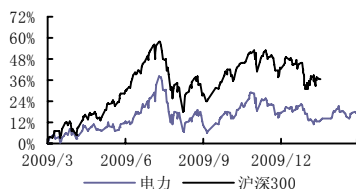


公用事业 - 电力

2010 年 3 月 25 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电力	0.14%	-0.06%	14.82%
沪深 300	0.99%	-4.72%	33.64%

代码	名称	6m%	YTD	评级
600795	国电电力	11.93	18.88	买入
600863	内蒙华电	11.57	75.90	增持
600027	华电国际	0.20	-2.18	增持

相关报告

《关注平淡中的业绩增长点》2009.12
《复苏趋势延续，关注确定性增长》2009.9
《行业步入复苏，关注质优先行者》2009.6
《复苏尚需时日，业绩低谷回升》2009.3

顾静

(0755)83199599-8206
gujing@csc.com.cn

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

在分化中寻找“主题 + 业绩增长”

—2010 年 2 季度电力行业投资策略

评级： 中性

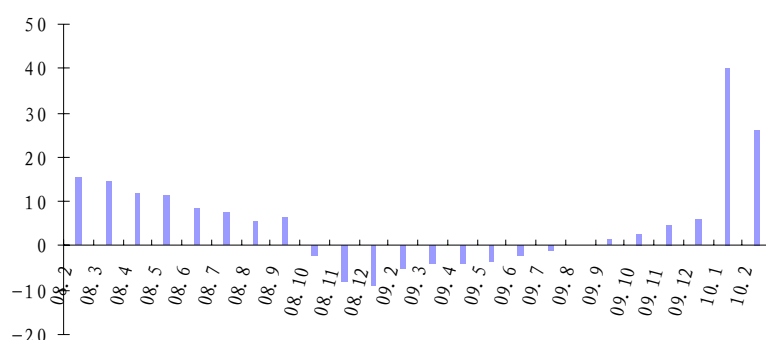
- **用电需求进入较高增速阶段。**1-2 月，全国用电量累计为 6264 亿千瓦时，同比增长 25.95%，增速创近年新高，同期低基数、年初寒冷天气，用电需求恢复均是影响要素。由于 09 年上半年全社会用电增速为负增长，且幅度逐渐收窄，今年用电量增速将呈现“前高后低”，预计二季度累计增速约为 11% 左右。
- **水火两重天，火电利用率提升明显。**1-2 月，火电发电量累计同比增长 26.82%（去年同期降幅达 7.78%），水电受累旱情，发电量累计同比下降 7.2%（去年同期增速达 25.51%）。根据中央气象台预测西南旱情或持续至 5 月，春夏连旱，我们认为水电 2 季度发电量不容乐观，火电将继续多发，利用率将得到较大改善，预计有望回升至 08 年水平。
- **煤价短期回落，同比涨幅有望收窄。**秦皇岛主要煤价较年初均出现下跌，平均跌幅约为 14%；煤炭库存上升、运力价格下降均对煤价上涨造成制约；预计二季度市场煤炭价格将回落至 09 年 4 季度平均水平，同比上涨幅度为 15% 左右，较 1 季度同比涨幅（约为 30%）收窄。综合考虑煤炭新增产能释放、运力改善与火电多发、下游行业需求恢复对煤炭价格的支撑等因素，保守估计 2010 年综合煤炭价格涨幅在 10% 左右。
- **电价改革或适时而动。**今年的《政府工作报告》两次提到了资源性产品价格改革，我们认为，目前经济企稳回升，为推行资源价格改革提供了良好基础。此次西南各省旱情可能引发对电力资源等价格的重视，“水火同价”、“煤电联动”有望启动。
- **估值与投资策略：**目前行业整体估值优势不明显，考虑煤炭价格上涨，一季度火电行业重陷亏损概率较大，加之水电受旱情影响较大，行业整体业绩不容乐观，给予行业“中性”评级；预期受区域用电增速、水电占比、发电机组投产、燃料等因素影响不同，行业内公司业绩情况将出现分化，我们认为兼有主题性投资机会和业绩增长有保障的火电公司更值得关注，如国电电力（600795）、内蒙华电（600863）。
- **风险提示：**1) 煤炭价格涨幅高于预期；2) 宏观经济增长及政策的不确定性；3) 旱情影响预期与实际偏离较大。

用电需求：进入较高增速阶段

1-2 月, 全国用电量累计为 6264 亿千瓦时, 同比增长 25.95%, 增速创近年新高, 同期低基数、年初寒冷天气, 用电需求恢复均是影响要素。

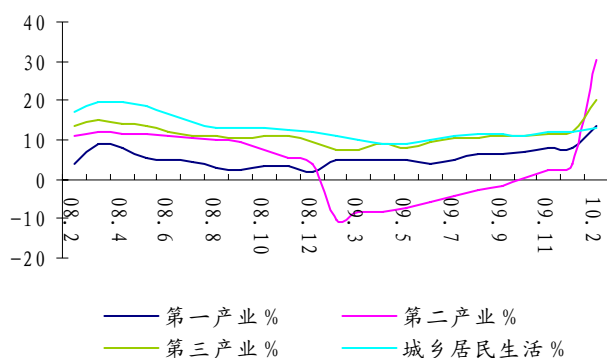
分产业来看, 第二产业用电增速较快, 累计同比增长 30.62 个百分点; 此外第一产业、第三产业及城乡居民累计用电同比增速亦扩大, 分别为 13.36%、20.15%、12.18%。

Figure 1 全社会用电量增速情况



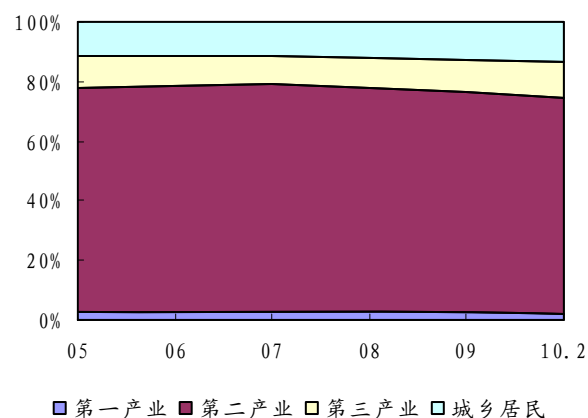
资料来源: 中电联、世纪证券研究所

Figure 2 三大产业用电量累计增速



资料来源: 中电联、世纪证券研究所

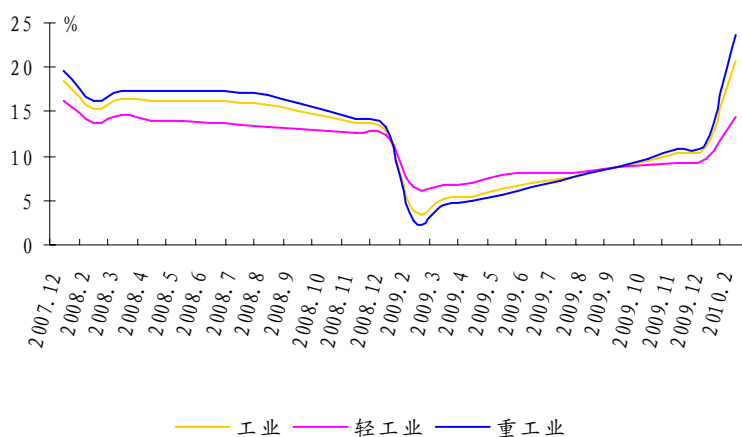
Figure 3 三大产业用电结构



资料来源: 中电联、世纪证券研究所

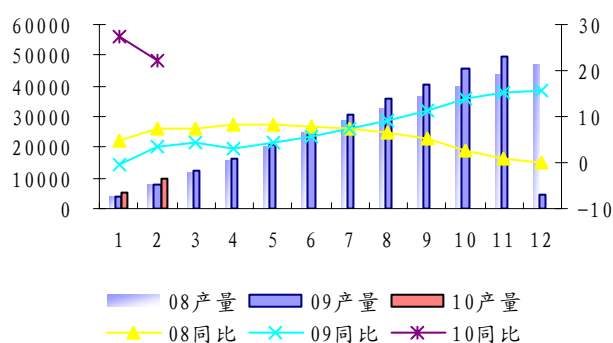
工业增加值同比增速创近年来新高, 下游高耗能行业 (化工、非金属、黑色金属、有色金属及电力) 产量大幅增长, 也验证了第二产业用电量的回暖及经济的复苏。其中 1-2 月, 工业增加值累计增速为 20.7%, 其中重工业增加值累计增速为 23.70%。全国生铁产量累计同比增速为 22.3%; 十种有色金属产量累计同比增速为 39.33%; 水泥产量累计同比增长 26.52%。

Figure 4 工业增加值累计同比增速



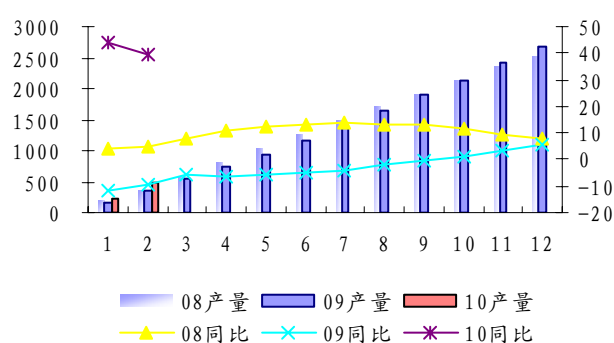
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 5 全国生铁累计产量及增速 单位: 万吨



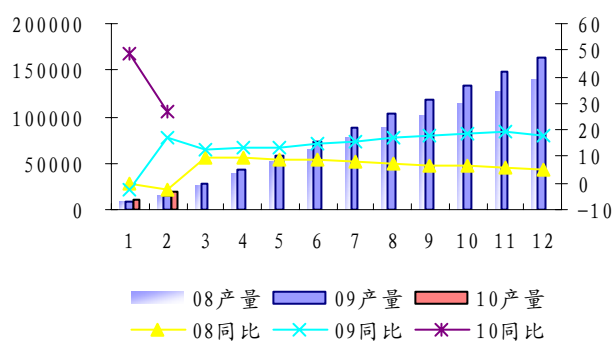
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 6 全国十种有色金属累计产量及增速 单位: 万吨



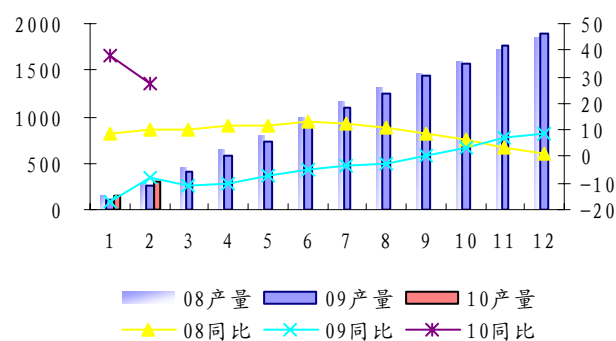
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure7 全国水泥累计产量及增速 单位: 万吨



资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figur8 全国烧碱累计产量及增速 单位: 万吨

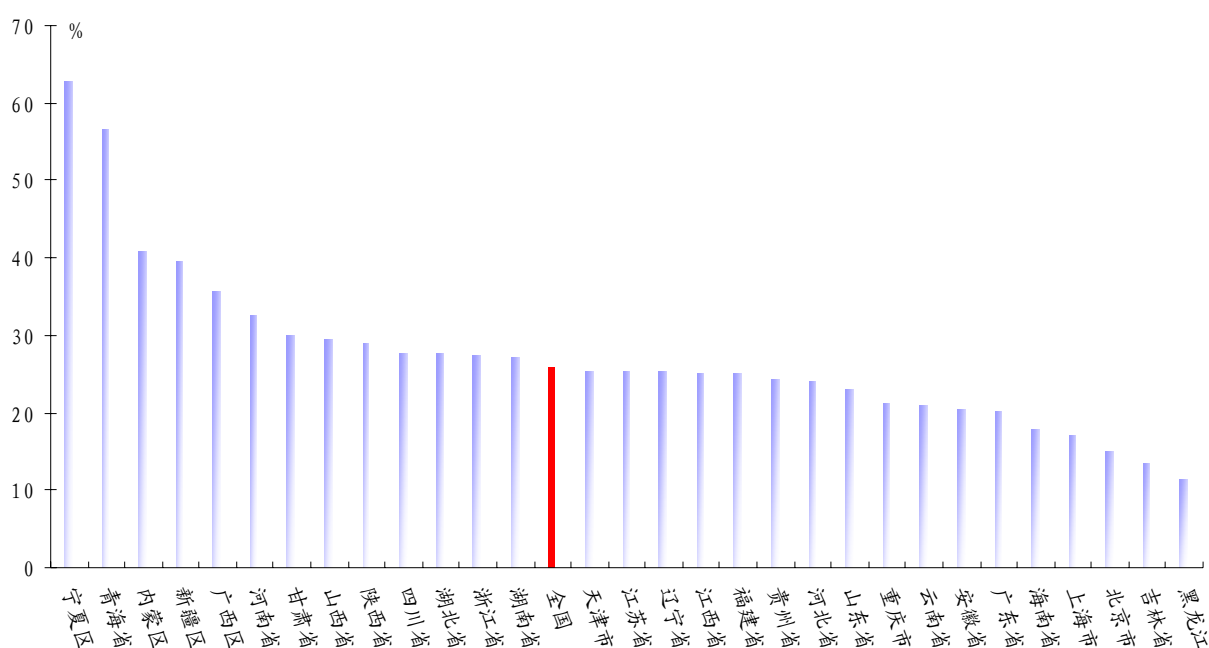


资料来源: Wind、世纪证券研究所

分区域来看，高耗能、受益于产业转移的中西部地区用电量增速高于全国平均水平。其中高耗能地区增速大幅增加于去年同期低基数相关，如宁夏、青海累计同比增幅均大于 50%；东部地区，由于外贸出口恢复情况有限，仅浙江用电量增速略高于全国平均水平。

由于 09 年上半年全社会用电增速均呈现负增长，且降幅逐渐收窄，考虑低基数及用电需求的回暖，预计今年上半年全国用电量逐月累计同比增速将递减，呈现“前高后低”。我们预计 2010 年全年用电增速为 7% 左右；二季度累计增速约为 11% 左右。

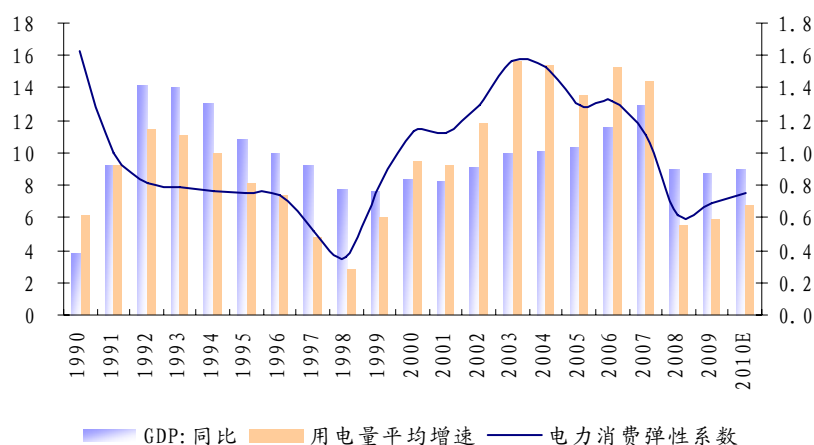
Figure 9 各地区用电累计增速情况（2010.1-2 月）



资料来源：中电联、世纪证券研究所

资料来源

Figure10 GDP 与电力需求增速预测



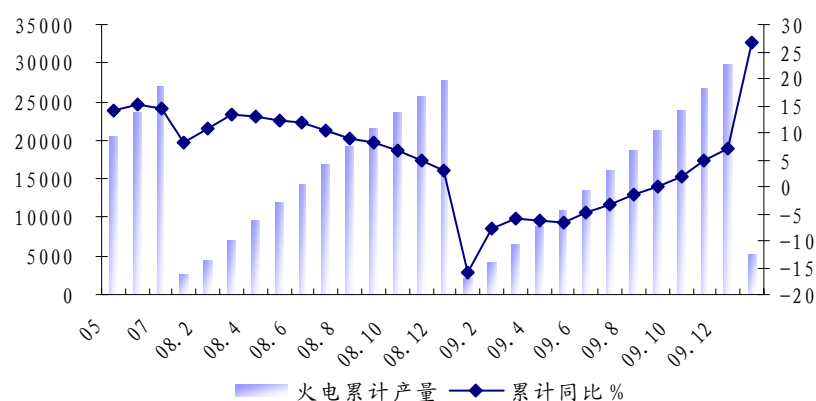
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

水火两重天，火电利用率提升明显

受旱情影响，水火两重天

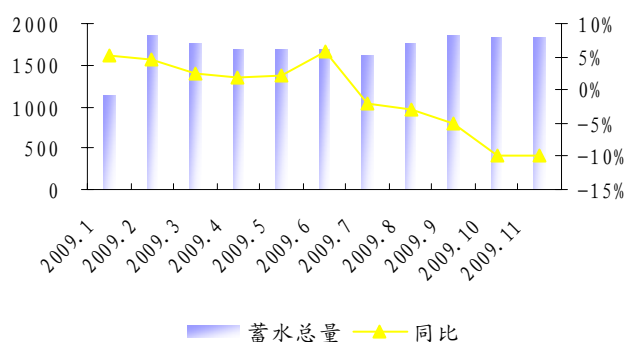
水电受累旱情，与火电发电增速形成鲜明对比。1-2 月，火电发电量累计 5230 亿千瓦时，同比增长 26.82%（去年同期降幅达 7.78%），水电发电量累计 562 亿千瓦时，同比下降 7.2%（去年同期增速达 25.51%），降幅进一步扩大。

Figure 11 火电企业发电量增速



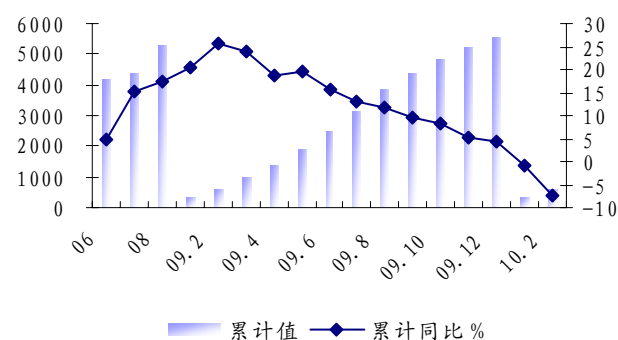
资料来源：中电联、世纪证券研究所

Figure 12 2009 年全国大型水库蓄水同比及历史同期平均比



资料来源：中国水文信息网、世纪证券研究所

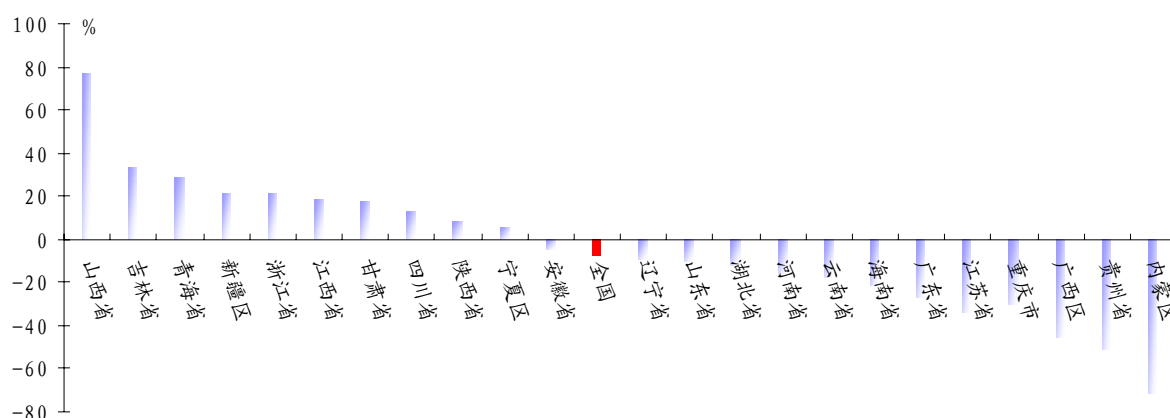
Figure 13 水电机组发电量增速



资料来源：Wind、世纪证券研究所

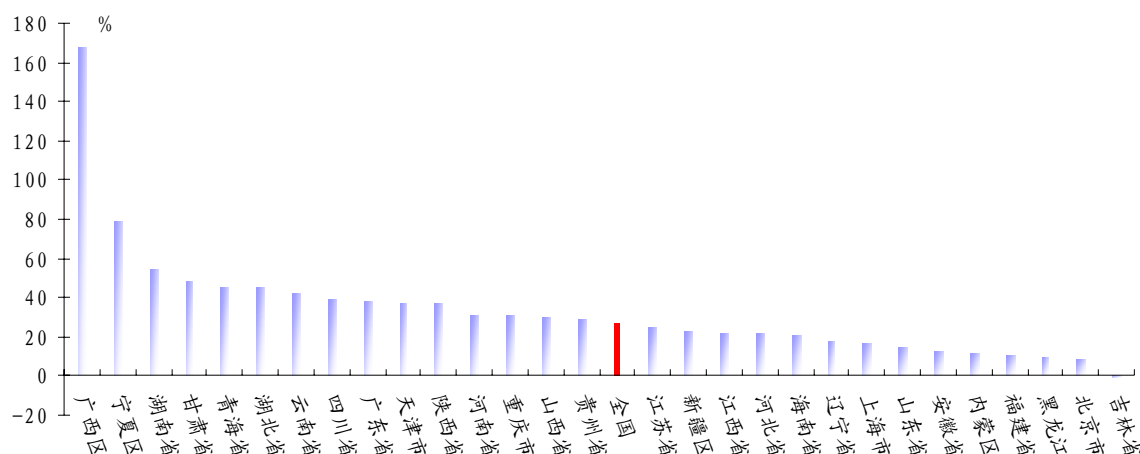
分区域来看，水电发电受影响的区域主要分布在云南、贵州、广西等西南 5 省，在这些地区，火电发电增速明显，如：1-2 月，广西水电发电降幅达 45.6%，而火电发电增速高达 167.7%。

Figure 14 分区域水电发电量累计增速情况（2010.1-2月）



资料来源: 中电联、世纪证券研究所

Figure 15 分区域火电发电量累计增速情况（2010.1-2月）



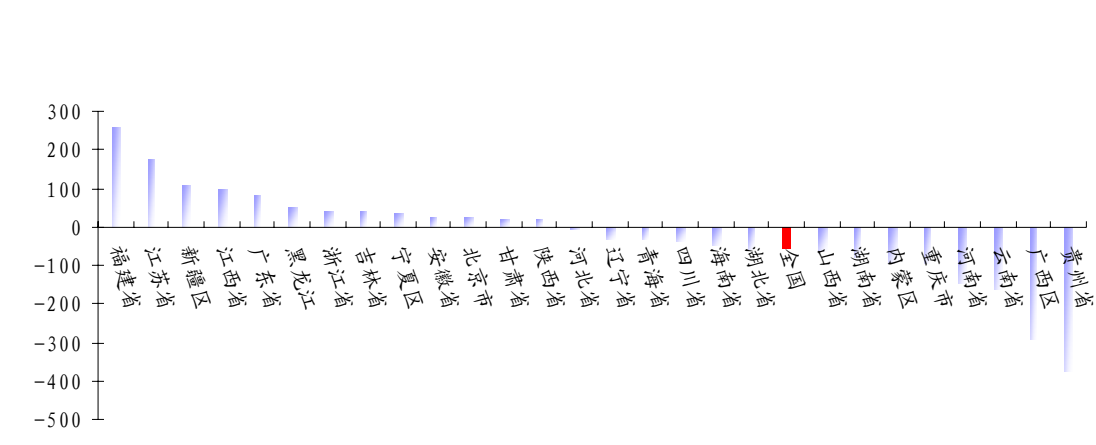
资料来源: 中电联、世纪证券研究所

火电利用率提升明显

1-2月, 全国发电设备累计平均利用小时为728小时, 比去年同期增加84小时, 同比提升12.69个百分点; 其中, 火电设备利用小时数为833小时, 比去年同期增加135小时, 同比增加18.66个百分点; 水电受来干旱天气影响, 上游水情不佳, 水电设备利用小时数为321小时, 去年同期降低79小时, 同比下降15.53个百分点。从区域来看, 机组利用小时变化和发电增速类似, 在水电少发地区, 火电机组利用小时增长较大。

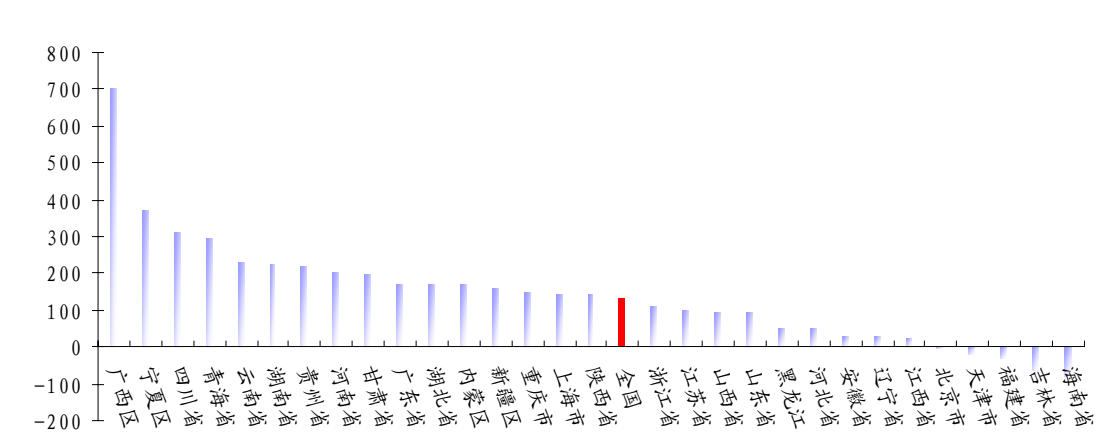
根据中央气象台预测西南旱情或持续至5月, 春夏连旱。我们认为水电2季度发电量不容乐观, 火电将继续多发, 利用率将得到较大改善, 预计有望回升至08年水平。

Figure16 各地区水电机组利用小时累计变化情况 (2010.1-2 月)



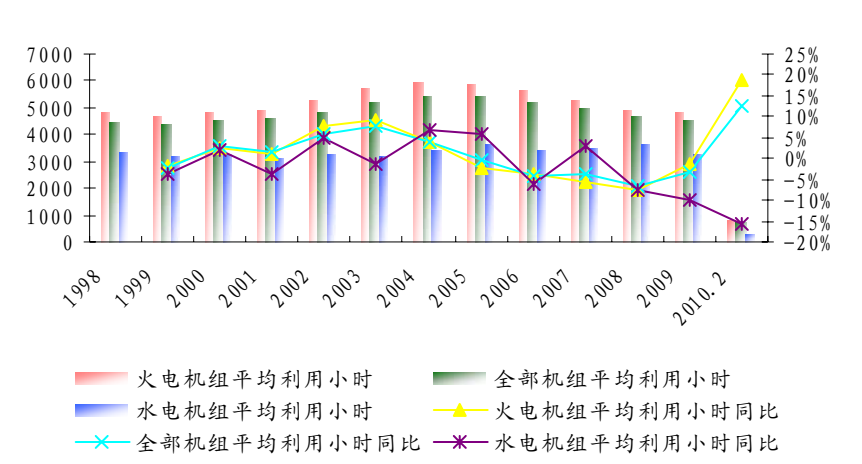
资料来源: 中电联、世纪证券研究所

Figure 17 各地区火电机组利用小时累计变化情况 (2010.1-2 月)



资料来源: 中电联、世纪证券研究所

Figure 18 发电设备机组年度累计平均小时及增速 单位: 小时



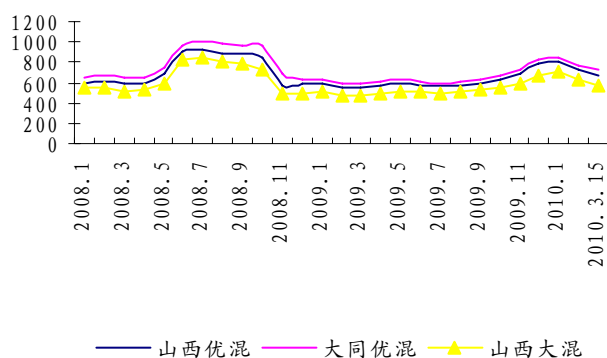
资料来源: 中电联、世纪证券研究所

煤价短期回落，同比增幅有望收窄

国内煤炭价格短期回落，对火电企业成本上涨压力有所缓解。随着冬季用煤高峰期的结束，截止 3 月 22 日，秦皇岛主要煤价较年初均出现下跌，其中山西优混、大同优混、山西大混、普通混煤下跌幅度分别为 14.01%、12.12%、15.44%；截至 3 月 13 日，秦皇岛煤炭库存约为 810 万吨，同比增加约 52%。短期内对煤炭价格上涨造成制约；从秦皇岛到各大城市的运价指数来看，与年初比较，各运价指数平均降幅达 37%。

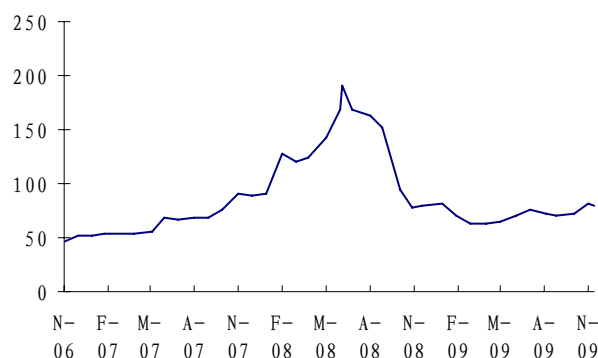
预计二季度市场煤炭价格将回落至 09 年 4 季度平均水平，同比上涨幅度为 15% 左右，较 1 季度同比涨幅（约为 30%）收窄。综合考虑煤炭新增产能释放、运力改善与火电多发、下游行业需求恢复对煤炭价格的支撑等因素，保守估计 2010 年综合煤炭价格涨幅在 10% 左右。

Figure 19 秦皇岛主要动力煤价格走势 单位：元/吨



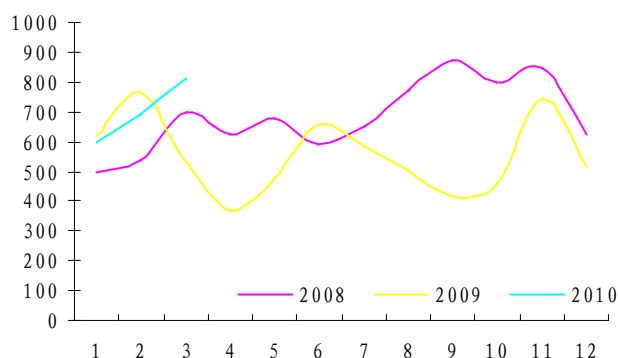
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure20 澳大利亚 BJ 动力煤价格走势 单位：美元/吨



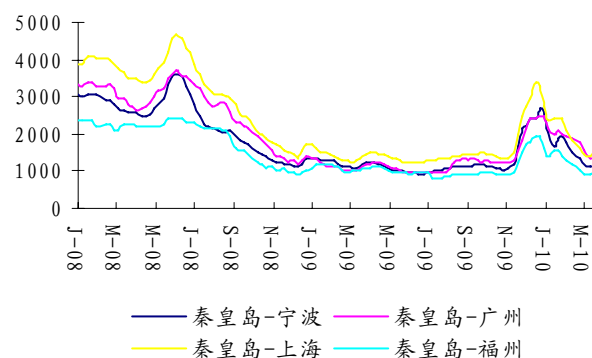
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 21 秦皇岛煤炭库存 单位：万吨



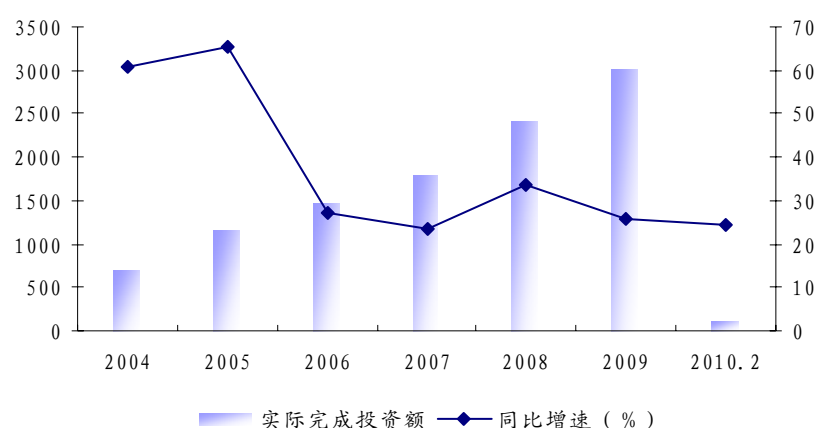
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 22 国内秦皇岛主要城市煤炭运价指数



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 23 煤炭固定资产实际完成额 单位: 亿元



资料来源: Wind、世纪证券研究所

电价改革或适时而动

今年的《政府工作报告》两次提到了资源性产品价格改革,并提出年内居民消费价格(CPI)涨幅 3%左右为资源环境税费和资源性产品价格改革留有一定空间。

3 月 22 日,国家发改委主任张平在中国发展高层论坛 2010 年会上表示将积极稳妥地推进资源性产品价格和环保收费改革。在重点推进的几项制度改革中,重点之一将是对资源价格以及税收制度进行改革,包括积极稳妥地推进资源性产品价格和环保收费改革,推行居民用电阶梯式价格制度,完善可再生资源定价,推进水价的改革,继续实施排污权的交易试点。

我们认为,目前经济企稳回升,为推行资源价格改革提供了良好基础。此次西南各省旱情可能引发对电力资源等价格的重视,“水火同价”、“煤电联动”或将适时而动。

行业风险因素分析

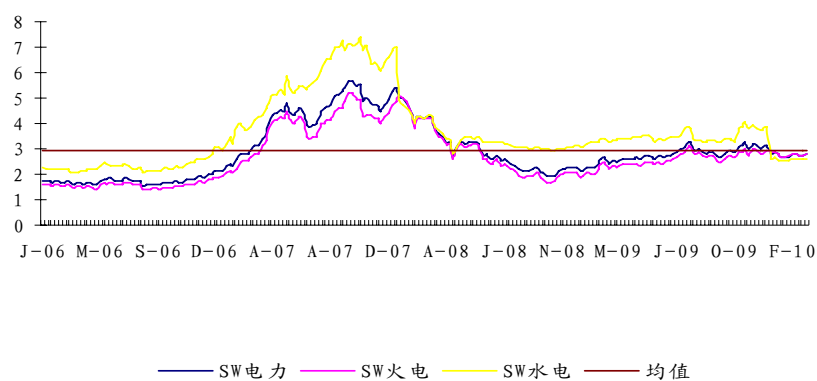
- 1) 煤炭价格涨幅高于预期;
- 2) 宏观经济增长及政策的不确定性;
- 3) 旱情影响预期与实际偏离较大。

估值与投资策略

目前行业整体估值优势不明显。从静态估值来看,A 股电力行业整体市净率为 2.77,略低于行业历史平均水平,但与沪深 300 比值高于历史平均值;从动态估值来看,目前 A 股电力行业整体市盈率约为 22 倍,高于沪深 300 (20.5 倍) 平均水平。

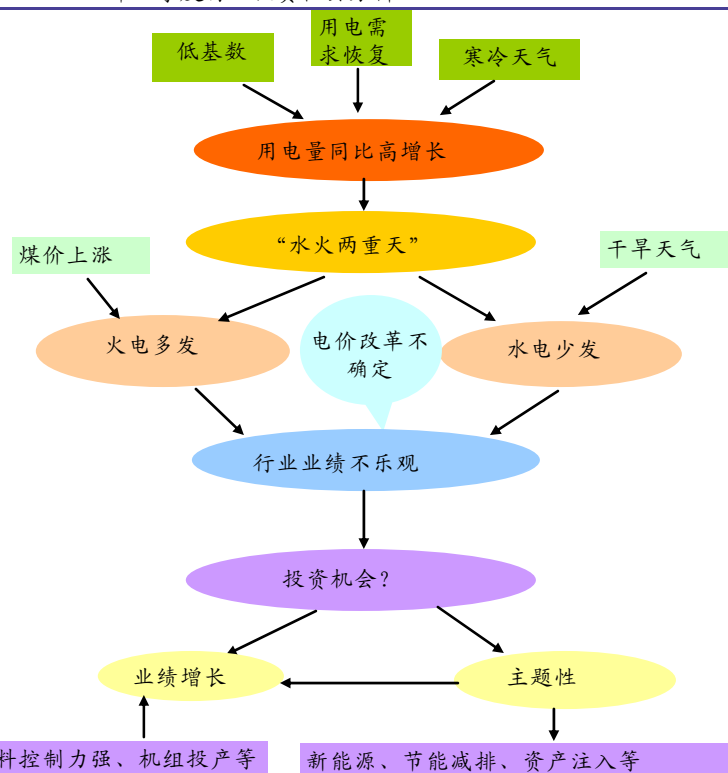
考虑煤炭价格上涨，一季度火电行业重陷亏损概率较大，加之水电受旱情影响较大，行业整体业绩不容乐观，给予行业“中性”评级。预期受区域用电增速、水电占比、发电机组投产、燃料等因素影响不同，行业内公司业绩情况将出现分化，我们认为兼有主题性投资机会（新能源、节能减排、资产注入）和业绩增长有保障的公司防御性和成长性相对较好，值得关注。如国电电力（600795）、内蒙华电（600863）。

Figure 24 电力行业市净率变动情况及历史均值



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 25 2010 年二季度行业投资机会分析



资料来源：世纪证券研究所

重点公司

国

国电电力 (600795)

- **机组规模扩张，机组步入收获期。**09 年 11 月，公司通过非公开发行股票的方式收购中国国电集团拥有的国电江苏分公司 80% 的股权。此次收购后公司控股装机容量增加 32.0%；09 年 12 月，国电大渡河公司瀑布沟水电站(总装机容量 360 万千瓦 (6×60))2 台机组成功投产，预计其余机组也将于 2010 年陆续投产，2010-2012 年公司水电机组将逐步进入收获期。
- **产业链延伸，多元化经营。**公司积极拓展与发电业务相关的煤炭、化工、新能源材料产业链。参与山西、云南、内蒙地方煤矿的整合工作，加大对煤炭资源的开发和控制力度，其中同忻煤矿今年投产，年产能 1000 万吨；布局宁夏“三园一厂”，进入煤化工领域，获得矿产资源，改善产业结构。
- **资产注入空间大。**公司是中国国电集团公司上市旗舰公司，集团在股改中明确承诺将公司作为改制平台。截至 2009 年底，国电集团控股总容量为 8202.63 万千瓦，是公司目前总装机容量的 5.16 倍。
- **估值与评级：**预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元，对应市盈率分别为 18.07 倍和 14.25 倍，低于行业平均水平，估值优势明显，给予公司“买入”评级。

Figure 26 重点公司盈利预测及投资评级 (2010 年 3 月 25 日)

股票代码	股票简称	投资评级	收盘价	EPS			PE		
				2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
600027.SH	华电国际	增持	4.93	0.23	0.28	0.31	21.43	17.61	15.90
600795.SH	国电电力	买入	7.41	0.29	0.41	0.52	25.55	18.07	14.25
600863.SH	内蒙华电	增持	7.81	0.22	0.35	0.45	35.50	22.31	17.36

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.