

日期: 2010 年 1 月 4 日

行业: 电力及电力设备行业



牛品
021-53519888-1911
niupin@sigchina.com

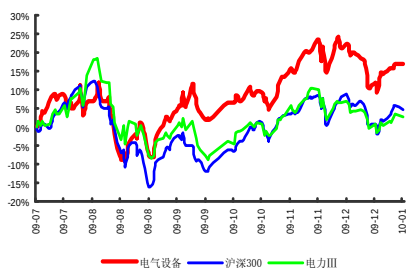
电力生产行业收入利润增长 (09 年 1-11 月)

销售收入 (亿元) 10,027.86
增长率 11.31%
利润总额 (亿元) 827.85
增长率 193.67%

电力设备行业收入利润增长 (09 年 1-11 月)

销售收入 (亿元) 28,025.00
增长率 6.92%
利润总额 (亿元) 1,588.11
增长率 20.42%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: NP10-MIT01

相关报告:

动力煤价涨 发电业受压

——2010 年 1 月电力及电力设备行业投资策略

■ 主要观点:

电力需求回升, 动力煤价格大幅上涨

11 月份全社会用电量同比增长 27.63%, 环比增长 4.77%。由于今年来水情况差于去年同期, 11 月份火电出力大幅增长。加之天气情况导致运输不畅, 11 月份动力煤价格大幅上涨。1 月份为冬季取暖高峰, 我们认为电力需求上升与动力煤价格持续上涨的态势在本月内不会改变。

电源投资、电网投资年底冲高

1-11 月份, 全国电源基本建设完成投资 2827 亿元, 同比增长 3.31%, 增速首次转正; 全国电网基本建设完成投资 2885 亿元, 同比增长 23.10%, 增速比上月提高 3.11 个百分点。我们认为, 11 月份电源、电网投资突然加速主要原因是年底将至, 各单位突击完成全年预算指标。同时, 我们预计 2010 年两电网投资增速将达到 26% 以上。

两行业业绩继续向好

1-11 月份, 发电行业利润总额同比增长 193.67%, 火电行业毛利率继续上升, 水电行业毛利率下降, 电网行业毛利率继续下降; 电力设备行业净利润总额同比增长 20.42%, 各细分行业毛利率基本保持稳定。

电力行业估值合理, 电力设备行业略有高估。

■ 投资建议:

评级未来十二个月内, 电力“中性”, 电力设备“有吸引力”。

2010 年电网投资方案在 1 月份定调, 本期我们建议重点关注智能电网, 如平高电气、特变电工、思源电气、荣信股份、置信电气等。我们预期动力煤价格继续上涨, 因此本期回避发电行业股票。

■ 数据预测与估值:

电力、电力设备行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
长江电力	600900	13.36	0.36	0.49	0.72	37.11	27.27	18.56	2.42	跑赢大市
国电电力	600795	7.38	0.03	0.34	0.36	246.00	21.71	20.50	2.61	跑赢大市
华能国际	600011	8.01	-0.30	0.46	0.58	-26.70	17.41	13.81	2.43	跑赢大市
粤电力 A	000539	7.83	0.01	0.45	0.49	783.00	17.40	15.98	2.25	跑赢大市
华电国际	600027	5.37	-0.42	0.21	0.28	-12.79	25.57	19.18	3.04	跑赢大市
东方电气	600875	45.09	0.20	1.92	2.53	225.45	23.48	17.82	13.75	跑赢大市
特变电工	600089	23.80	0.54	0.90	1.18	44.07	26.44	20.17	6.67	跑赢大市
思源电气	002028	26.88	1.24	2.05	1.18	21.68	13.11	22.78	4.27	跑赢大市
荣信股份	002123	37.70	0.58	0.88	1.23	65.00	42.84	30.65	6.77	跑赢大市
平高电气	600312	15.41	0.30	0.34	0.63	51.37	45.32	24.46	6.89	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 12 月 31 日收盘价

一、11 月份电力行业市场动态概述

1、工业用电量强劲回升

11 月份全社会用电量增长速度创年内新高,我们认为主要原因如下: 1) 08 同期基数较低, 08 年 11 月份是 08 年全年用电量最低月份; 2) 经济回升导致用电需求增加, 11 月份第二产业用电量同比增长 31.69%, 环比增长 6.81%。

分地区看, 宁夏、贵州、内蒙古、青海、广西、湖南、云南、河北、四川、辽宁、甘肃、湖北等高耗能地区用电量同比增速高于全国平均水平, 而沿海经济地区用电量同比增速相对较慢。

表 1 11 月全社会各行业用电量增速

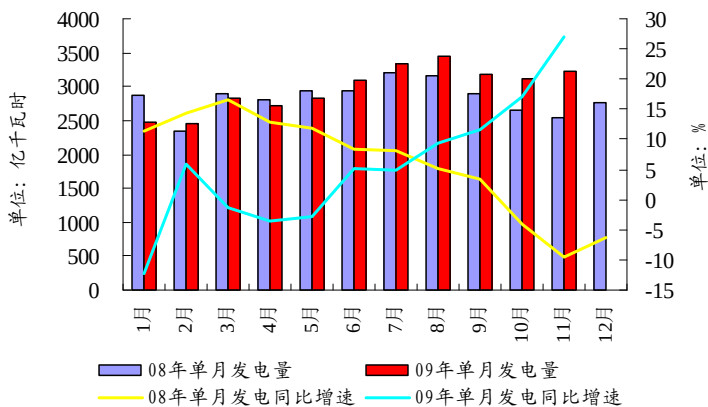
指 标	用电量 (亿千瓦时)	同比增速 (%)	环比增长 (%)
全社会用电量总计	3284	27.63	4.77
第一产业	73	14.91	0.07
第二产业	2517	31.69	6.81
第三产业	321	16.09	-1.86
城乡居民生活用电量合计	372	15.93	-1.29

数据来源: 能源局 上海证券研究所

2、火力发电大幅增长

11 月份, 水力发电 364.74 亿千瓦时, 同比大幅下降 23.30%, 环比下降 16.32%; 火力发电 2759.53 亿千瓦时, 同比增长 38.80%, 环比上涨 7.74%。火力发电的主要原因有两方面, 一是因为经济回暖用电量激增; 二是因为 09 年冬季来水较往年偏少, 水电出力大幅下降。

图 1 11 月份发电量继续上升



数据来源：中国电力新闻网 上海证券研究所

3、火电设备利用小时数降幅收窄

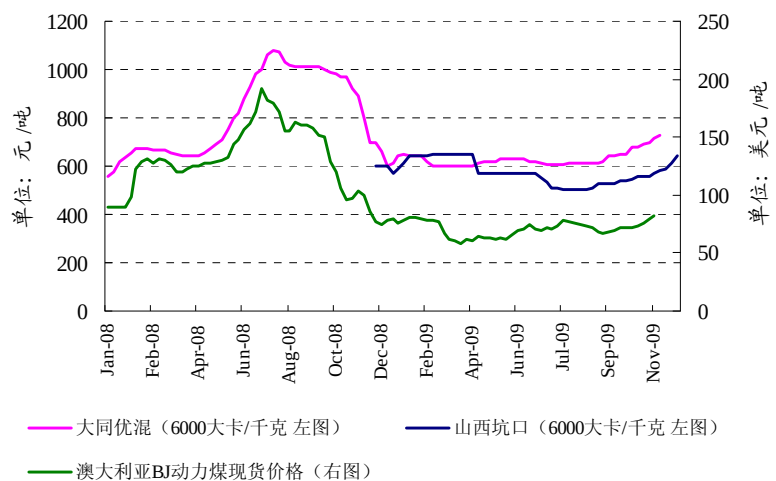
1-11 月份，全国发电设备累计平均利用小时为 4138 小时，比去年同期降低 189 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3165 小时，比去年同期减少 316 小时；火电设备平均利用小时为 4377 小时，比去年同期降低 130 小时。

4、国内动力煤价持续攀升

受火电出力增加以及恶劣天气共同影响，12 月份山西坑口动力煤价、秦皇岛港口动力煤价上涨幅度较大。其中，山西坑口 6000 大卡/千克动力煤本月上涨 65 元/吨，秦皇岛港口 6000 大卡/千克动力煤价本月上涨 100 元/吨。

国际方面，澳大利亚 BJ 煤本月上涨 4.59 美元/吨，12 月末达到 85.59 美元/吨。

图 2 国内动力煤价格环比上升



数据来源：中国煤炭资源网 上海证券研究所

5、合同煤价格符合预期

据媒体报道，五大电力集团及华润电力集团已与山西晋煤、潞安集团签署 2010 年重点合同价格，合同价格平均上涨 40 元/吨-50 元/吨。值得关注的是，河南电煤企业与电力企业签订重点合同价为 550 元/吨，上涨了 135 元/吨，较去年涨幅高达 25%。

我们认为，2010 年动力煤合同价格与市场价格将接轨。随着经济

回暖，动力煤价格将再次出现大幅增长，我们预计全年动力煤均价上涨 10%以上。

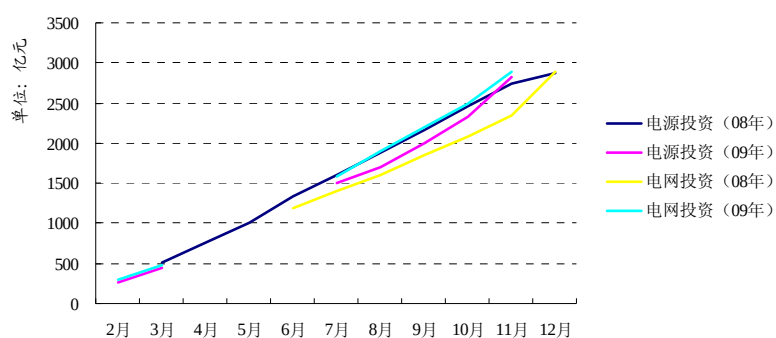
二、11 月份电力设备行业市场动态概述

1、电力投资增速提升

1-11 月份，全国电源基本建设完成投资 2827 亿元，同比增长 3.31%，增速首次转正；全国电网基本建设完成投资 2885 亿元，同比增长 23.10%，增速比上月提高 3.11 个百分点。

我们认为，11 月份电源、电网投资突然加速主要原因是年底将至，各单位突击完成全年预算指标。

图 3 电力投资年底冲关

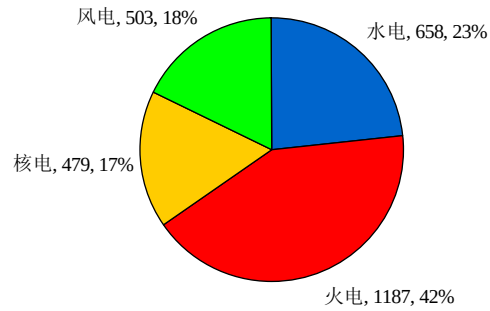


数据来源：能源局 上海证券研究所

2、电源投资向清洁能源建设倾斜

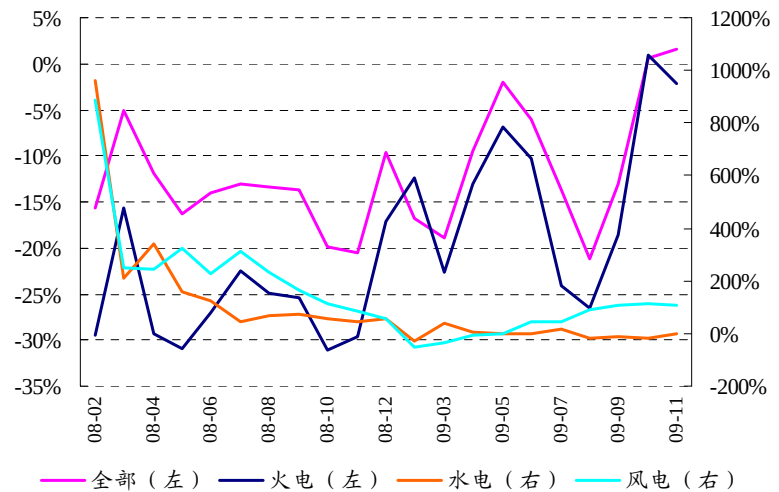
1-11 月份，全国新增生产能力（正式投产）6903 万千瓦，同比增长 1.58%，年内首次呈现正增长。其中，新增水电 1505 万千瓦，同比下降 2.27%；新增火电 4876 万千瓦，同比下降 2.17%；新增风电 520.45 万千瓦，同比增长 107.45%。

图 4 电源投资以可再生能源为主



数据来源：能源局 上海证券研究所

图 5 细分行业新增装机容量增速情况

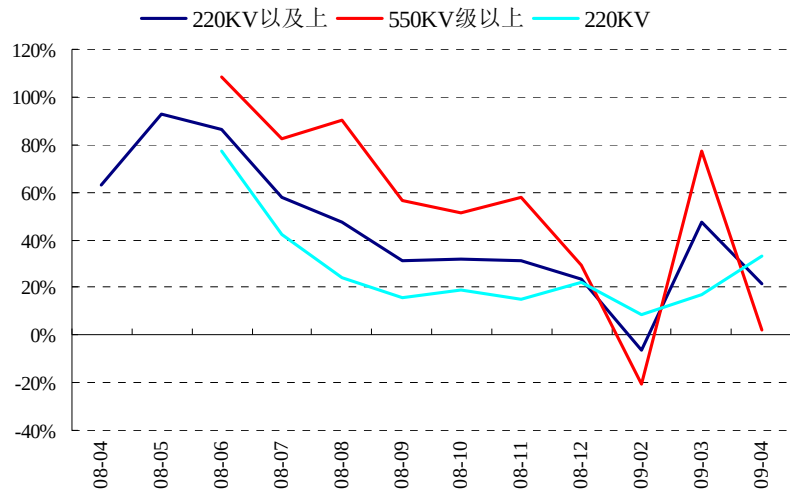


数据来源：能源局 上海证券研究所

3、220KV 等级投资增速更快

1-11 月份，全国新增变电容量 19102 万千伏安，同比增长 8.53%。其中，超高压、特高压新增变电容量 9400 万千伏安，同比增长 5.74%；330KV、220KV 合计新增变电容量 9702 万千伏安，同比增长 11.38%。

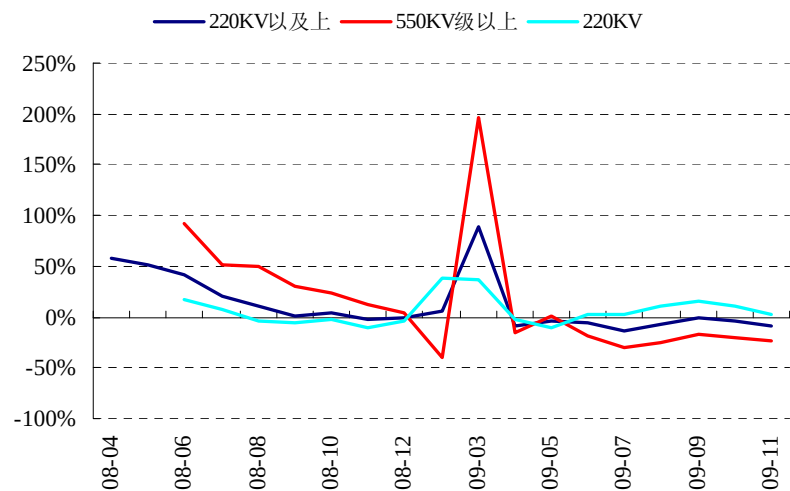
图 6 新增变电容量增速



数据来源：能源局 上海证券研究所

1-11 月份，全国新增输电线路 26509 万千米，同比下降 9.13%。其中，超高压、特高压新增输电线路 10155 万千米，同比下降 22.96%；330KV、220KV 合计新增输电线路 16354 万千米，同比增长 2.27%。

图 7 新增输电线路增速

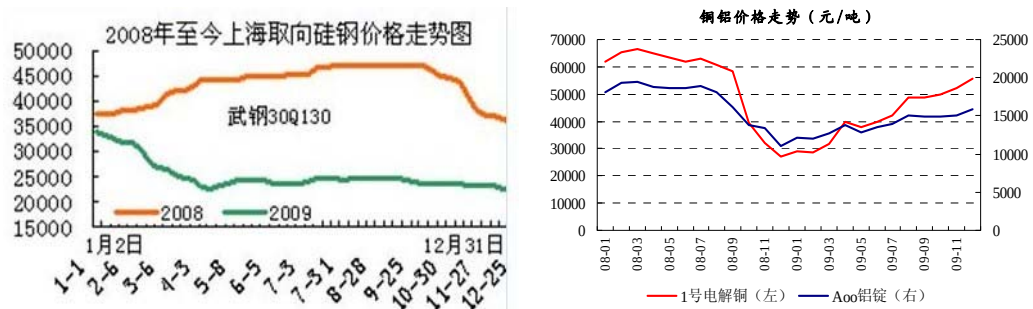


数据来源：能源局 上海证券研究所

4、原材料价格继续上涨

12 月份，受需求回升以及国际大宗商品价格走强影响，国内铜材、铝锭价格普遍出现上涨，取向硅钢价格保持稳定。其中，1 号电解铜均价同比上涨 7.07%，Aoo 铝锭均价同比上涨 5.79%。

图 8 钢铁、有色价格继续反弹



数据来源：联合钢铁网 Wind 资讯 上海证券研究所

5、重大技术装备自主创新指导目录出台

12月25日，工信部转发了《重大技术装备自主创新指导目录》，以下简称《目录》。《目录》共列出18个领域、240项装备产品。凡列入本《目录》的产品，可优先列入政府有关科技及产品开发计划，优先给予产业化融资支持，享受国家关于鼓励使用首台（套）政策；产品开发成功后，经认定为国家自主创新产品的，优先纳入《政府采购自主创新产品目录》，享受政府采购政策支持。

其中，清洁高效发电设备、超/特高压输变电成套设备等电力重大装备被包含在目录中。

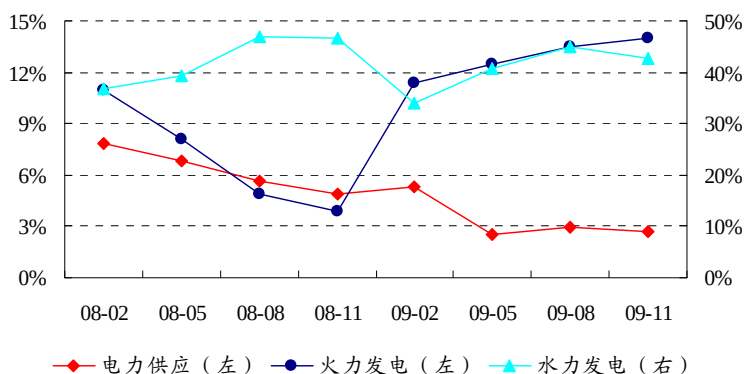
三、电力及电力设备行业

1、火电行业利润大增

2009年1-11月，火电行业营业收入同比增长9.98%，利润总额同比增长223.17%，毛利率继续上升到14.02%；水电行业营业收入同比增长10.86%，利润总额同比下降5.07%，毛利率下降到42.75%；电力供应行业营业收入同比增长8.96%，利润总额同比下降77.82%，毛利率下降到2.69%。

我们认为火电行业毛利率上升的主要原因是发电量上升带来的规模效应，水电行业毛利率下降的主要原因是枯水期到来，而电力供应行业营业毛利率下降的主要原因是电网购进火电比例升高。

图 9 火电行业毛利率继续上升



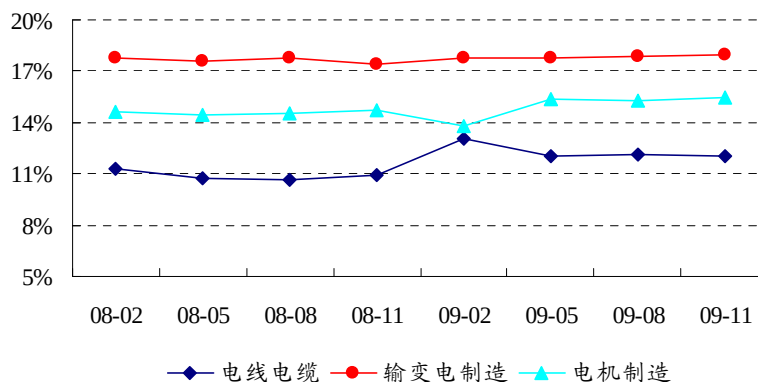
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2、电力设备行业毛利率基本持平

2009 年 1-11 月，输变电制造行业营业收入同比增长 11.61%，利润总额同比增长 17.30%，毛利率维持在 17.92%；电机制造行业营业收入同比增长 12.45%，利润总额同比增长 7.74%，毛利率维持在 15.50%；电线电缆行业营业收入同比增长 4.26%，利润总额同比下降 14.81%，毛利率维持在 12.04%。

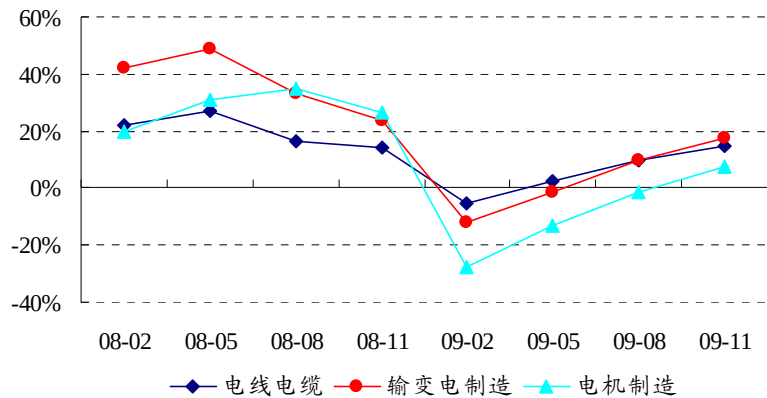
尽管大宗商品价格出现上涨，但我们发现三个季度以来电力设备行业毛利率基本持平，我们认为主要原因是电力设备产品生产周期较短，可以灵活调整售价。

图 10 电力设备行业毛利率基本持平



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 电力设备行业利润总额增速持续上涨



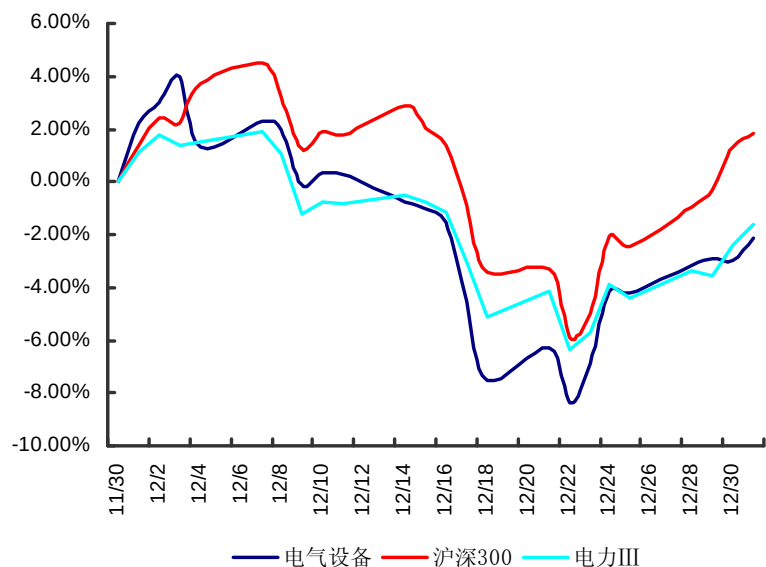
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、12 月份电力和电力设备行业走势

1、两行业基本大市同步

12 月份电力行业指数涨幅为-1.62%，电力设备行业指数涨幅为-2.10%，沪深 300 指数涨幅为 1.82%。电力行业、电力设备行业表现与沪深 300 指数基本同步。

图 12 12 月份电力行业、电力设备行业走势



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2、重点关注股票表现一般

除浙富股份以外，12 月份电力行业、电力设备行业重点关注股票表现一般。我们认为主要原因是电力设备行业前期涨幅较大、而电力行业股票缺乏催化剂。

表 2 重点关注公司 12 月表现情况

公司	本月涨跌幅 (%)	公司	本月涨跌幅 (%)
沪深 300 指数	1.82		
华能国际	-0.74	特变电工	-4.26
华电国际	-2.54	平高电气	-10.30
大唐发电	-2.69	东方电气	-3.03
国电电力	2.22	上海电气	-6.96
国投电力	-3.34	许继电气	-8.32
长江电力	-0.74	国电南自	-2.99
桂冠电力	-1.87	国电南瑞	1.28
粤电力 A	-3.57	荣信股份	1.59
中能股份	-1.04	思源电气	1.01
浙富股份	13.62	置信电气	-4.06

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

3、电力估值合理，设备估值略高

电力行业 TTM 市盈率为 32.92 倍，动态市盈率为 27.39 倍，市净率为 2.71 倍。电力设备行业 TTM 市盈率为 44.40 倍，动态市盈率为 37.16 倍，市净率为 6.56 倍。

按 12 月 31 日收盘价计算，沪深 300 指数 TTM 市盈率为 24.18 倍，动态市盈率为 21.98 倍，市净率为 3.39 倍。目前，电力行业估值与沪深 300 指数基本相当，电力设备行业估值较高。

从历史表现情况看，电力行业市盈率与沪深 300 基本同步，电力设备行业动态市盈率一般高于沪深 300 指数 16 左右。我们认为目前电力行业估值合理，电力设备行业估值略有高估。

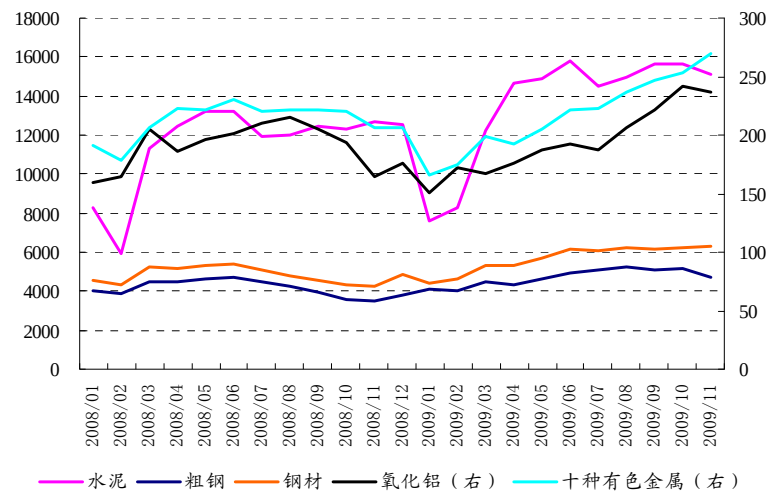
五、1 月份行业趋势展望

1、冬季用暖高峰来临

从高耗能产品产量来看，水泥、氧化铝产量环比下降，十种有色金属产量环比提高，钢材产量与上月基本持平。我们认为，随着全球经济回暖，电力需求亦将加大。1 月份为冬季取暖高峰期，预计居民

用电量将继续增长。

图 13 11 月份高耗能产品产量环比基本持平

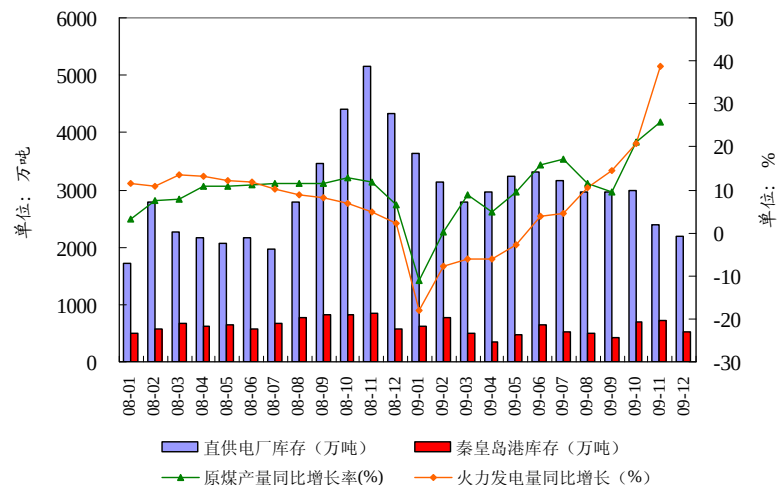


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2、需求增大电煤告急

12 月份煤炭产能继续释放,但火力发电量增长速度远高于原煤产量,加之天气情况不好导致运输不畅,多省份出现电煤告急,我们预计 1 月份全国动力煤价格将继续上涨。

图 14 火电增速远高于原煤产量



数据来源: 中国煤炭资源网 上海证券研究所

3、输变电设备订单依然高增长

从已完成订单情况看,输变电设备、风电设备增长速度依然维持较高的速度,而传统发电设备增长速度依然为负。我们维持原有判断,

输变电设备和新能源设备订单增长速度将维持在较高速度。

表 3 1-11 月电力设备行业已完成订单情况

指 标	1-11 月增速	1-10 月增速	上年同期增速
电力变压器	12.15	12.86	—
高压开关	28.81	27.33	—
钢芯铝绞线	38.55	35.33	20.08
水轮发电机组	-3.28	-5.56	-18.12
汽轮发电机组	-20.67	-20.28	3.84
风电机组	223.88	412.07	—

数据来源：中国工程机械联合会 上海证券研究所整理

六、1 月行业评级、策略及重点股票

1、维持电力行业“中性”评级

基于以下几点理由，我们暂时不调整电力行业评级。

- 1) 因电力需求增加，动力煤价格将继续上升，火力发电行业利润环比将出现下降。
- 2) 水电行业来水情况同比去年大幅下降，水电行业整体盈利状况难敌去年同期。
- 3) 电价改革方案 1 月份难以出台。

2、维持电力设备行业“有吸引力”评级

我们维持电力设备行业“有吸引力”评级，主要原因如下：

- 1) 电网公司加快智能电网建设，我们预计 2010 年电网投资将达到 26% 以上的增长速度。
- 2) 智能电网规划、“十二五”环保规划有望出台。

3、投资策略

2010 年电网投资方案在 1 月份定调，本期我建议重点关注智能电网，回避发电行业股票，建议关注平高电气、特变电工、思源电气、荣信股份、置信电气等公司。

附表 1 电力、电力设备行业相对估值比较（2009-12-31）

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PB
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
长江电力	600900	13.36	0.36	0.49	0.72	37.11	27.27	18.56	2.42
国投电力	600886	9.84	0.06	0.17	0.23	164.00	57.88	42.78	4.94
申能股份	600642	11.38	0.21	0.59	0.70	54.19	19.29	16.26	2.24
国电电力	600795	7.38	0.03	0.34	0.36	246.00	21.71	20.50	2.61
大唐发电	601991	9.05	0.07	0.12	0.22	129.29	75.42	41.14	4.15
粤电力A	000539	7.83	0.01	0.45	0.49	783.00	17.40	15.98	2.25
华电国际	600027	5.37	-0.42	0.21	0.28	-12.79	25.57	19.18	3.04
桂冠电力	600236	7.87	0.02	0.32	0.35	393.50	24.59	22.49	2.86
华能国际	600011	8.01	-0.30	0.46	0.58	-26.70	17.41	13.81	2.43
电力行业平均估值						258.16	31.84	23.41	2.99
东方电气	600875	45.09	0.20	1.92	2.53	225.45	23.48	17.82	13.75
许继电气	000400	22.80	0.07	0.34	0.68	325.71	67.06	33.53	3.90
荣信股份	002123	37.70	0.58	0.88	1.23	65.00	42.84	30.65	6.77
置信电气	600517	18.65	0.34	0.51	0.67	54.85	36.57	27.84	10.24
思源电气	002028	26.88	1.24	2.05	1.18	21.68	13.11	22.78	4.27
国电南自	600268	19.80	0.43	0.46	0.55	46.05	43.04	36.00	4.29
国电南瑞	600406	48.96	0.49	0.97	1.20	99.92	50.47	40.80	12.86
浙富股份	002266	32.70	0.84	0.88	1.16	38.93	37.16	28.19	5.36
平高电气	600312	15.41	0.30	0.34	0.63	51.37	45.32	24.46	6.89
上海电气	601727	9.62	0.21	0.23	0.24	45.81	41.83	40.08	5.38
特变电工	600089	23.80	0.54	0.90	1.18	44.07	26.44	20.17	6.67
电力设备行业平均估值						92.62	38.85	29.30	7.31

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

分析师承诺

分析师：牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。