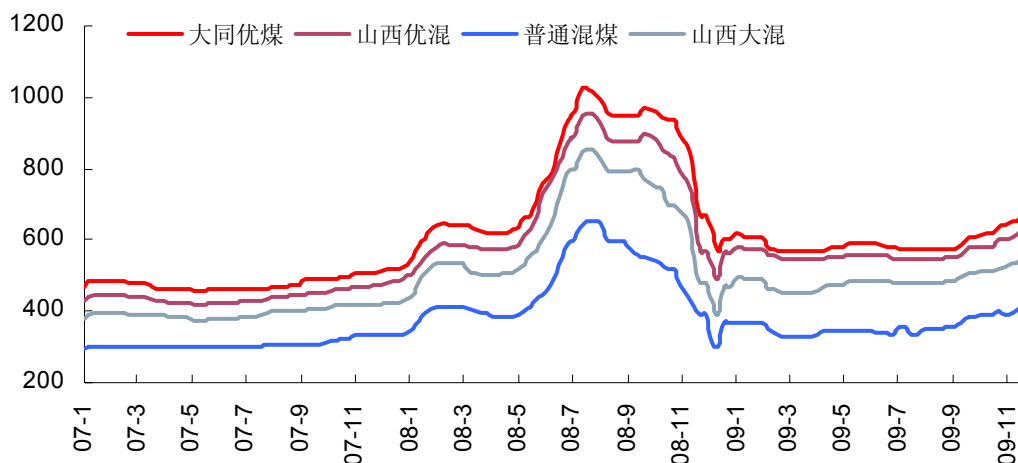
2、全年煤价可能小幅上涨

2010 年市场煤价仍主要取决于供需三大要素。供给方面，山西煤矿整合后大面积复产的时点可能在明年一季度之后，届时全国煤炭供给增幅较大；需求方面，重工业继续拉动电力需求高速增长，进而拉动煤炭需求的高速增长；运输方面，三西煤炭外运运力 2010 年底前的增量较少。总体而言，煤矿实有产能增速高于需求增速，但受运力的制约，有效产能增速会有较大折扣。煤价可能在明年呈现“先高后低”趋势，全年平均煤价较 2009 年而言小幅上涨。

合同煤价跟随市场价调整，两者差价仍有缩小压力。以华能为例，2009 年前三季度合同煤与市场煤的差价为 40 元左右，高于 2007 年差价水平（25 元左右）。

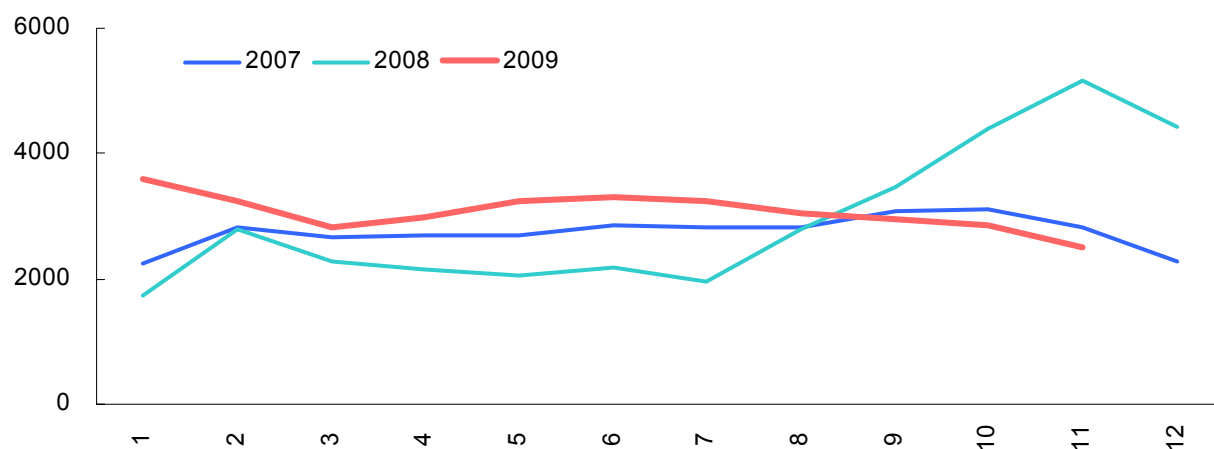
我们倾向于“2010 年煤价先高后低，全年平均煤价与 2009 年有小幅上涨”的判断。合同煤价上涨压力较大。

图表 7 2009 年 9 月份之后市场煤价出现较大幅度的上涨 单位：元/吨



资料来源：平安证券研究所

图表 8 直供电厂库存出现持续小幅下降 单位：万吨



资料来源：平安证券研究所

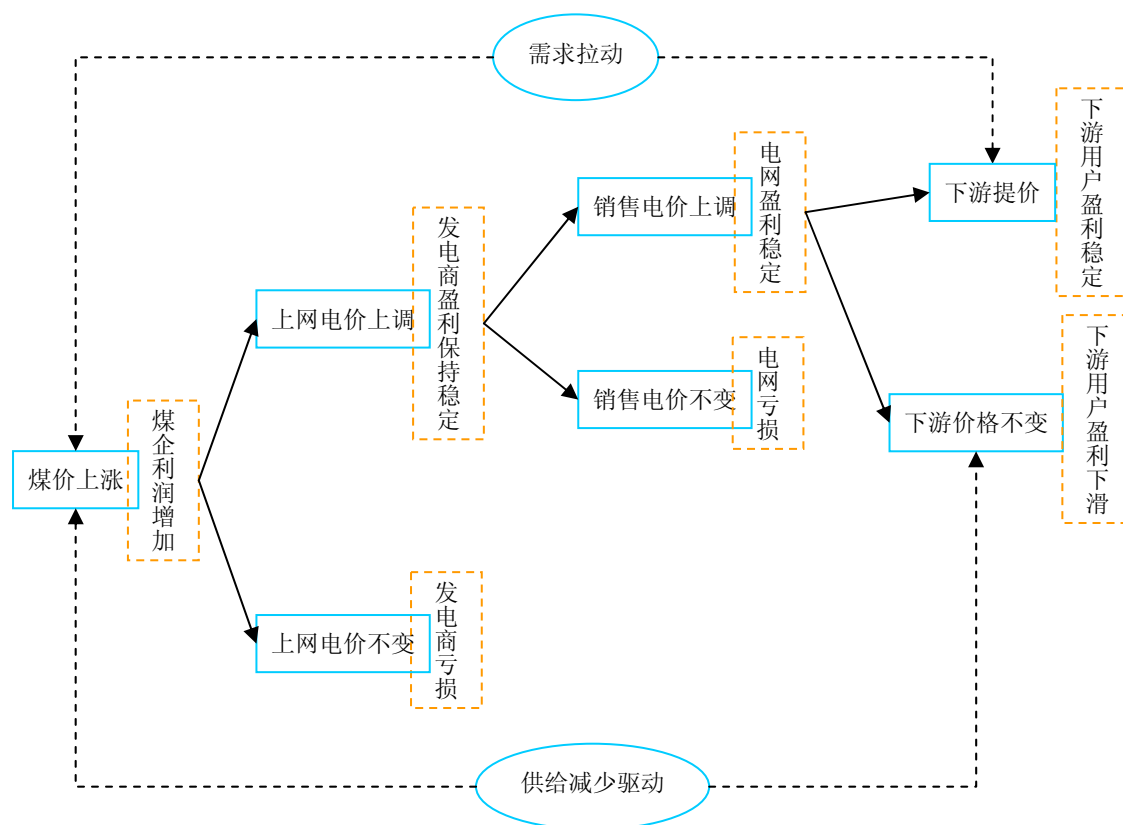
3、煤电联动常规化是最迫切的改革要求

煤电联动常规化是目前火电行业最迫切的政策要求。而大用户直购和竞价上网方面的市场化政策对火电行业影响短期而言相对较小。

在煤价市场化不可逆转的前提下,唯有充分贯彻煤电联动才能保障电力企业的合理利润,进而保障电力供应安全和合理规模的再生产。至于煤电联动后导致的下游用户成本上升,我们认为可以分为两种情况。(1)一种是需求拉动的煤价上涨:煤价最终传导到下游工业企业的成本上升,由于需求旺盛,理论上可以通过市场提价方式进行消化。(2)一种是供给骤减驱动的煤价上涨:下游工业企业无法通过市场提价方式进行消化。在后一种情况中,政府应该致力于解决供给瓶颈,并遏制暴利环节。在该逻辑下,电价改革不仅涉及到电力行业的利益分配,更应涉及到运力改善,以及煤炭市场的规范有序运营。

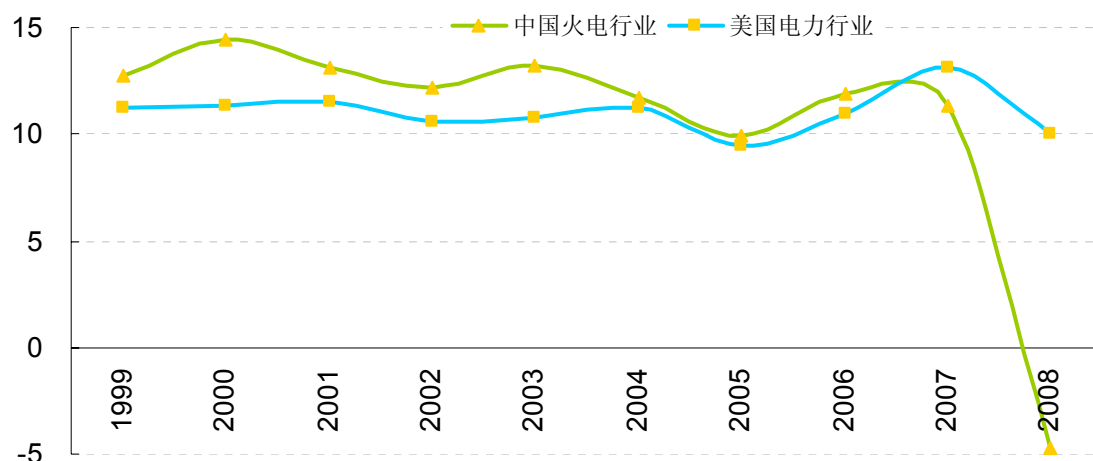
煤电联动贯彻力度仍然有待观察。我们暂对此持谨慎态度。短期内火电盈利仍将主要取决于煤价的波动。但好在产能释放和运力增加在未来三年将抑制煤价的上涨,或许可以为政府推出彻底的煤电联动政策留出充裕的时间。

图表 9 煤电产业链的价格传导机制



资料来源：平安证券研究所

图表 10 中美电力行业历年 ROE 比较 单位：%



注：美国电力行业 ROE 采用 36 家电力上市公司历年 ROE 的算术平均值；中国火电行业 ROE 采用申万火电行业上市公司整体法计算的 ROE（Wind 数据）。

资料来源：平安证券研究所

4、盈利与估值讨论

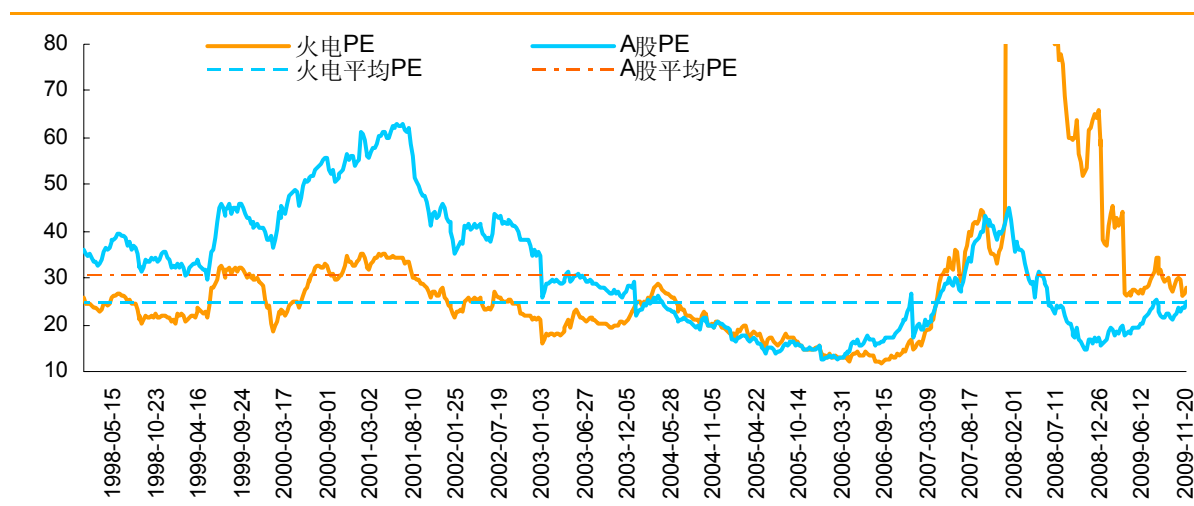
我们对 2001-2009 年期间火电板块的相对收益进行了分析。历史上火电板块的超额收益均是由盈利和估值共同驱动的。历史上有两个时期火电获得了明显的超额收益，分别是 2003 年和 2007 年。这两个时期的共同特点是：①该时段之前火电估值相对大盘有较高的折价；②该时段期间火电盈利有较大幅度的改善。最终盈利的改善驱动火电估值向大盘靠拢，盈利和估值的共同提升成就了火电板块的超额收益。我们将以此为主要标准来判断来年火电机会是否存在。

我们先来看 2010 年火电的盈利状况。我们认为大概率事件是火电利润基本保持平稳，向上或向下的空间均不大。基于此，火电估值不具备大幅提升的潜力。若 2010 年综合煤价同比涨幅在 8% 之内，则利用小时回升和规模扩张基本可以抵消煤价上涨的负面作用，火电行业利润与 2009 年基本持平。反之，若涨幅超过 8%，或利用小时升幅低于预期，火电利润则有可能出现下滑。

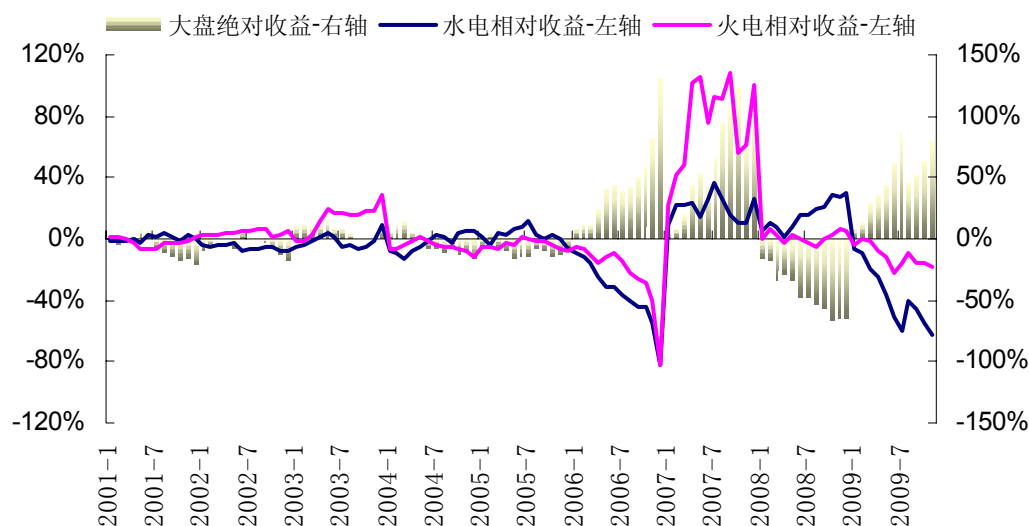
再来看目前火电估值是否相对大盘有较高折价。根据三季度业绩推算全年业绩，则目前 A 股 09 年整体市盈率约为 25 倍左右，火电股约为 28 倍。火电较整体市场仍略有高估。

从上述盈利和估值的角度来看，2010 年火电板块并不具备大幅跑赢市场的条件。但若有潜在的超预期因素出现，可能会从正面推动盈利和估值的提升。这些因素包括：①煤价下跌会给火电带来超额收益机会；②煤电联动贯彻力度可能超预期，这会在短期内提升火电估值。此外火电在弱市中仍具备较强的防御性。

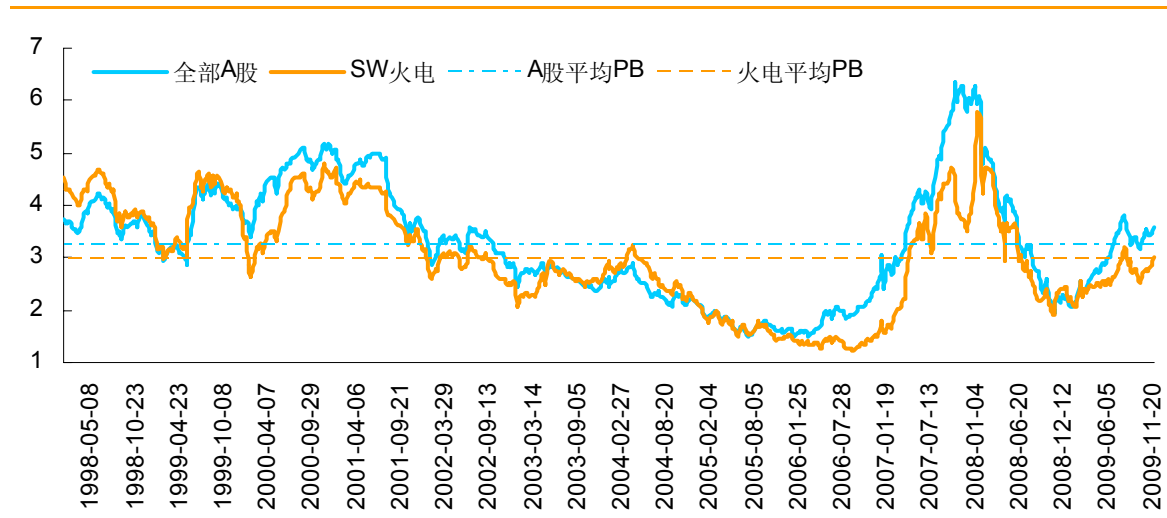
图表 11 目前火电市盈率略高于历年平均水平



图表 12 火电行业超额收益来自于盈利和估值的双重驱动



图表 13 目前火电市净率与历史平均基本持平



资料来源：平安证券研究所

三、水电：政策不确定性消除，等待成长性兑现

我们仍维持之前对水电板块的主要观点，即短期防御性较强，长期具备进攻性。刚刚调整的水电电价政策消除了新建项目移民成本上升带来的风险因素，并改善了部分电价过低的水电项目盈利状况。水电本身盈利要素（电量、电价、成本）几乎均不受经济周期波动的影响，加上政策性成本不确定性的消除，令其具备极佳的防御性。长期来看，水电上市公司要么拥有庞大的在建和规划项目，要么其控股股东拥有大量水电项目并具有较强的融资动力。水电成长确定性高，但由于建设周期长，因此需要耐心等待。

1、政策调整消除不确定性

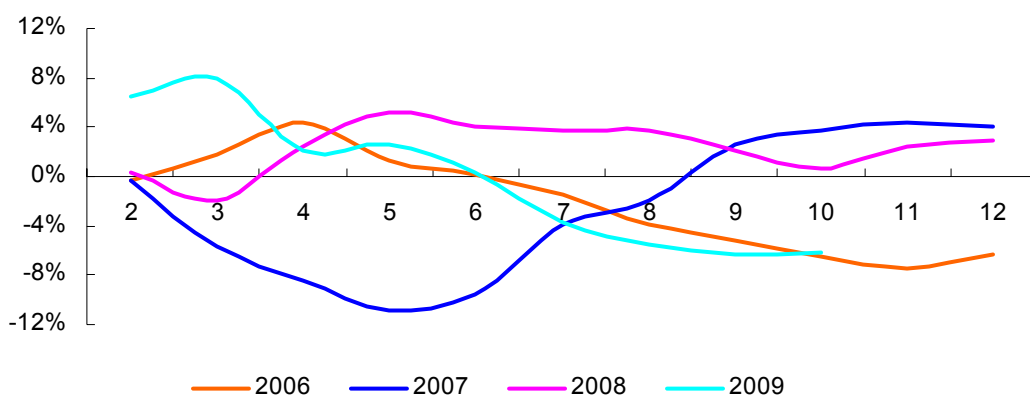
11月20日发改委对水电上网电价政策进行了调整，主要包括两个方面：一是新建水电停止执行标杆电价；二是提高了云南和贵州部分水电项目的电价。贵州洪家渡、鱼塘、普定、引子渡、光照、清溪上调0.5分钱。云南单机容量25万千瓦以下中小水电站上网电价上调0.7分钱。

近年来水电移民成本巨幅攀升，给项目盈利带来了很大的负面影响。我们认为此次停止执行标杆电价，意味着水电短期内执行单项目电价审批的政策，这将给水电投资方申请较高电价以弥补移民成本带来了较大的空间。

2、来水减少带来短期业绩风险

2007年下半年起，全国主要江河来水进入了一个相对丰富的时期，水电利用小时持续提升。这个时期一直持续到2009年上半年。下半年起，来水出现了骤然减少，水电利用小时持续下滑。来水减少会给水电公司业绩带来短期风险，其中黔源电力所受影响最大。

图表 14 水电利用小时经历 07H2-09H1 的黄金期后，有下滑趋势

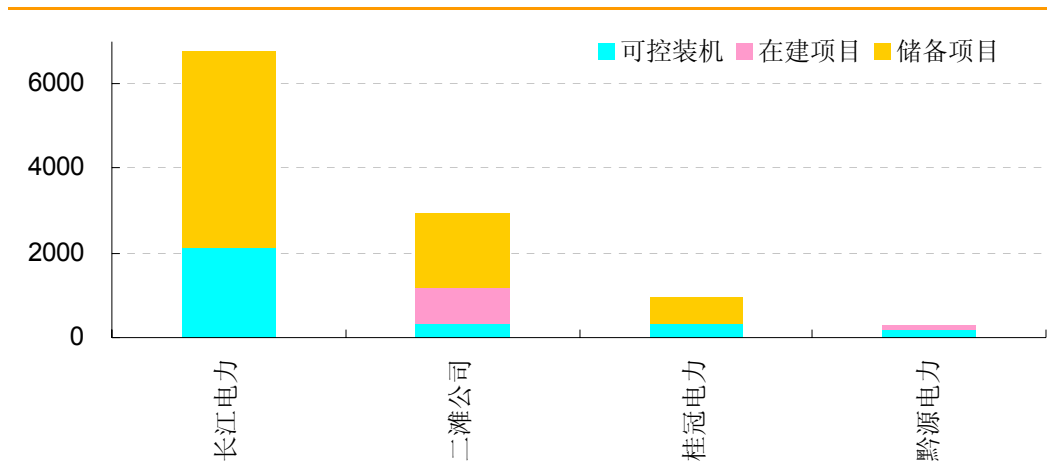


资料来源：平安证券研究所

3、估值含部分成长预期，基本合理

从估值来看，主要水电上市公司的2009年PE基本在20倍到40倍之间。其中较高的估值包含了较强烈的资产注入预期，基本合理。

图表 15 水电公司均有一倍以上的成长空间 单位：万千瓦



注：储备项目指“公司规划中”及“有很大概率由控股股东注入”的资产。其中，长江电力的储备项目指三峡总承诺注入的地下电厂，及未来可能注入的金沙江下游梯级；二滩公司的储备项目为雅砻江可研及规划中的电厂；桂冠电力的储备项目为大唐承诺注入的龙滩电厂。

资料来源：平安证券研究所

图表 16 2010年和2011年是水电项目投产的相对空白期 单位：万千瓦

公司	项目	2012	2013	2014	2015
长江电力	向家坝	80	7*80		
	溪洛渡		2013 年首批投产		
二滩公司	锦屏一级	2012 年 8 月首台投产			
	锦屏二级	2012 年 12 月首台投产			

资料来源：平安证券研究所

四、投资建议

总体上我们认为电力行业 2010 年仍将主要以防御为主。若煤价出现超预期下跌或煤电联动机制贯彻力度超预期，行业可能会有较佳表现。

我们遵循两条思路寻找个股投资机会。一是低估值蓝筹股，主要包括华能国际、国电电力、深圳能源等；二是寻找具备安全边际的成长股，包括京能热电、文山电力等。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257