

彭全刚
86-10-88087783
pengqg@cmschina.com.cn

2009年12月6日

电量稳步增长，预期逐步转好

电力行业2010年度投资策略

公用事业

电力

中性（维持）

细分行业评级

电网	推荐
水电	推荐
火电	中性
核电	推荐

上证指数 3317

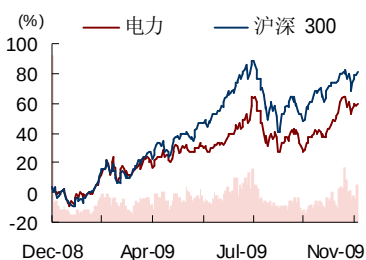
行业规模

		占比%
股票家数（只）	54	3.4
总市值（亿元）	7048	2.9
流通市值（亿元）	4536	3.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	11.1	20.1	58.9
相对表现	5.6	-3.3	-24.9

指数比较



相关报告

- 1、《电力行业 2009 年四季度投资策略—不确定性较多，谨慎看待四季度行情》2009/10/26
- 2、《电力行业 2009 年中期投资策略—经济筑底阶段，寻找能够持续升值的公司》2009/06/15
- 3、《电力行业 2009 年度投资策略—战略相持阶段攻守兼备的优秀品种》2008/12/04
- 4、《电力行业 2008 年四季度投资策略—从战略防御阶段转入战略相持阶段》2008/10/08

2010 年全社会用电量将恢复到稳步增长通道，预计增速 7.5%；上网电价下调后，“煤电联动”机制基本理顺；小煤窑升级改造之后，全国煤炭产能有望大幅提升，市场对电力板块的预期将逐渐转好，不过由于存在煤价上涨、通货膨胀等不确定性因素，维持行业“中性”评级。

- q 电价相对稳定，改革仍处试验期。“十一五”的“收官”之年，不太可能实施大规模的改革。预计将在个别省份对大用户直购电、建立电力交易市场、核定输配电价等方面进行试点。
- q 经济企稳回升，用电量稳步增长。在经济企稳回升的大背景下，预计 2010 年用电量仍将维持稳步增长。钢铁、有色、建材、化工四大高耗电行业用电量都将接近甚至超过 10%，工业用电将出现明显回升。我们判断 2010 年全社会用电量增速达到 7.5%，弹性系数将达到 0.7。
- q 关停小火电影响明显，火电利用小时有望回升。2009 年小机组关停容量预计超过 2500 万千瓦，约占全年新增装机容量的三分之一。全年实际装机增速预计为 7%，2010 年用电量增长预计为 7.5%，全部利用小时有望小幅回升，火电机组利用小时有望增加 1%。
- q 煤价有望前高后低，企业煤炭产量增加。在季节性用煤增加、订货会抬抬煤价、美元贬值，进口减少等因素的共同作用下，短期煤价有可能还会上涨。但是到了 2010 年下半年，随着小煤矿整合的结束、电力企业的煤矿陆续投产，市场将开始预期 2011 年煤炭产能的大量释放和煤价下跌。
- q 2010 年跑赢大盘概率较大。电力板块 PB 优势较大，PE 不明显。但是电力板块已经大幅跑输大盘 50 多个百分点，进入 2010 年后，起点较低，如果 2010 年下半年真的如我们所预测的，市场预期煤价下跌，电力板块大幅跑赢大盘的概率就非常大了。
- q 推荐具有长期投资价值的公司。装机增幅大的国投电力和国电电力，虽然短期可能表现一般，但是将时间拉长来看应该是长跑冠军。对煤炭控制力逐渐增强的华能国际和内蒙华电，解决煤炭困扰之后的盈利能力应会很好。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
长江电力	13.6	0.41	0.50	0.70	33	27	19	强烈推荐 A
桂冠电力	8.1	0.02	0.30	0.35	364	27	23	审慎推荐 B
国电电力	7.3	0.03	0.34	0.45	248	22	16	强烈推荐 A
华能国际	8.3	-0.26	0.48	0.55	-	17	15	审慎推荐 A
建投能源	7.0	0.08	0.20	0.30	80	35	23	审慎推荐 B
国投电力	10.1	0.12	0.23	0.39	86	44	26	审慎推荐 B
深圳能源	14.0	0.41	0.98	0.90	30	14	16	强烈推荐 A
中能股份	12.2	0.20	0.61	0.68	60	20	18	审慎推荐 B
粤电力 A	8.3	0.02	0.46	0.53	390	18	16	强烈推荐 B
宝新能源	9.9	0.32	0.52	0.46	28	19	21	强烈推荐 B
华电国际	5.7	-0.28	0.20	0.29	-	29	20	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、电价相对稳定，改革仍处试验期.....	4
1、上网电价调整，联动机制逐渐顺畅.....	4
2、销售电价上调，有效传导成本上涨.....	5
3、电价改革试点，摸索改革经验.....	6
二、经济企稳回升，用电量稳步增长.....	7
1、乐观看待 2010 年经济增长，电力弹性系数有所提高.....	7
2、经济结构调整，工业用电占比有所下降.....	8
3、多重因素促进全社会用电量增速快速回升.....	8
4、高耗电行业产量持续增加拉动用电量增长.....	9
三、关停小火电影响明显，火电利用小时有望回升.....	11
1、新增装机维持高位，结构有所变化.....	11
2、关停小火电超预期，缓解火电压力.....	11
3、火电机组利用小时有望小幅回升.....	12
4、各区域及各省区 2010 年利用小时判断.....	13
四、煤价有望前高后低，电企煤炭产量增加.....	15
1、多重因素影响秦皇岛煤价快速回升.....	15
2、气候原因导致沿海运价大幅上涨.....	15
3、2010 年电煤合同谈判仍将在分歧中进行.....	17
4、电力企业加大煤炭投资力度加强上游控制力.....	17
5、煤价走势判断和对电力企业影响分析.....	18
五、全年跑赢大盘概率较大.....	19
1、09 年一季度之后开始明显跑输大盘.....	19
2、与秦皇岛煤价负相关程度较高.....	19
3、PE 和 PB 都有相对优势.....	20
六、重点推荐上市公司.....	22

图目录

图 1：电力消费增速及电力弹性系数.....	7
图 2：2009 年 1~10 月电力消费构成.....	8
图 3：第一产业用电弹性系数.....	9
图 4：第二产业用电弹性系数.....	9
图 5：第三产业用电弹性系数.....	9
图 6：居民用电弹性系数.....	9
图 7：主要高耗能产品产量当月增速.....	10
图 8：粗钢产量及单月增速.....	10
图 9：生铁产量及单月增速.....	10
图 10：十种有色金属产量及单月增速.....	10
图 11：水泥产量及单月增速.....	10
图 12：全国新增装机构成比较.....	11
图 13：全国新增装机及增速比较.....	12

图 14: 机组利用小时预测.....	13
图 15: 2009 年各区域累计用电负荷增速.....	13
图 16: 10 月份各区域用电负荷增速.....	13
图 17: 秦皇岛动力煤价格变动情况.....	15
图 18: 秦皇岛动力煤均价变动情况.....	15
图 19: 国内海运价格变动情况.....	16
图 20: 国际海运价格变动情况.....	16
图 21: 山西坑口价格变动情况.....	16
图 22: 坑口价与港口价差变动情况.....	16
图 23: 全国煤炭进出口情况.....	16
图 24: 澳煤 BJ 价格变动情况.....	16
图 25: 电力板块与沪深 300 最近一年走势比较.....	19
图 26: 电力板块与秦皇岛煤价最近一年走势比较.....	20
图 27: 各行业市盈率比较.....	20
图 28: 各行业市净率比较.....	21

表目录

表 1: 全国各区域最新电价水平.....	5
表 2: 招商证券对 2010 年宏观经济指标预测表.....	7
表 3: 全国及各省 2010 年利用小时判断.....	14
表 4: 五大发电集团煤炭发展规划比较.....	17
表 5: 主要火电公司控制煤炭资源比较.....	18
表 6: 重点公司盈利预测和投资评级.....	22

一、电价相对稳定，改革仍处试验期

我们分析，2010 年是“十一五”的最后一年，各项工作处于“收官”阶段，同时为“十二五”规划做准备，不太可能实施大规模的改革。根据国家发改委和国家电监会起草的《关于加快推进电价改革的若干意见（征求意见稿）》，2010 年可能在个别省份对大用户直购电、建立电力交易市场、核定输配电价等方面进行试点。

1、上网电价调整，联动机制逐渐顺畅

国家发改委 11 月 21 日公布的电价调整方案中，火电上网电价差异化调整，反映了燃料成本的变动，部分水电站的上网电价上调以反映建设成本的增加。我们判断，如果 2010 年燃料成本大幅上涨，电价调整将更加坚定地执行煤电联动政策，不会再出现 2008 年电价调整滞后的现象。

- ❑ **“煤电联动”仍是火电上网定价的主要方式。**通过 11 月的上网电价调整，全国各省的火电上网电价基本反映了燃料成本的变化，东部区域燃料成本下降的电厂上网电价下调，西部区域燃料成本上涨的电厂上网电价上调。在市场化定价机制完全建立之前，“煤电联动”仍将是主要的定价方式。
- ❑ **各省火电上网电价尽量向标杆电价靠拢。**在各省调价文件中，多次提到“标杆电价上调后，现行上网电价低于标杆电价的机组，同步上调。”“标杆电价下调后，现行上网电价高于标杆电价的机组，同步下调。”我们理解，国家有意使火电上网电价向标杆电价靠拢。
- ❑ **脱硫电价根据成本不同开始进行差异化定价。**由于煤炭的含硫量不同导致脱硫成本差异，本次调价中对一些省份的脱硫电价进行了调整，蒙东、吉林、黑龙江等省区脱硫电价下调为 1.3 分/千瓦时，重庆脱硫电价上调为 2 分/千瓦时，云南脱硫电价上调为 1.7 分/千瓦时。
- ❑ **短期内水电与火电实行“同网同价”较难，各省暂停执行“水电标杆电价”。**在本次电价调整钱，国家发改委曾经初步制定一些省份的水电标杆电价，但是在本次调价文件中，发改委表示：“由于水电项目开发的政策环境变化较大，新建水电暂停执行我委核定的水电标杆电价。”我们判断，由于各水电站移民、建设成本差异较大，水电站仍将按照成本单独核算电价。
- ❑ **成本增加推动水电上网电价上涨。**由于各种成本增加，国家发改委表示：“为促进水电站库区和移民安置区经济社会发展，缓解水电企业亏损严重、更新改造资金不足等问题，适当提高部分水电企业的上网电价。”国电瀑布沟水电站临时上网电价为 0.3 元/千瓦时，比四川原来的水电上网电价 0.28 元/千瓦时高出 2 分钱。
- ❑ **继续对新能源实施扶植政策。**为了促进节能减排和能源综合利用，在本次调价中维持了对新能源的扶持政策，并通过销售电价进行消化。据我们了解，目前生物质能上网电价在当地火电标杆上网电价的基础上另外加价 0.35 元/千瓦时。

表1: 全国各区域最新电价水平

序号	区域电网	火电脱硫上网 电价调价幅度	销售电价 调价幅度	上网电价 (未含脱硫)	脱硫加价	上网电价 (含脱硫)	输配电价	销售电价
1	北京	0.0000	0.0397	0.3657	0.015	0.3807	0.3140	0.6947
2	天津	0.0000	0.0335	0.3670	0.015	0.3820	0.2229	0.6049
3	河北北网	0.0000	0.0300	0.3714	0.015	0.3864	0.2118	0.5982
4	河北南网	0.0000	0.0299	0.3718	0.015	0.3868	0.1274	0.5142
5	山西	0.0100	0.0388	0.3103	0.015	0.3253	0.1640	0.4893
6	山东	0.0000	0.0328	0.3824	0.015	0.3974	0.1540	0.5514
7	蒙西	0.0000	0.0240	0.2699	0.015	0.2849	0.1042	0.3891
8	蒙东	-0.0020	0.0260	0.3389	0.013	0.3519	0.0319	0.3838
9	辽宁	-0.0038	0.0280	0.3750	0.015	0.3900	0.1853	0.5753
10	吉林	-0.0020	0.0280	0.3607	0.013	0.3737	0.1986	0.5723
11	黑龙江	-0.0020	0.0250	0.3650	0.013	0.3780	0.1869	0.5649
12	陕西	0.0120	0.0367	0.3270	0.015	0.3420	0.1513	0.4933
13	甘肃	0.0050	0.0201	0.2665	0.015	0.2815	0.1332	0.4147
14	宁夏	0.0000	0.0223	0.2533	0.015	0.2683	0.1554	0.4237
15	青海	0.0150	0.0202	0.2790	0.015	0.2940	0.0515	0.3455
16	新疆	0.0000	0.0000	0.2350	0.015	0.2500	0.2260	0.4760
17	上海	-0.0050	0.0360	0.4418	0.015	0.4568	0.2723	0.7291
18	浙江	-0.0087	0.0290	0.4420	0.015	0.4570	0.1774	0.6344
19	江苏	-0.0058	0.0310	0.4150	0.015	0.4300	0.2260	0.6560
20	安徽	0.0000	0.0272	0.3830	0.015	0.3980	0.1681	0.5661
21	福建	-0.0080	0.0332	0.3993	0.015	0.4143	0.1389	0.5532
22	湖北	0.0000	0.0320	0.4100	0.015	0.4250	0.1688	0.5938
23	湖南	0.0000	0.0270	0.4255	0.015	0.4405	0.1221	0.5626
24	河南	-0.0030	0.0345	0.3762	0.015	0.3912	0.1015	0.4927
25	江西	0.0020	0.0284	0.4070	0.015	0.4220	0.1438	0.5658
26	四川	0.0100	0.0224	0.3787	0.015	0.3937	0.1294	0.5231
27	重庆	0.0090	0.0320	0.3683	0.020	0.3883	0.2001	0.5884
28	广东	-0.0080	0.0190	0.4812	0.015	0.4962	0.2345	0.7307
29	广西	0.0000	0.0240	0.4207	0.015	0.4357	0.0752	0.5109
30	云南	0.0070	0.0228	0.3073	0.015	0.3223	0.1206	0.4429
31	贵州	0.0020	0.0261	0.3094	0.017	0.3264	0.1155	0.4419
32	海南	0.0032	0.0345	0.4250	0.015	0.4400	0.2382	0.6782
	平均	0.0008	0.0279	0.3634	0.015	0.3784	0.1641	0.5425

资料来源：招商证券研发中心

2、销售电价上调，有效传导成本上涨

通过 11 月份的电价调整，全国销售电价每千瓦时平均提高 2.8 分钱。这次调价，不仅将 2008 年第二次上网电价上调的 2 分钱传导出去，而且解决了电网企业其他方面多年积累下来的成本增加。

Ø 可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.1 分提高到每千瓦时 0.4 分。由于风电等可再生能源上网电量增加，电网且有购电成本增加，本次在销售电价进行了疏导。

Ø “一户一表”改造投资还本付息资金每千瓦时 0.2 分。由于全国各省都在大面积进行“一户一表”的改造，这次调价时销售电价全国普遍上调了 0.2 分/千瓦时，专门用于消化这部分成本。

3、电价改革试点，摸索改革经验

我们判断，2010 年将进行大用户直购电、双边交易、输配电价改革的试点，但是都只在小范围内进行，不会大面积推开。

- Ø **大用户直购电是改革重点，参与企业将逐渐增加。**09 年 6 月 30 日，国家电监会、国家发展改革委、国家能源局联合下发了《关于完善电力用户与发电企业直接交易试点工作有关问题的通知》，推进大用户直购电试点工作。在内蒙古、吉林、浙江等省区都已经开展试点工作。
- Ø **跨省直购电第一单完成。**2009 年 11 月 16 日，抚顺铝业有限公司与华能伊敏煤电有限责任公司 2009 年直接交易协议签字仪式在沈阳隆重举行，标志着全国首家电力用户与发电企业跨省直接交易试点工作开始进入实施阶段。
- Ø **福建、甘肃核准直购电输配电价，推动建立双边交易平台。**国家发改委 11 月 26 日就福建、甘肃两省电力用户与发电企业直接交易试点输配电价有关问题作出批复，原则上同意福建、甘肃两省上报的电力用户与发电企业直接交易试点输配电价标准。通过明确输配电价，建立交易平台，可以有更多的企业参与直接购电试点。

二、经济企稳回升，用电量稳步增长

在经济企稳回升的大背景下，预计 2010 年用电量仍将维持稳步增长。钢铁、有色、建材、化工四大高耗电行业用电量都将接近甚至超过 10%，工业用电将出现明显回升。我们判断 2010 年全社会用电量增速达到 7.5%，弹性系数将达到 0.7。

1、乐观看待 2010 年经济增长，电力弹性系数有所提高

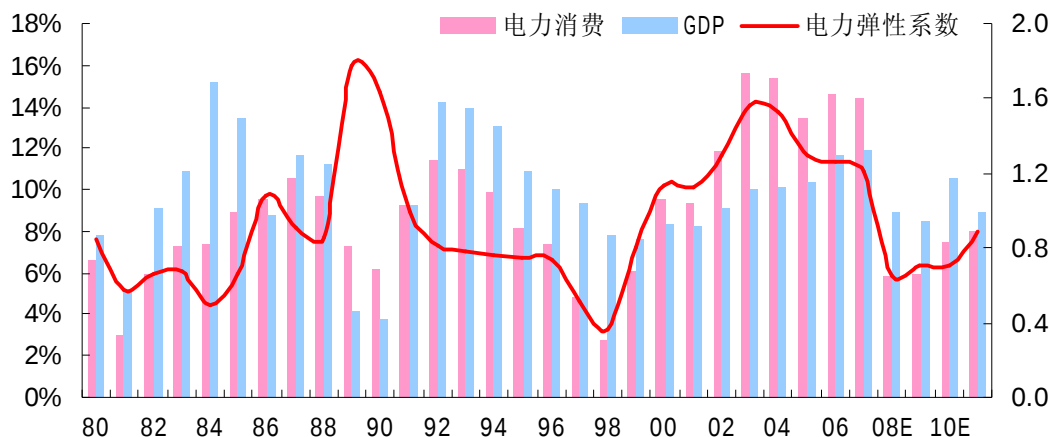
在货币和财政政策共同作用下，我国经济企稳回暖已成定局。招商证券预测 2009 年全国 GDP 增速达到 8.5%，2010 年 GDP 增速有望达到 10.6%，对未来经济增长持乐观态度。尽管各机构对 2010 年 GDP 增速预测存在一定差异，从 8.5%（国家信息中心）到 11.9%（高盛）不等，但是对中国经济仍将稳步上行的趋势判断是一致的。我们判断，2010 年电力消费弹性系数将在今年基础上有所提高。

表2：招商证券对2010年宏观经济指标预测表

	1Q2009	2Q2009	3Q2009E	4Q2009E	2009E	2010E
GDP	6.1	7.9	8.9	11.1	8.5	10.6
CPI	-0.6	-1.5	-1.3	0	-0.9	3
工业	5.1	8.9	12.3	18.5	11.2	16.2
投资	28.8	35.9	33	34	32.9	30
零售额	15	15.1	15.4	16.7	15.6	18
出口	-19.7	-23.5	-20.3	-4	-16.9	12
进口	-30.9	-20.5	-12	15	-12.1	18
PPI	-4.6	-7.1	-7.7	-3	-5.6	5
顺差	624.1	351	393	500	1868.1	1600
M2	25.5	28	29.3	28	28	18.5
M1	17	25	29.5	33	33	20
信贷余额	29.8	34.4	34.2	30	30	19
工业利润	-37.3	-15.5	6.5	60	3.4	23

资料来源：招商证券研发中心宏观组

图1：电力消费增速及电力弹性系数

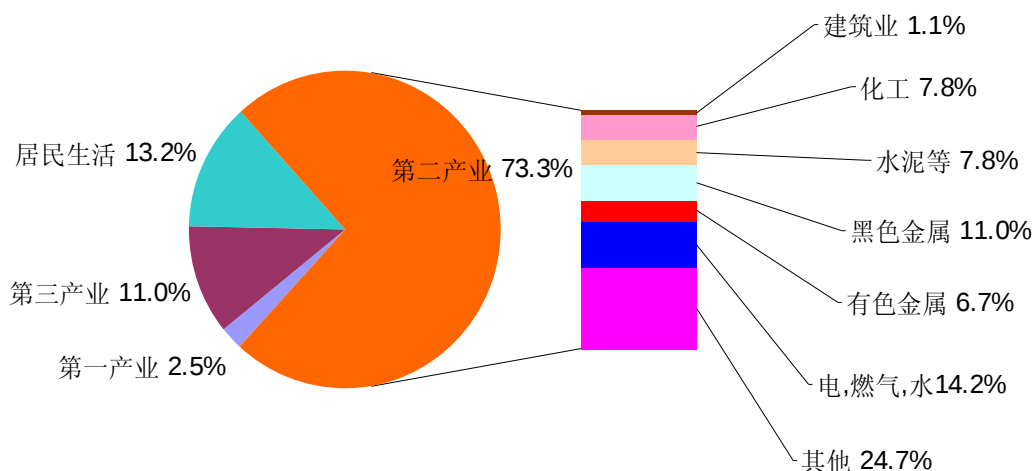


资料来源：招商证券研发中心

2、经济结构调整，工业用电占比有所下降

2008 年以来，由于工业用电增速从以前的 15% 左右下降到 4% 左右，而第三产业和居民生活用电仍然保持 10% 以上的增速，在用电构成中第二产业的用电量占比有所下降。我们判断，2010 年在居民生活用电和第三产业用电保持高速增长的同时，工业用电增速会出现快速恢复，成为拉动用电量增长的主要动力。

图2：2009年1~10月电力消费构成

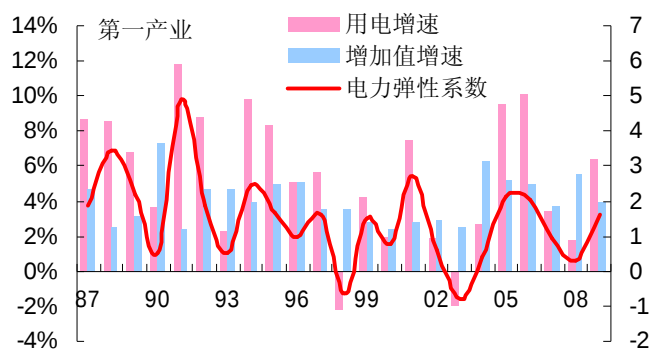


资料来源：招商证券研发中心

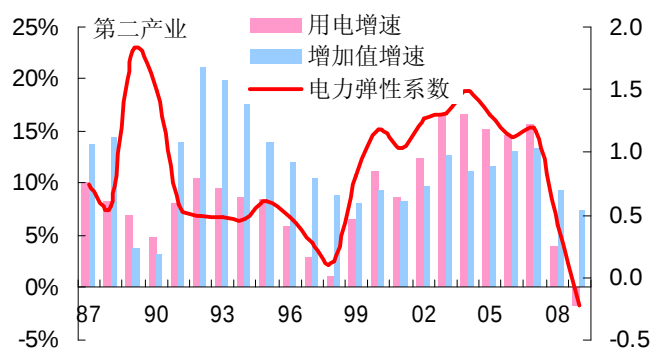
3、多重因素促进全社会用电量增速快速回升

我们判断，2010 年将是保证经济增长和促进经济结构调整共同进行。在被普遍看好的上游和下游产业，用电量将维持较快增速。加工和制造业在固定资产投资保持较高规模、出口逐渐恢复的背景下，会拉动第二产业的用电量快速恢复。总体来看，工业用电量增长是拉动全社会用电量增长的主要动力。

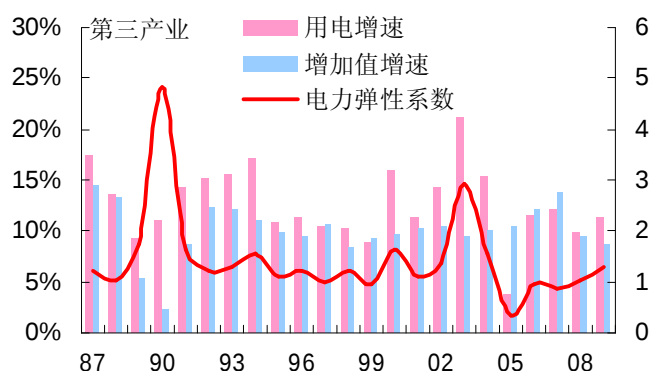
- ❑ **第一产业：**用电量在全社会用电量中占比较少，虽然 08 年受经济危机影响用电量增速仅为 2.5%，但是 09 年 1~10 月份用电量增长达到 7%，我们判断，2010 年第一产业用电量增速有望达到 9%。
- ❑ **第二产业：**用电量在全社会用电量中占比最大，08 年用电增速下降 12 个百分点至 4%。09 年 1~10 月份用电量增速刚刚转为正增长，轻工业和重工业分别为 -2% 和 0.6%。我们判断，2010 年第二产业用电量增速为 6%，轻工业和重工业增速为 4% 和 7%。
- ❑ **第三产业：**在国家扩大内需政策的支持下，服务业有望获得更快发展。销售电价改革有可能下调服务行业电价，与工业用电并轨，刺激第三产业用电增长。我们判断，2010 年第三产业用电量增速为 11%。
- ❑ **居民用电：**在城市化加速、惠农增策、家电下乡等因素共同作用下，城乡居民用电有望提速，我们判断，2010 年城乡居民用电量增速为 11.5%，居民用电在全社会用电量中的比重进一步提高。

图3: 第一产业用电弹性系数


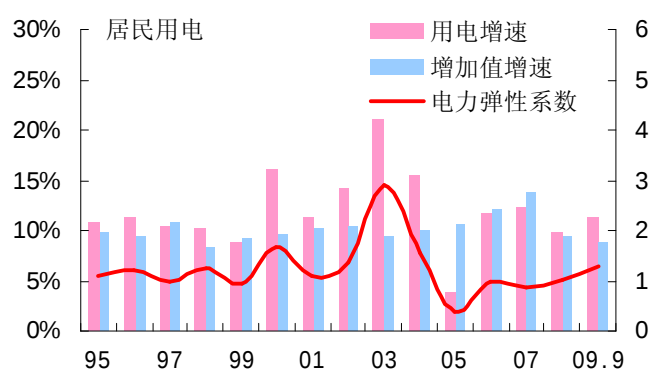
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图4: 第二产业用电弹性系数


资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图5: 第三产业用电弹性系数


资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图6: 居民用电弹性系数


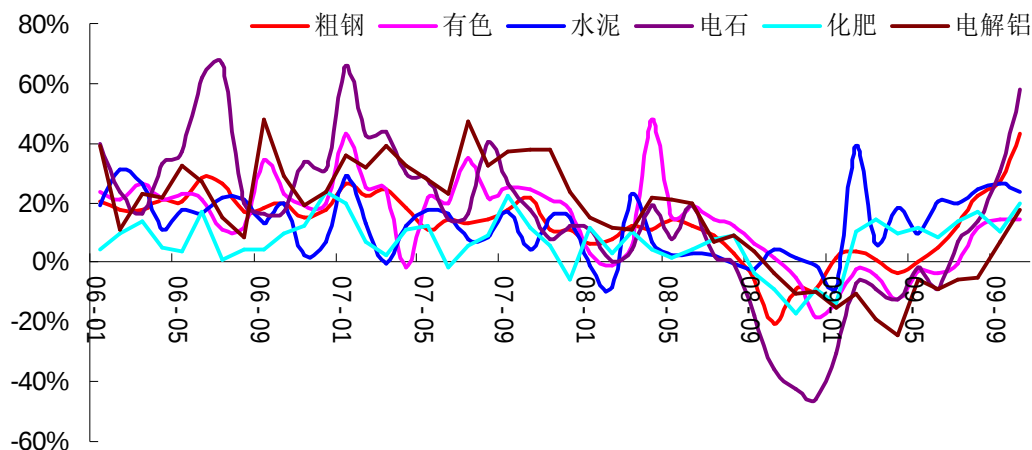
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

4、高耗电行业产量持续增加拉动用电量增长

在大规模的投资拉动下，主要高耗能产品的单月产量都创出历史新高。由于多数基础设施和房地产项目 2009 年才刚刚启动，预计 2010 年这些高耗能产品仍将维持较高增速。如果经济过热，政府可能出台宏观调控政策，抑制高耗能行业用电量过快增长。

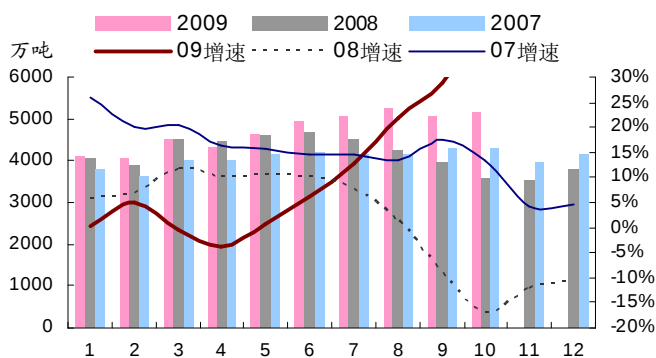
- Ø **钢铁行业**：10 月份粗钢产量达到 5175 万吨单月增速达到 42%，招商证券钢铁研究员判断 2010 年钢铁产量仍将有 10% 左右的增长。
- Ø **建材行业**：10 月份水泥产量增速接近 24%，产量达到历史新高，招商证券建材行业研究员判断 2010 年水泥产量增加 10% 左右，平板玻璃产量增速达到 5% 左右。
- Ø **有色行业**：10 月份十种有色金属和电解铝产量分别达到 250 万吨和 128 万吨，增速超过 15%，如果考虑上半年产量较低，招商证券有色研究员判断 2010 年全年有色产量增速在 5% ~ 8%。
- Ø **化工行业**：10 月份电石产量 136 万吨，比 9 月份最高点 148 万吨回调 12 万吨，但仍维持高位，反映了旺盛的市场需求。如果 2010 年月平均产量达到 135 万吨，全年增速将达到 8% ~ 9%。

图7: 主要高耗能产品产量当月增速



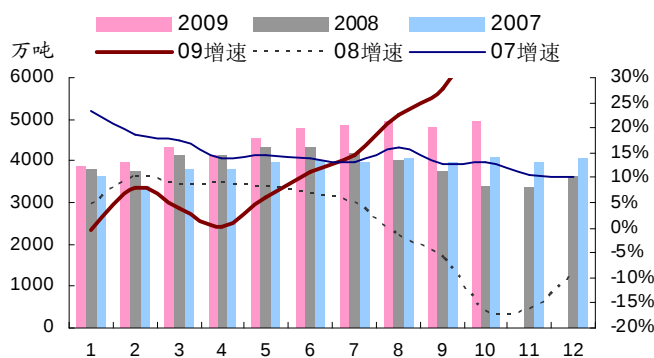
资料来源: 招商证券研发中心

图8: 粗钢产量及单月增速



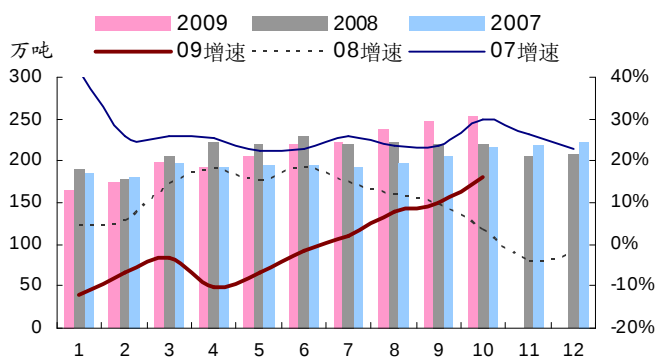
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图9: 生铁产量及单月增速



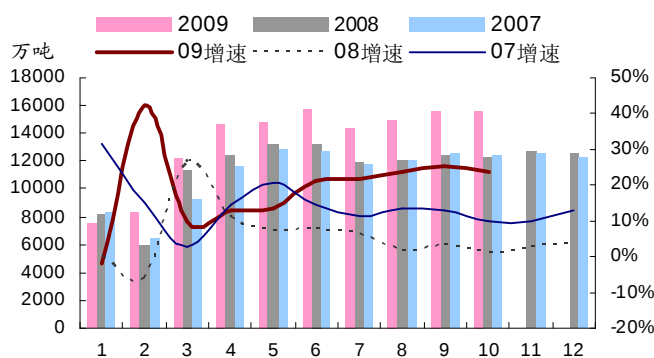
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图10: 十种有色金属产量及单月增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图11: 水泥产量及单月增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

三、关停小火电影响明显，火电利用小时有望回升

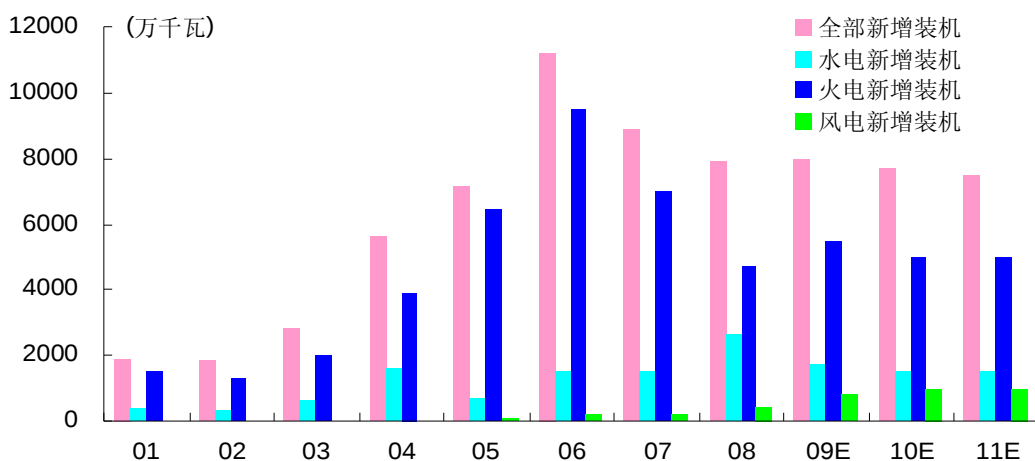
2009 年小机组关停容量预计超过 2500 万千瓦，约占全年新增装机容量的三分之一。全年实际装机增速预计为 7% 所有，2010 年用电量增长预计在 7.5% 左右，全部利用小时有望小幅回升，火电机组利用小时有望增加 1%。

1、新增装机维持高位，结构有所变化

在经历了一轮投产高峰之后，未来两年新增装机增速将出现回落，但是由于总装机容量规模大幅提升，新增装机绝对规模还将保持较高水平。2009~2011 年，新增装机规模预计分别为 8000 万千瓦、7700 万千瓦、7500 万千瓦。

- Ø **火电投产规模：**在火电利用小时大幅下降后，国家开始控制火电建设，目前除了“上大压小”和热电联产项目之外，常规火电项目一概不批。预计 09~11 年火电分别投产 5500 万千瓦、5000 万千瓦和 5000 万千瓦，增速在 5%~6% 的水平。
- Ø **水电投产规模：**汶川地震之后，水电项目审批开始收紧，政策不明朗。不过，已经批准的项目已经能够保证水电装机快速增长。预计 09~11 年火电分别投产 1700 万千瓦、1500 万千瓦和 1500 万千瓦，增速在 5%~6% 的水平。
- Ø **风电投产规模：**风电建设呈加速之势，五大集团都有庞大的风电建设规划。预计 09~11 年风电投产规模分别为 800 万千瓦、1000 万千瓦和 1000 万千瓦。

图12：全国新增装机构成比较



资料来源：招商证券研发中心

2、关停小火电超预期，缓解火电压力

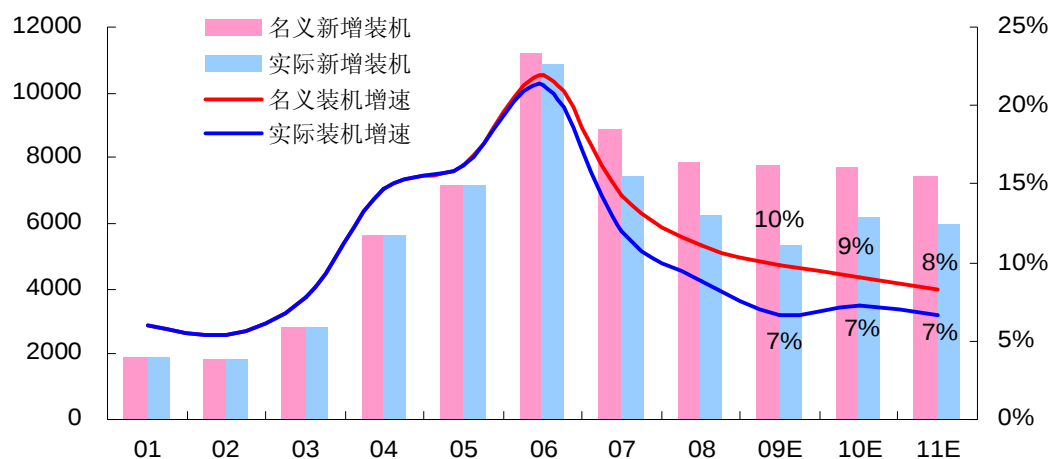
关停小火电机组能够达到两个目的：一是为了节能降耗，实现“十一五”单位 GDP 能耗下降 20% 的节能减排目标；二是为了缓解产能过剩的压力。今年 1~9 月份全国已经关停 2300 万千瓦小火电，“十一五”以来已经累计关停小火电机组 5700 万千瓦，提前

一年半完成“十一五”关停 5000 万千瓦小火电机组的目标。

推动小火电机组关停超预期的另一个重要原因是“上大压小”政策。国家发改委在批准火电项目时，如果是替代关停小火电机组的，可以走“绿色通道”，随报随批。但是如果是常规新建或扩建项目，审批程序会非常严格，时间会长很多。

2009~2011 年，我们保守预测小火电关停规模分别为 2500 万千瓦、1500 万千瓦和 1500 万千瓦。小火电关停对实际装机增速有较为明显的影响，考虑小火电关停因素比不考虑关停因素的装机增速会下降 1~3 个百分点。

图 13：全国新增装机及增速比较



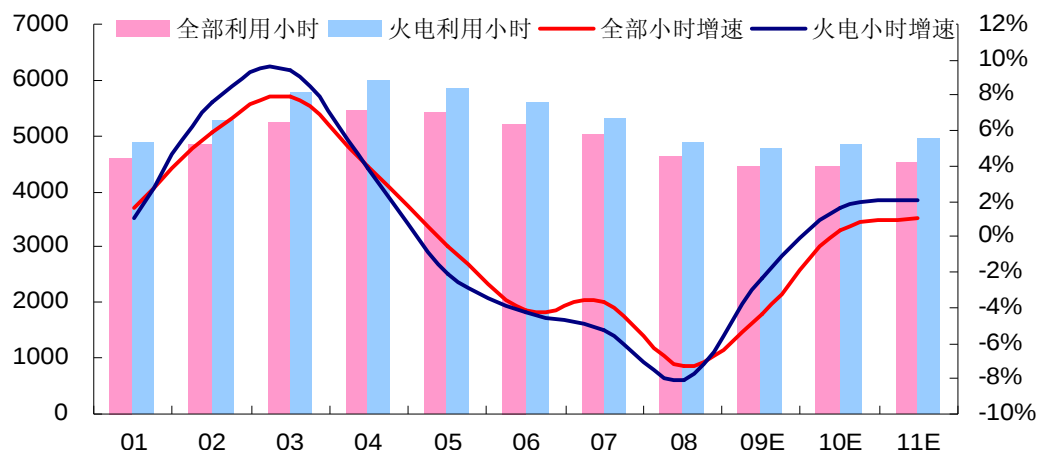
资料来源：招商证券研发中心

3、火电机组利用小时有望小幅回升

2009 年全国装机实际增速在 7% 左右，而我们预测 2010 年全国用电量增速在 7.5% 左右，高于装机容量实际增速，全国机组利用小时和火电机组利用小时都将有一定幅度的提升。

- Ø 假设水电利用小时保持多年平均水平，由于装机容量增加，2010 年发电量同比增长 8%~9%。
- Ø 核电机组利用小时多年来一直维持较高水平，平均在 7700 小时以上，按此计算，由于 2010 年预计投产的 2 台机组要到 2011 年贡献发电量，2010 年核电发电量基本上没有增长。
- Ø 风电装机增长很快，最近每年都有 1000 万千瓦左右的新增装机。虽然目前接入系统还不能完全落实，在利用小时上要打一定折扣，但是也不容忽视，我们按照平均 2000 小时/年计算风电的发电量。
- Ø 按照以上假设，2010 年全部机组利用小时增长 0.4%，火电机组利用小时增长 1%，同步实现见底回升。
- Ø 火电利用小时回升仍然存在不确定性。宏观经济增长低于预期、水电来水较多导致发电量大幅增加、2010 年火电机组上半年投产超预期，到可能造成火电机组利用小时不能如期回升。

图14: 机组利用小时预测



资料来源: 招商证券研发中心

4、各区域及各省区 2010 年利用小时判断

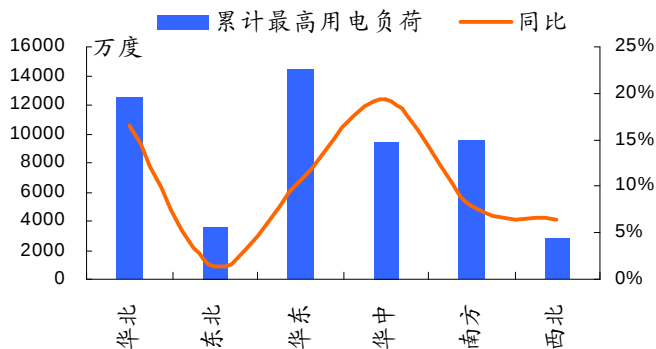
截止到 10 月底，六大区域电网累计用电负荷增速最高的为华中电网，增速达到 19%，增速最低的为东北电网，增速仅为 1% 左右。我们判断，由于迎峰度夏用电高峰已过，各区域电网全年用电负荷增长基本已成定局。

从 10 月份单月用电负荷增速与全年的对比，可以看出去年基数较低对今年增速的影响。西北地区受影响最为明显，虽然 10 月份单月用电负荷增速高达 25%，但是全年累计用电负荷增速仅为 6%。

2010 年我们相对看好南方、华东和华北的电力市场。东北和西北两个区域 09 年投产的大量新机组，对利用小时的回升构成极大压力。华中地区虽然装机增速明显回落，而且用电负荷增长较快，但是由于利用小时基数很低，即便有所回升，仍将处于较低水平。

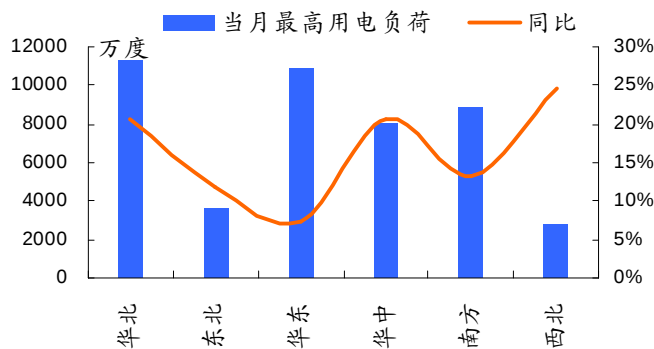
另外值得重视现象是，由于沿海地区火电机组 09 年盈利大幅回升，再次刺激了发电企业的投资热情，我们在调研中了解到，总装机容量 5000 多万千瓦的江苏省，目前已经核准和违规在建的装机容量达到 1800 万千瓦，这些机组全部投产后，将对火电机组利用小时构成极大压力。

图15: 2009年各区域累计用电负荷增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图16: 10月份各区域用电负荷增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

表3: 全国及各省2010年利用小时判断

	2008 年底装 机 (万千瓦)	09 年预计 装机增速	08 年利 用小时	09 年预计 利用小时	10 年预计 利用小时
全国合计	79253	7.4%	4677	4482	4486
北京市	621	0.0%	4243	4230	4547
天津市	753	17.7%	5286	4951	4524
河北省	3206	12.9%	5079	4933	4697
山西省	3596	12.4%	5264	4763	4556
内蒙古	4907	7.5%	4593	4250	4249
辽宁省	2261	9.4%	5253	4939	4853
吉林省	1339	21.6%	4214	3700	3270
黑龙江	1816	1.4%	4541	3925	4163
上海市	1681	0.3%	4870	4451	4769
江苏省	5434	3.3%	5155	5302	5100
浙江省	5311	6.4%	4645	4464	4508
安徽省	2567	8.7%	5255	4687	4636
福建省	2656	8.2%	4514	4145	4117
江西省	1324	2.8%	4007	3949	4132
山东省	5744	5.1%	4810	4823	4816
河南省	4518	7.8%	4643	4280	4270
湖北省	4321	1.2%	4358	4291	4557
湖南省	2490	8.7%	3719	3748	3706
广东省	5995	5.4%	4853	4636	4729
广西区	2410	2.1%	3932	3575	3763
海南省	279	14.0%	3977	3960	3733
重庆市	1115	1.7%	4036	3881	4101
四川省	3460	6.3%	3735	4524	4574
贵州省	2679	11.3%	4560	4892	4726
云南省	2577	10.8%	4442	4395	4263
西藏区	42	0.0%	3710	3800	4085
陕西省	1960	12.9%	4860	3960	3770
甘肃省	1449	11.3%	4875	4203	4058
青海省	786	26.7%	4113	4154	3524
宁夏区	836	15.2%	5749	4843	4520
新疆区	1120	5.5%	5080	4890	4983

资料来源: 招商证券研发中心

四、煤价有望前高后低，电企煤炭产量增加

在季节性用煤增加、订货会拉抬煤价、美元贬值，进口减少等因素的共同作用下，短期煤价有可能还会上涨。但是到了 2010 年下半年，随着小煤矿整合的结束、电力企业的煤矿陆续投产，市场将可能会预期 2011 年煤炭产能的大量释放和煤价下跌。

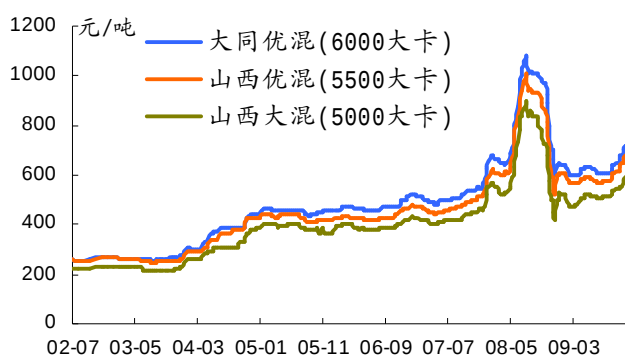
1、多重因素影响秦皇岛煤价快速回升

四季度以来，秦皇岛港口煤价出现明显上涨，5500 大卡的山西优混从 8 月底的 580 元/吨飙升至 700 元/吨，短期涨幅超过 20%。截至目前，秦皇岛三大主力煤种全年平均价格虽然较 2008 平均价格仍然低 20% 左右，但是 2007~2009 年的复合增长率已经达到 10%。

我们分析，导致近期秦皇岛煤价大幅上涨的因素主要有以下几方面：

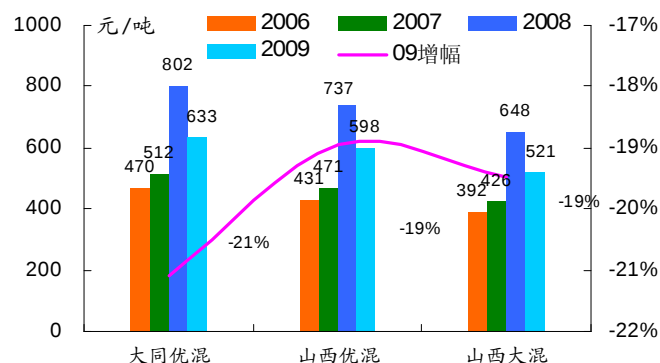
- ❶ **季节性因素**：每年 11 月到次年 2 月是我国冬季用煤阶段，煤炭需求旺盛，煤价通常会出现季节性上涨。
- ❷ **煤炭订货会因素**：据了解，主要发电企业和主要煤炭企业 11 月以来已经开始就 2010 年合同煤进行小规模谈判，煤炭企业有动力控制煤炭产量，推高市场煤价，为签订更高的合同煤价造势。
- ❸ **美元贬值因素**：受美元贬值影响，近期国际煤价和运价都出现了明显上涨，进口煤到岸价上涨较多，对国内的煤价形成一定的向上拉动作用。
- ❹ **进出口因素**：三季度进口煤炭出现大幅放量，压制秦皇岛煤价上涨，四季度由于国际煤价上涨，进口量有所回调，国内煤价开始上涨。

图17：秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

图18：秦皇岛动力煤均价变动情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

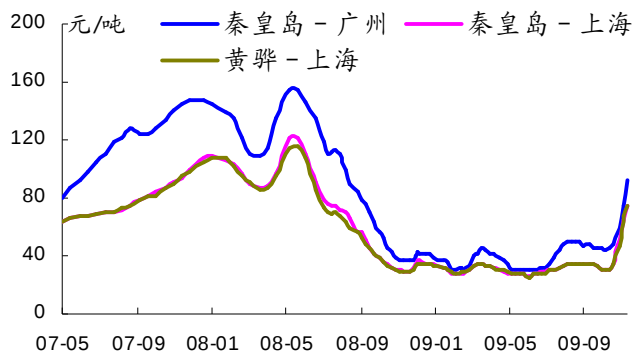
2、气候原因导致沿海运价大幅上涨

11 月份以来，受东部大部分地区大雾影响，秦皇岛等港口煤炭装卸船出现困难，船只压港现象明显。由于运力下降，沿海运价出现 100% 以上的涨幅，12 月初的运价较 7 月份运价最低谷时，更是出现 2 倍以上的涨幅。

我们分析，除了上述因素影响外，今年以来市场运费价格一直在年度合同价之下运行，运输企业面临下调合同运价的压力。2010 年全年的运输合同也已开始谈判，运输企业借此机会拉高运价，试图为 2010 年合同谈判创造一个好的谈判环境，也是合情合理的。

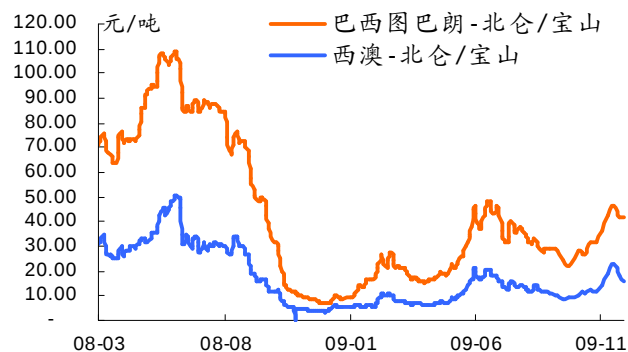
近期煤价和运价上涨对部分火电企业冲击较大。由于对市场供需形势较为乐观，部分沿海火电企业没有签订全年的电煤合同和煤炭运输合同，主要通过市场采购。我们判断，这部分企业四季度的盈利能力将收到一定影响，部分企业的利润有可能出现明显下滑，建议防范此类风险。

图19: 国内海运价格变动情况



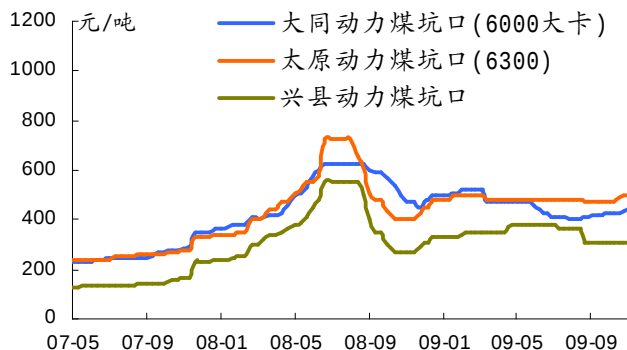
资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

图20: 国际海运价格变动情况



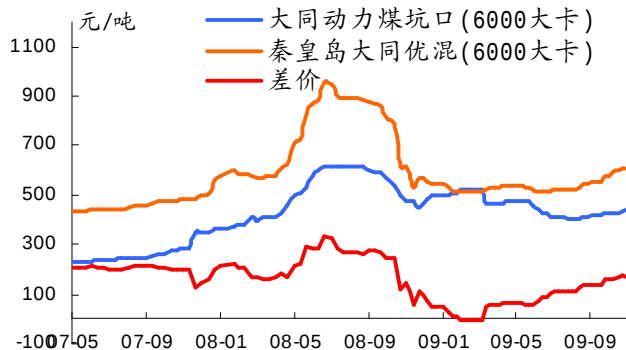
资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

图21: 山西坑口价格变动情况



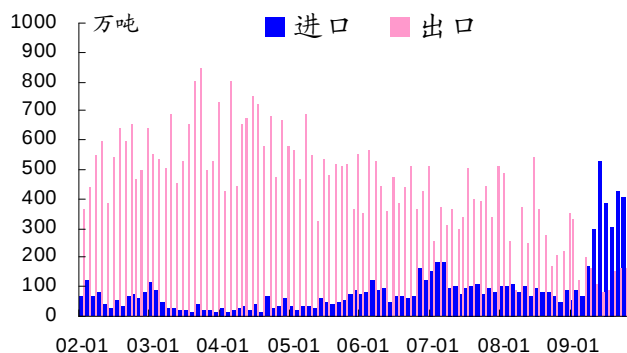
资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

图22: 坑口价与港口价差价变动情况



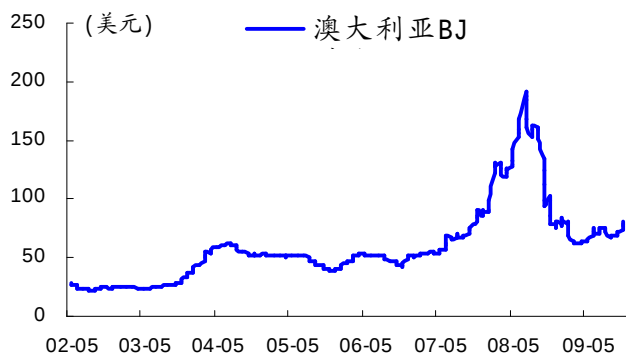
资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

图23: 全国煤炭进出口情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

图24: 澳煤BJ价格变动情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券研发中心

3、2010 年电煤合同谈判仍将在分歧中进行

2009 年电煤合同谈判出现明显分歧。沿海区域性火电企业如粤电力、穗恒运、深圳能源、申能股份等，根据自身的煤价和电价判断，确定能够有丰厚的利润，在年初就接受了神华、中煤 540 元/吨的报价，而且事实证明获益匪浅。而华能国际、大唐发电等全国性大型发电集团，从全国形势出发，年初拒绝签订年度电煤合同，一直拖到 9 月底才全部签完。

2010 年电煤合同谈判将以更加市场化的方式进行。根据 2009 年的经验，我们判断国家发改委在 2010 年电煤谈判中将更少干预电煤价格，鼓励发电企业和煤炭企业自主签订购煤合同。

2010 年电煤合同谈判仍将在分歧中进行，沿海电厂仍是最早的价格接受者。根据上市公司业绩和实地调研了解到的情况，我们判断沿海发电企业仍会最早接受煤炭企业的报价。虽然 11 月份沿海火电厂上网电价小幅下调，但是均在每千瓦时 1 分以下，相当于煤价涨幅不到 25 元/吨。如果 2010 年沿海运价保持 2009 年水平不变，按照煤炭企业的设想，煤价上涨 30~50 元/吨，我们判断沿海火电企业虽然利润收到一定影响，但是为了保证煤炭供应，锁定业绩，仍将是煤炭价格的最早接受者。

五大发电企业之间或将难以保持一致，也将出现分化。由于电厂区域分布不通，自身拥有的煤炭资源不同，对未来的煤价走势判断不同，我们判断，五大集团之间在 2010 年电煤谈判中很难再次保持 2009 年初统一的口径，个别电价承受能力强的企业有可能率先签订电煤合同，而极端不同的是，个别企业仍将减持大部分电煤通过市场采购的策略。

4、电力企业加大煤炭投资力度加强上游控制力

由于煤炭价格持续上涨，五大发电集团公司都认识到控制煤炭资源的重要性，并陆续投资煤炭行业。五大发电集团控制的煤炭资源规模巨大，年产煤规模都在几千万吨以上。这些产能，一部分在上市公司层面，例如大唐发电控制了大唐集团的主要煤炭产能，另外也有的在集团层面，例如华能集团。

五大集团的煤矿达产之后，不仅全国的煤炭供应量会提升，缓解煤炭供需紧张形势，更重要的是发电企业加大了在煤炭定价中的话语权，能够在部分地区通过自身煤炭供应平抑煤价涨势。

表4：五大发电集团煤炭发展规划比较

上市公司	上市公司煤炭资源
华能集团	2010 年可控煤炭产量 6000 万吨
大唐集团	2012 年煤炭产量 1 亿吨以上
华电集团	2013 年控参股煤炭产能 1 亿吨以上
国电集团	2010 年控制煤炭产能 1000 万吨，2020 年控制煤炭产能 3000 万吨
中电投集团	煤炭资源储备 80 亿吨以上

资料来源：招商证券研发中心

表5：主要火电公司控制煤炭资源比较

上市公司	上市公司煤炭资源
华能国际 (600011)	到 2010 年的主要目标是：发电装机容量超过 6000 万千瓦；煤炭可控供应能力 5000 万吨/年；港口煤炭储运、中转能力超过 4000 万吨/年，煤炭海运能力超过 3000 万吨/年。大股东华能集团规划 2010 年可控装机容量超过 1 亿千瓦，煤炭产能超过 6000 万吨/年。
国电电力 (600795)	2010 年，公司控股发电装机容量要超过 2200 万千瓦，年发电量超过 1000 亿千瓦时，控制煤炭产能超过 1000 万吨/年。2020 年，公司控股发电装机容量要超过 6000 万千瓦，控制煤炭产能超过 3000 万吨/年。
大唐发电 (601991)	已经拥有资源储量 200 亿吨以上，公司投资的煤矿预计总产能 2008~2012 年分别为 1000 万吨、2500 万吨、5000 万吨、8000 万吨和 1.4 亿吨。2012 年煤炭产量进入全国前 3 名。
华电国际 (600027)	大股东华电集团规划 2010 年控制煤炭资源储量 100 亿吨以上，控参股煤矿形成煤炭生产能力 4000 万吨/年，在建规模 4000 万吨/年，储运能力达到 2000 万吨/年，进入煤炭行业 30 强。
中国电力 (2380.hk)	大股东中国电力投资集团在收购我国五大露天矿之一的霍林河煤业集团公司后，成立了中电霍煤集团公司并控股。该公司 2005 年销售煤炭 1750 万吨，开工在建规模 3700 万吨。

资料来源：招商证券研发中心

5、煤价走势判断和对电力企业影响分析

我们判断，受前述各种影响因素共同作用，今年底至明年初煤炭价格还会小幅上涨，对电力企业经营形成一定压力。但是随着合同煤价敲定、取暖季节结束、美元不再贬值，国内煤价有望向供需关系回归。

招商证券煤炭研究员卢平博士预测，2010 年煤炭供需基本平衡，全国煤炭产量增速为 10.8%。而我们判断，全年火电发电量增速为 6% 左右，低于煤炭产量增速，因此电煤供应应该较为充足。

下半年开始对电煤的预期开始转好。最为重要的是，随着小煤矿整合的结束、电力企业的煤矿陆续投产，2010 年末市场将开始预期 2011 年煤炭产能的大量释放，预期煤价出现下跌趋势，这对电力企业将是明显的利好。

五、全年跑赢大盘概率较大

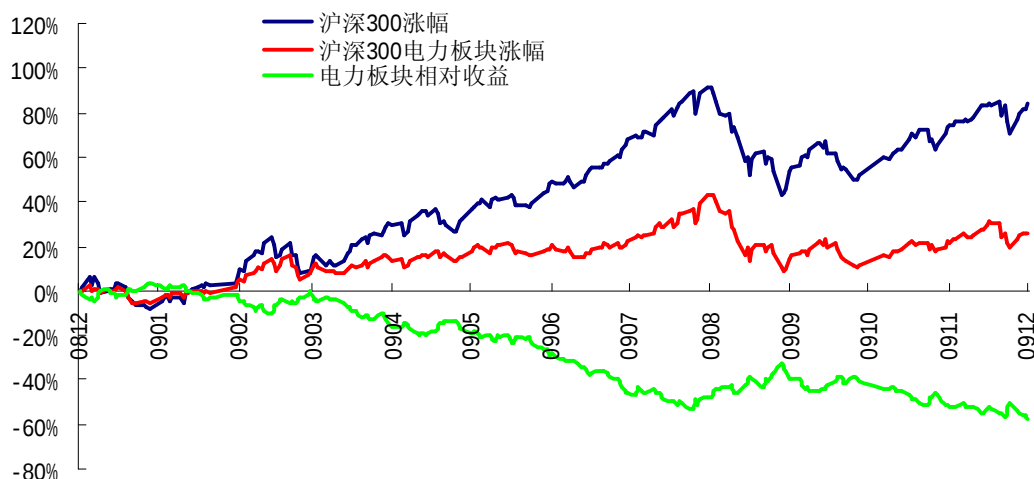
从目前这个时点来看，电力板块 PB 优势较大，PE 不明显。但是电力板块已经大幅跑输大盘 50 多个百分点，进入 2010 年后，起点较低，如果 2010 年下半年真的如我们所预测的，市场预期煤价下跌，电力板块大幅跑赢大盘的概率就非常大。

1、09 年一季度之后开始明显跑输大盘

09 年二季度以来，市场进入明显牛市阶段，电力板块也开始明显跑输大盘，而且，跑输的幅度越来越大。

- Ø 过去一个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 5.5 个百分点。
- Ø 过去三个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 18 个百分点。
- Ø 过去六个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 30 个百分点。
- Ø 过去一年，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 58 个百分点。

图 25: 电力板块与沪深 300 最近一年走势比较

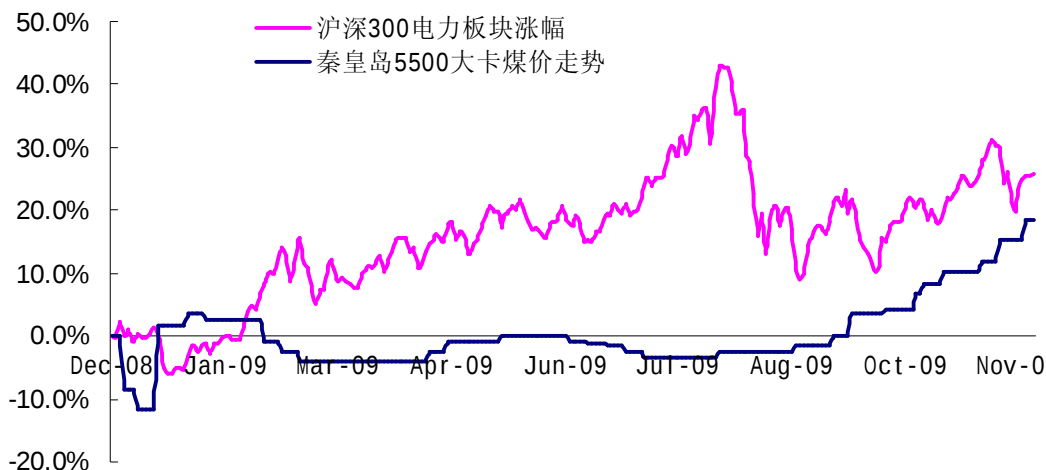


资料来源: wind, 招商证券研发中心

2、与秦皇岛煤价负相关程度较高

我们对一年来的电力板块走势和秦皇岛 5500 大卡山西优混的价格走势进行了比较，两者的走势负相关程度较高。从直观角度来看，虽然秦皇岛煤炭在全国煤炭供应中所占比重较小，但是作为一个“晴雨表”，对电力板块的投资或许具有一定的参考价值。

- Ø 2008 年 12 月份，煤价出现突然反弹，电力板块明显下跌。
- Ø 09 年 1 月至 3 月，秦皇岛煤价持续调整，电力板块出现一波小行情。
- Ø 09 年 8 月开始，煤炭价格第二次出现调整，电力板块上涨 20% 以上。
- Ø 10 月份以后，煤价出现持续上涨，虽然电力上市公司 3 季报非常靓丽，但是涨幅很小。

图26: 电力板块与秦皇岛煤价最近一年走势比较


资料来源: wind, 招商证券研发中心

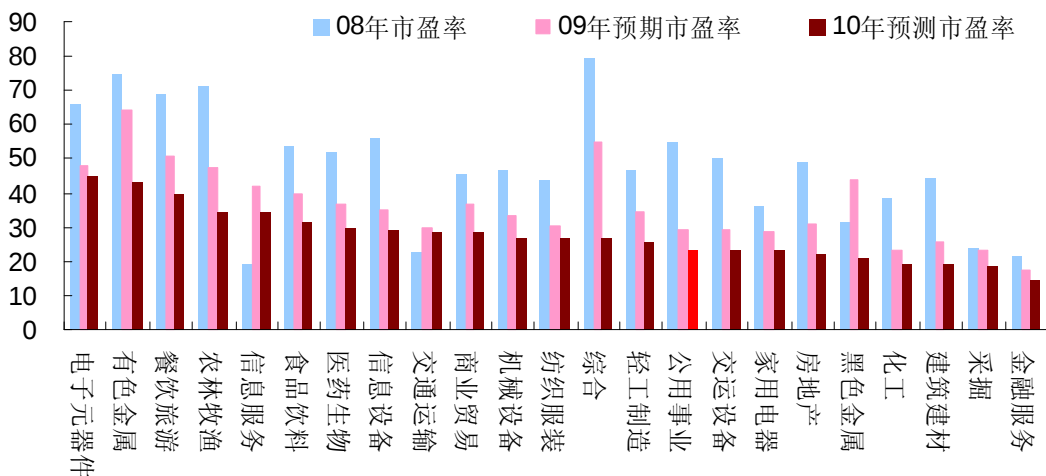
3、PE 和 PB 都有相对优势

按照 12 月 4 日的收盘价，我们对不同行业之间的 PE 和 PB 进行了比较。按照当前价格计算的 09 年预测市盈率和按照最新中报公布的每股净资产计算的市净率比较，电力板块估值整体估值处于中偏下的位置。

❶ 万得显示：电力行业 09 年预测市盈率为 29 倍，仅高于金融服务、采掘、化工和建筑建材。2010 年预测市盈率为 24 倍，高于金融服务、采掘、建筑建材、化工、黑色金属、房地产、家电和交运设备。

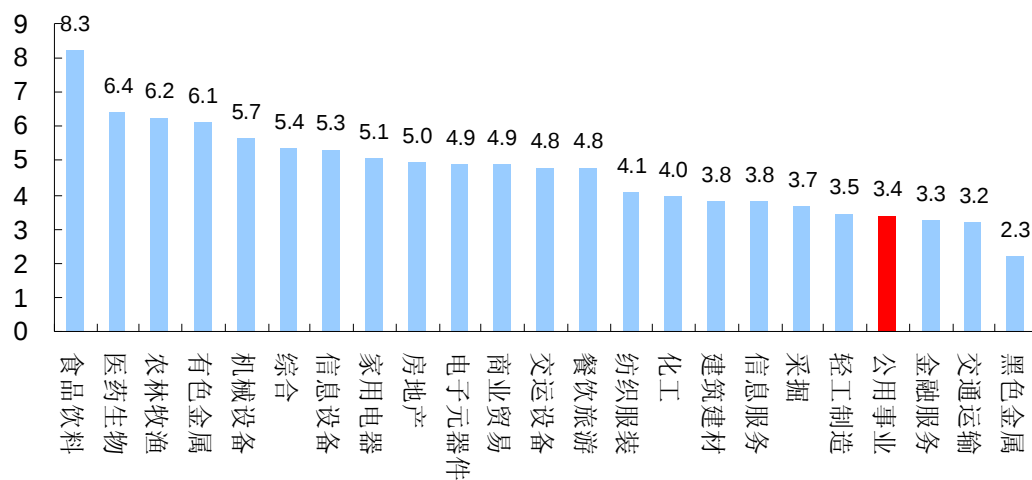
❷ 按照最新净资产计算，电力行业平均 PB 为 3.4 倍，高于钢铁、交运和金融服务业。

从目前这个时点来看，电力板块 PB 优势较大，PE 不明显。但是电力板块已经大幅跑输大盘 50 多个百分点，进入 2010 年后，起点较低，如果 2010 年下半年真的如我们所预测的，市场预期煤价下跌，电力板块大幅跑赢大盘的概率就非常大。

图27: 各行业市盈率比较


资料来源: wind, 招商证券研发中心

图28: 各行业市净率比较



资料来源: wind, 招商证券研发中心

六、重点推荐上市公司

2010 年将存在多样性的机会。从长期价值投资的角度出发，我们推荐装机增幅大的国投电力和国电电力，虽然短期可能表现一般，但是将时间拉长来看应该是长跑冠军。同时推荐对煤炭控制力逐渐增强的华能国际和内蒙华电，解决了煤炭困扰之后的火电公司盈利能力仍会很好。

- Ø 具有内生性或外延式高成长性的公司，建议长期持有。重点推荐内生性成长的代表国投电力，外延式增长的代表国电电力。
- Ø 对煤炭供应控制力逐渐增强的公司，在煤价上涨时优势明显。重点推荐通过集团保证煤炭供应的华能国际和自身拥有煤炭资源的内蒙华电。
- Ø 对煤价、运价业绩弹性大的公司，建议在煤价、运价下跌时买入。重点推荐深圳能源、华能国际、粤电力 A、宝新能源。
- Ø 重组、增发的公司，存在交易性机会。重点推荐将定向增发收购集团资产的吉电股份、定向增发投向新能源发电的凯迪电力。

表6：重点公司盈利预测和投资评级

类型	代码	名称	投资评级	股价	每股盈利			P/E			PB
					08	09E	10E	08	09E	10E	
水电	600900	长江电力	强烈推荐 A	13.6	0.41	0.50	0.70	33	27	19	3.6
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	8.1	0.02	0.30	0.35	364	27	23	3.5
	600795	国电电力	强烈推荐 A	7.3	0.03	0.34	0.45	248	22	16	2.5
	600011	华能国际	审慎推荐 A	8.3	-0.26	0.48	0.55	-	17	15	2.2
	000600	建投能源	审慎推荐 B	7.0	0.08	0.20	0.30	80	35	23	1.8
	600886	国投电力	审慎推荐 B	10.1	0.12	0.23	0.39	86	44	26	2.8
	000027	深圳能源	强烈推荐 A	14.0	0.41	0.98	0.90	30	14	16	2.1
火电	600642	中能股份	审慎推荐 B	12.2	0.20	0.61	0.68	60	20	18	1.9
	000539	粤电力 A	强烈推荐 B	8.3	0.02	0.46	0.53	390	18	16	2.1
	000690	宝新能源	强烈推荐 B	9.9	0.32	0.52	0.46	28	19	21	4.4
	601991	大唐发电	中性 A	9.5	0.02	0.12	0.20	496	79	48	3.3
	600396	金山股份	中性 B	9.1	0.07	0.14	0.30	134	65	30	4.1
	600863	内蒙华电	审慎推荐 B	7.9	-0.40	0.25	0.35	-	32	23	4.6
	600098	广州控股	审慎推荐 B	7.7	0.18	0.34	0.41	37	23	19	1.7
电网	600027	华电国际	审慎推荐 B	5.7	-0.28	0.20	0.29	-	29	20	2.2
	600995	文山电力	审慎推荐 B	8.7	0.37	0.30	0.39	21	29	22	5.4

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。