

推荐 (维持)

行业盈利受制煤价，关注绩优个股机会

2010 年 12 月 1 日

电力行业 2011 年度投资策略

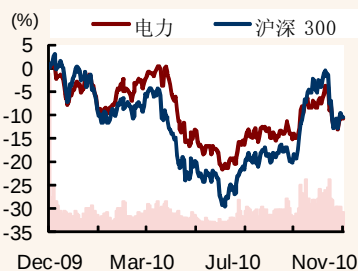
上证指数 2823

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	53	3.2
总市值 (亿元)	6121	2.6
流通市值 (亿元)	4223	2.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.0	3.7	-8.1
相对表现	3.9	-9.8	0.3



相关报告

- 1、《电力行业 2010 年四季度投资策略 - 政策环境利好，盈利提升可期》2010/10/11
- 2、《电力行业 2010 年中期投资策略 - 宏观经济结构调整，电力行业涅槃重生》2010/6/8

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

2011 年是“十二五”的开局之年，我国经济增长将实现平稳过渡，用电需求、装机增速与经济同步，利用小时稳中有升。围绕国家经济结构调整，电力行业将加快转变发展方式，布局、结构更加优化。近期，在煤价持续高位且节能减排政策不断推进的背景下，我们建议等待行业性机会出现，侧重对绩优个股的把握。

- **宏观环境：“十一五”又好又快，“十二五”转变发展。**“十一五”我国电力工业取得又好又快发展，发电装机高速增长，清洁能源迅猛发展，电网建设明显加强，技术装备显著提高，总体上已达到世界先进水平。“十二五”围绕国家经济结构调整，我们认为，电力工业将加快转变发展方式，通过加快坚强智能电网，实现依赖输煤向主动输电转变，通过促进大型能源基地建设，实现能源集约化发展。
- **供需关系：用电需求平稳增长，利用小时稳中有升。**2010 年我国经济增长逐步实现了由危机状态向常规状态的平稳过渡，预计 2011 年经济发展的外部环境将总体好于今年，GDP 增长 9.5%，用电量需求、装机增速也将跟随经济常态增长，分别达到 10%、9%，利用小时稳中有升。同时，我国节能减排政策将继续推进，第二产业用电逐渐下降，清洁能源的比重稳步上升，达到 25%。
- **市场分析：煤价仍然维持高位、电价调整等待时机。**在“十二五”开局之年，受铁路运力等因素影响，煤价走势预计稳中有涨，煤电供需矛盾仍将十分突出，平均合同煤价预计将在分歧中继续小幅上涨，但在国家抑制通货膨胀的决心下，煤价上涨或将面临行政干预。另外，目前上网电价调整时机已经成熟，根据以往的经验，煤电联动的时机或许将在 CPI 回落后推进。。
- **投资策略及重点公司推荐：关注煤炭自给率高、清洁发展的公司。**虽然煤电联动仍需等待，但在煤价持续高位以及节能减排政策不断推进的背景下，我们建议投资者关注以下三类主题性机会：1) 煤炭自给率较高的电企，如内蒙华电、京能热电、国电电力，随着煤炭产能释放，公司业绩将明显改观。2) 装机结构合理，清洁能源发展较快的公司，如川投能源、国投电力、国电电力。3) 把握电价、煤价、电量变动中受益的公司。煤价上涨时，关注内蒙华电、广州控股；电价上涨时，关注华电国际、华能国际。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
长江电力	7.6	0.23	0.47	0.51	16	15	1.9	强烈推荐 A
国电电力	3.1	0.29	0.14	0.18	22	17	2.0	强烈推荐 A
京能热电	10.8	0.30	0.63	0.75	17	14	3.1	强烈推荐 A
深圳能源	10.7	0.91	0.77	0.89	14	12	1.7	强烈推荐 A
粤电力 A	6.2	0.44	0.31	0.42	20	15	1.7	强烈推荐 A
金山股份	10.2	0.12	0.15	0.70	68	15	3.2	强烈推荐 A
金马集团	27.9	-0.07	0.69	1.03	40	27	19.0	强烈推荐 A
华能国际	5.8	0.42	0.28	0.34	20	17	1.7	审慎推荐 A
内蒙华电	9.7	0.20	0.43	0.49	23	20	4.6	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、宏观环境：“十一五”又好又快，“十二五”转变发展	4
1、“十一五”电力发展又好又快	4
2、“十二五”加快转变电力发展方式	5
3、建设大基地，融入大电网	6
二、供需形势：用电需求平稳增长，利用小时稳中有升	9
1、经济增长平稳过渡，电力消费回归正常	9
2、经济结构调整，工业用电占比有所下降	10
3、装机增速与经济同步，清洁能源比重提升	12
4、供需基本平衡，利用小时稳中有升	13
三、市场分析：煤价仍然维持高位、电价调整等待时机	15
1、煤价维持高位，近期有所上涨	15
2、政府稳定物价，可能对煤价进行干预	16
3、煤电联动时机成熟，静待 CPI 回落	17
四、投资策略：关注煤炭自给率高、清洁发展的公司	19
1、煤炭是关键，寻找自给率较高的电企	19
2、装机结构合理，寻找清洁发展公司	21
3、业绩波动加大，寻找业绩高弹性的公司	23
五、重点公司推荐	24
1、等待行业性机会，挖掘个股性机会	24
2、风险提示	24

图目录

图 1: 我国主要资源基地地理分布	5
图 2: 我国未来水能资源开发主要集中在西南地区	6
图 3: 我国已运行和在建的核电分布图	7
图 4: 我国太阳能资源富集地区集中在西部和北部	7
图 5: 我国陆上风能资源集中在三北地区	7
图 6: 智能电网实现输煤向输电转变	8
图 7: 国家电网超高压、特高压输电网规划 (至 2020 年)	8
图 8: 电力消费增速及电力弹性系数	9
图 9: 2007 年以来全国各行业累计用电量增速变动	10
图 10: 2010 年 1~10 月电力消费构成	11
图 11: 第一产业用电弹性系数	11
图 12: 第二产业用电弹性系数	11
图 13: 第三产业用电弹性系数	11
图 14: 居民用电弹性系数	11
图 15: 我国近 20 年电力发展周期	12
图 16: 全国新增装机构成比较	13
图 17: 2010 年我国装机结构	13
图 18: 2015 年我国装机结构预计	13
图 19: 机组利用小时预测	14
图 20: 秦皇岛动力煤价格变动情况	15
图 21: 山西主要动力煤产地价格变动情况	15
图 22: 秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较	16
图 23: 秦皇岛存煤与存煤天数	17
图 24: 直供电厂库存与存煤天数	17
图 25: CPI、PPI 走势与电价调整时间	17

表目录

表 1: “十一五”电力行业主要指标完成情况	4
表 2: 招商证券对 2011 年宏观经济指标预测表	9
表 3: 五大发电集团煤炭产能数据预计	19
表 4: 主要上市公司煤炭资源预计	20
表 5: 重点上市公司清洁能源预计	21
表 6: 十三大水电基地规划装机容量统计	21
表 7: 三峡集团总公司在建及拟建项目	22
表 8: 重点上市公司敏感度分析	23
表 9: 重点公司盈利预测和投资评级	24

一、宏观环境：“十一五”又好又快，“十二五”转变发展

“十一五”我国电力工业取得又好又快发展，发电装机高速增长，清洁能源迅猛发展，电网建设明显加强，技术装备显著提高，总体上已达到世界先进水平。“十二五”围绕国家经济结构调整，我们认为，电力工业将加快转变发展方式，通过加快坚强智能电网，实现依赖输煤向主动输电转变，通过大型能源基地建设，实现能源集约化发展。

1、“十一五”电力发展又好又快

“十一五”期间，我国经济虽然经历了金融危机洗礼，但仍然保持快速发展，GDP 提前两年达到了“十一五”规划目标，平均增速在 10%以上，取得了举世瞩目的成绩。同时，我国电力工业也发展迅猛，不仅从总量上而且从质量上都取得了巨大成就，发电量有望达到 4.1 万亿千瓦时，装机容量预计达到 9.5 亿千瓦，另外，电力行业节能减排也取得显著成效，供电煤耗及二氧化硫总量控制等目标，均已提前完成了国家确定的“十一五”目标，保障了经济又好又快发展，电力工业总体上已达到世界先进水平。

表1：“十一五”电力行业主要指标完成情况

编号	指标	指标类型	目标值		实际值	完成状态	2015E
			2005	2010E	2010.1~10		
1	GDP (万亿元)	总量指标	18.5	26.1	26.9	提前完成	55.0
2	全社会用电量(万亿千瓦时)	总量指标	2.49	-	3.48	超预期	6.0
3	发电量 (万亿千瓦时)	总量指标	2.5	-	3.42	超预期	6.0
4	装机容量 (亿千瓦)	总量指标	5.12	-	8.89	超预期	14.0
5	供电煤耗 (克/千瓦时)	节能减排指标	370	355	334	提前完成	330
6	发电水耗 (千克/千瓦时)	节能减排指标	3.1	2.8	2.7 (09 年)	提前完成	2
7	电力二氧化硫总排放 (万吨)	节能减排指标	1300	951.7	948 (09 年)	提前完成	800-900
8	平均厂用电率 (%)	节能减排指标	6.8	5.5	6.62		5
9	线损率 (%)	节能减排指标	7.21	7	5.68	提前完成	5.5
10	脱硫机组投运容量	节能减排指标	0.53	3.55	4.2 (09 年)	提前完成	-
11	电厂二氧化硫达标率 (%)	节能减排指标	-	90	-	可实现	98

资料来源：国家统计局，中电联，招商证券

电力工业在保障自身快速发展的同时，在经济社会中的基础保障作用也更加突出，经济社会发展对电力的依赖程度越来越高。这五年里，我国电力行业重要特征主要体现在：

- **发电装机高速增长。**我国发电装机由 2005 年的 5.12 亿千瓦增长到目前的 8.89 亿千瓦，新投产各类电源达到 3.77 亿千瓦，容量年均增长 11.7%。我国装机容量仅次于美国，成为全球第二电力大国，有力保障了经济发展的需求。
- **清洁能源迅猛发展。**根据中电联统计，截至 2010 年 10 月，包括水电、核电以及风电、太阳能发电等新能源在内的清洁能源装机容量共计 2.13 亿千瓦，占总装机的 24%，较 2005 年的 1.23 亿千瓦增长 73%，按照 2500 发电利用小时测算，可减少煤炭消耗 1.85 亿吨标准煤，减排二氧化碳 5.42 亿吨。
- **电网建设明显加强。**2005 年以来，全国电网建设投资达到 1.39 万亿元，先后建成了 750 千伏、1000 千伏特高压、±800 千伏直流输电线路，电网优化配置资源能力大幅提升。

- **技术装备水平显著提高。**特高压输电技术取得重大突破并实际应用；直流输电、灵活交流输电技术达到国际先进水平。超超临界机组、大型空冷、循环流化床、大型脱硫脱硝等先进技术逐步推广。核电技术装备自主化不断实现重大突破。电力装备制造业的国产化率大幅提高，在特高压输电、大功率电力电子技术等多个领域居世界领先地位。

2、“十二五”加快转变电力发展方式

“十二五”期间，随着我国经济持续快速发展，工业化、城镇化水平的不断提高，我国电力需求仍将保持较快的增速。但我国能源资源禀赋与经济发展水平不平衡的基本特征，决定了我国必须走能源集约化规模化开发、远距离大容量输送及大范围优化配置的道路。

- **我国资源生产集中在西北部：**根据我国的资源状况，煤炭、水能、陆地风能和太阳能资源分布比较集中，80%的煤炭资源、80%的水能资源、79%的陆地风能分布在西部和北部地区，非常适于集中规模开发和利用。
- **我国能源消费集中在东中部：**根据我国能源消费状况，我国 75%的能源需求集中在东、中部地区，而这些地区大多缺少一次能源。上海能源自给率仅为 1.5%，江苏、浙江、北京的能源自给率均低于 15%，河北、湖北、江西、福建等省也不足 50%。

资源的密集性决定了我国能源生产必将集约化开发，消费的不平衡决定了我国能源运输的大距离输送。从下图可以看出，我国主要资源距离负荷中心约为 800~3000 公里，能源配置过度依赖输煤，全国煤炭产量的近 60%通过铁路外运，运煤占用铁路运力资源的比重达到了 50%以上，能源输送将成为制约我国电力发展的瓶颈。

围绕国家经济结构调整，通过加快建设以特高压电网为骨干网架的坚强智能电网，实现依赖输煤向主动输电转变，通过促进大水电、大煤电、大核电、大型可再生能源发电基地集约化发展，加快转变电力发展方式，实现集约与输配并举，将成为“十二五”期间电力发展的主题。

图1：我国主要资源基地地理分布



资料来源：国家电网公司，招商证券研发中心

3、建设大基地，融入大电网

“十二五”期间，电力发展方式的转变，将从两个方面改变我国电力发展的格局，一方面是电源布局进一步优化，通过“建设大基地，融入大电网”的集约化发展，摆脱过度依赖煤炭运输的能源格局。另一方面是电源结构进一步改善，清洁能源在中国一次能源消费中的比重明显提高，同时实现火电的清洁发展。

- **大煤电，清洁发展：**我国未来将形成若干个亿吨级生产能力的大煤炭基地，可以预计，在煤炭基地就地建设大型煤电基地，建设大容量、超临界、高效空冷机组，实现煤电一体化发展，提高煤电就地转化比例，是提高煤炭开发利用效率和实现煤炭清洁化发展的有效途径。

截至 2010 年 10 月底，我国火电装机规模达到 6.76 亿千瓦，未来几年，我国将重点加快山西、陕西、内蒙古、黑龙江、宁夏、新疆煤炭资源丰富地区的大型煤电基地建设，“十二五”末，预计全国火电装机将达到 9~9.5 亿千瓦。

- **大水电，大力发展：**我国水能资源丰富，可开发装机 3.8 亿千瓦，主要集中在十三大水电基地，规划装机 2.78 亿千瓦，年发电量 1.2 万亿千瓦时。我国水能资源的 80% 的分布在四川、云南、西藏等西部地区，成为“十二五”发展的战略重地。

截至 2010 年 10 月底，我国 6000 瓦以上水电装机规模达到 1.78 亿千瓦，要实现 2020 年非化石能源占比 15% 的目标，实施水电的大规模开发已经成为今后的发展趋势，“十二五”期间，预计我国将加快金沙江、雅砻江、大渡河、怒江、澜沧江等重点流域水电开发。

图2：我国未来水能资源开发主要集中在西南地区



资料来源：国家电网公司，招商证券研发中心

- **大核电，安全发展：**核电作为一种经济、可靠的清洁能源，对我国应对气候变化、保障能源安全、调整能源结构具有重要的现实意义。根据国家《核电中长期发展规划》，核电发展战略已由“适度发展”明确转为“积极发展”，中央经济工作会议上又将核电纳入战略性新兴产业，鉴于核电的特殊性，以及对社会的影响性，我们认为，下一个五年，“安全发展”将成为核电的主基调。

截至 2010 年 10 月底，我国核电装机规模达到 1082 万千瓦，在建规模约 3500 万千瓦，规划项目 4000 万千瓦，其中容量在 100 万千瓦以上的第三代核电机组占到了 2/3，核电建设正处于加速发展的阶段。预计“十二五”期间，我国将重点推进沿海地区大核电基地建设，2015 年核电装机将达到 4000~5000 万千瓦。

图3：我国已运行和在建的核电分布图

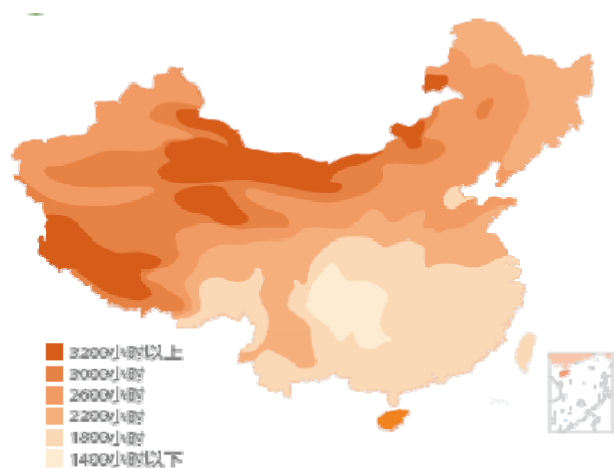


资料来源：中国核电技术公司，招商证券研发中心

➤ **大型可再生能源发电，快速发展：**我国陆地风能主要集中在东北、华北北部、西北等“三北”地区，国家规划将在内蒙、甘肃、河北、吉林、新疆等省区建设若干个千万千瓦级的风电基地，在西北部地区建设大规模太阳能光伏发电基地。

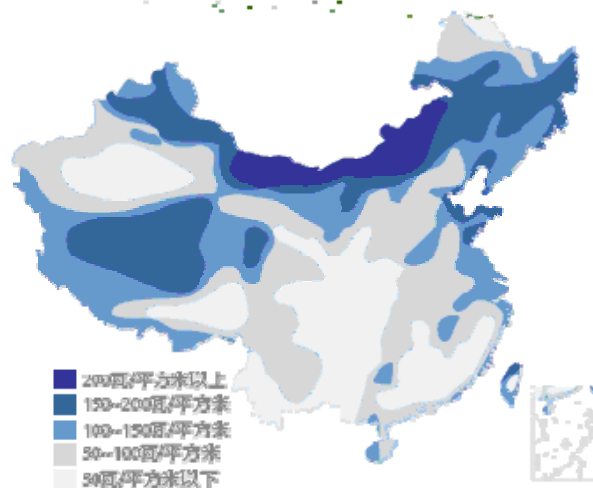
目前，我国风电装机规模达到 2429 万千瓦，已连续多年实现跨越式增长，太阳能达到 14 万千瓦，随着风电、太阳能技术的进一步成熟，以及国家承诺到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40-45%，风电、太阳能将快速发展，预计到“十二五”末，我国风电、太阳能装机容量将分别达到 1.3、0.1 亿千瓦。

图4：我国太阳能资源富集地区集中在西部和北部



资料来源：国家电网公司，招商证券研发中心

图5：我国陆上风能资源集中在三北地区



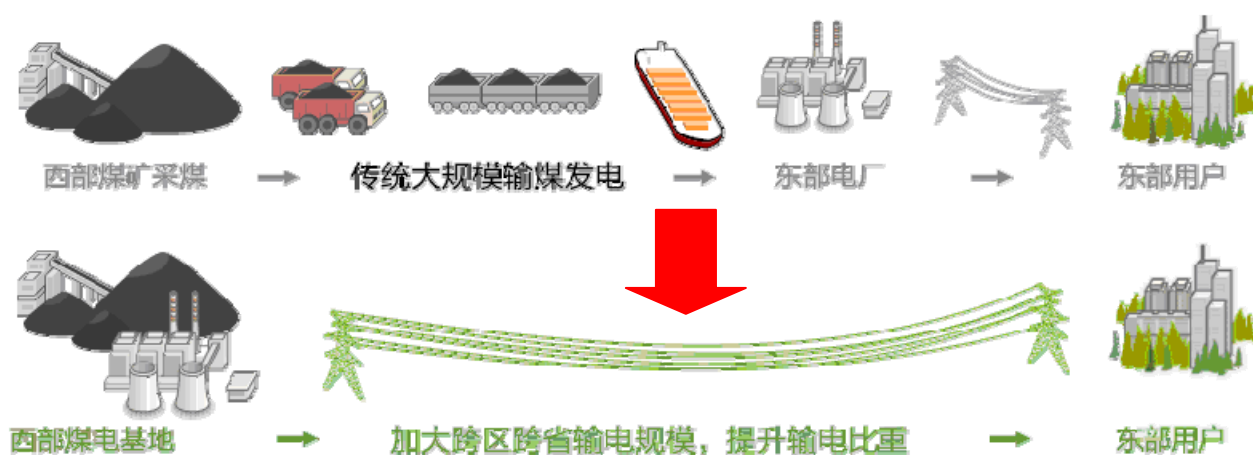
资料来源：国家电网公司，招商证券研发中心

- **坚强智能电网，电力发展的动脉：**坚强智能电网是以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展的坚强网架与电网智能化的高度融合。加快智能电网的建设，是推动清洁能源规模集约发展的重要方式，能够最大限度的消纳清洁能源和分布式可再生能源，保障能源可持续供应和推动低碳经济发展。

特高压是指交流 1000 千伏、直流 800 千伏及以上电压等级的输电网络，我国现有的 500 千伏电网的经济输电距离一般小于 800 公里，无法满足未来电力发展远距离、大规模、经济高效输送电力的要求。

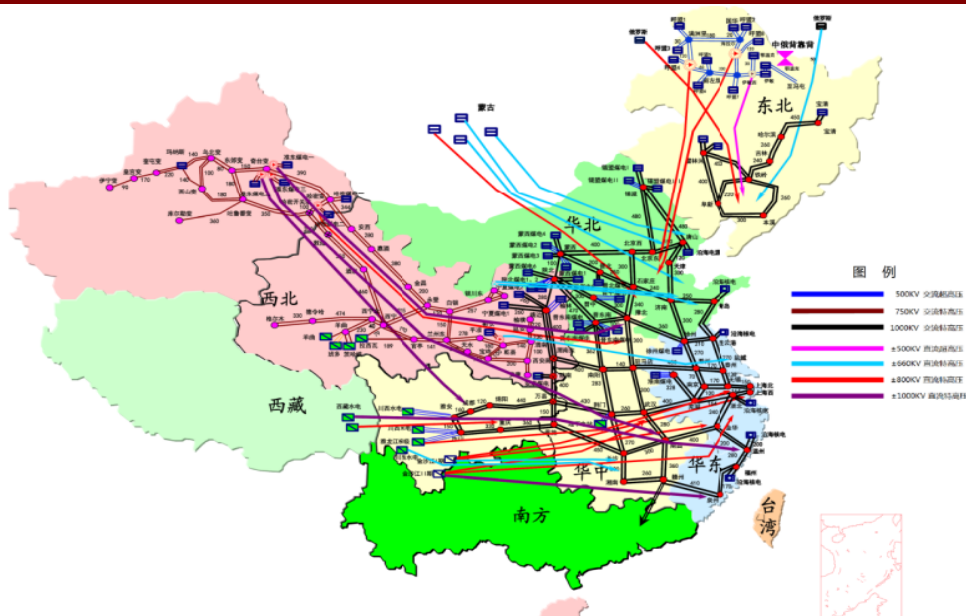
预计“十二五”期间，我国将逐步提高电网投资的比重，加快推动特高压和各级电网协调发展，2012 年前后，我国将建成特高压“两纵两横”骨干网架，输送能力超过 5000 万千瓦，每年可输送电量 3000 亿千瓦时，相当于输送煤炭 1.5 亿吨，提高输电在能源资源配置中的比重，有效缓解长期存在的煤电运紧张矛盾。

图6：智能电网实现输煤向输电转变



资料来源：国家电网公司，招商证券研发中心

图7：国家电网超高压、特高压输电网规划（至2020年）



资料来源：国家电网公司，招商证券研发中心

二、供需形势：用电需求平稳增长，利用小时稳中有升

2010 年我国经济增长逐步实现了由危机状态向常规状态的平稳过渡，预计 2011 年经济发展的外部环境将总体好于今年，GDP 增长 9.5%，用电量需求、装机增速也将跟随经济常态增长，分别达到 10%、9%，利用小时稳中有升。同时，我国节能减排政策将继续推进，第二产业用电增速逐渐下降，清洁能源的比重稳步上升，达到 25%。

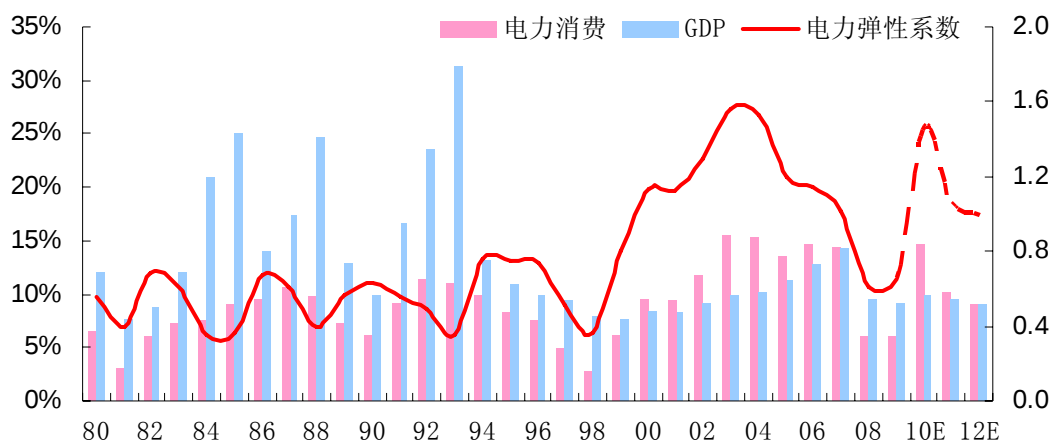
1、经济增长平稳过渡，电力消费回归正常

在经历了金融危机冲击后，2010 年我国经济增长已逐步实现由危机状态向常规状态的平稳过渡，开始进入正常增长轨道。近期，受美国宽松量化货币政策以及国内物价上涨影响，我国货币政策有所趋紧，GDP 增速有所放缓，预计全年 GDP 增长 10% 左右，全社会用电量增速 12.7%，达到 4.1 万亿千瓦时。

2011 年是“十二五”的开局之年，根据国务院发展研究中心分析，全球经济继续温和复苏，中国出口将保持较快增长，消费实际增长稳中有降，投资增长动力依然强劲，通胀压力或将加大，各季度 GDP 增速也将呈前低后高走势。

总体来讲，2011 年我国经济发展外部环境总体上将略好于今年，预计全年经济增长仍可保持在 9.5% 左右，全社会用电需求将跟随经济常态增长，达到 10% 左右，电力消费弹性系数逐渐回落到正常水平，并保持相对稳定。

图8：电力消费增速及电力弹性系数



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

表2：招商证券对2011年宏观经济指标预测表

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
GDP	12.7	14.2	9.6	8.7	9.8	9.5
CPI	1.5	4.8	5.9	-0.7	2.9	3.8
PPI	3.0	3.1	6.9	-5.4	5.5	5.9
工业	16.6	18.5	12.9	11.0	16.0	15.1
出口	27.2	25.8	17.4	-16.0	30.0	12.3
进口	20.0	20.8	18.5	-11.2	35.4	16.5
固定资产投资	24.3	25.8	26.1	30.5	22.8	20.0

资料来源：国家统计局，招商证券研发中心宏观组

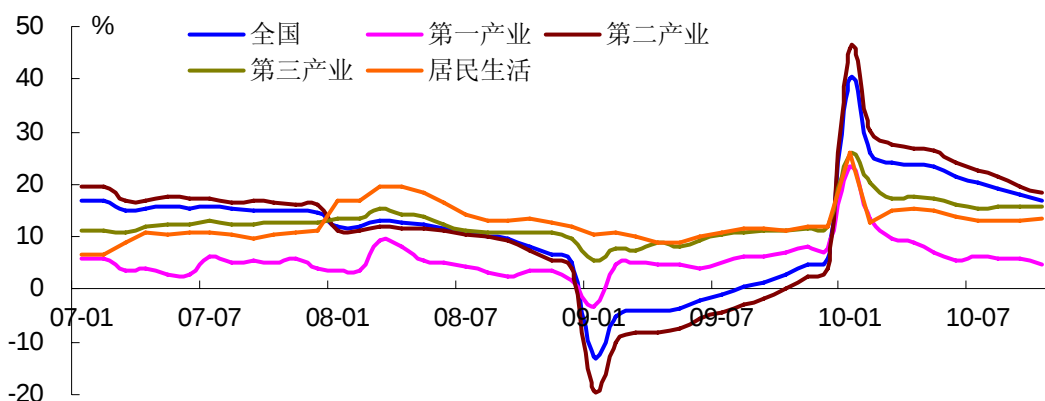
2、经济结构调整，工业用电占比有所下降

党的十七大明确提出：加快转变经济发展方式是未来的战略任务。我们认为，“十二五”期间，经济结构战略性调整将会有重大突破，经济增长将由原来过多地依靠投资拉动和出口拉动，逐步转向内需拉动，同时，淡化 GDP 增速，提高居民收入，扩大消费，实现从“国强”到“民富”的转变，将贯穿整个宏观调控。

受此影响，我国电力消费结构也将有所调整。截至 2010 年 10 月底，第一、二、三产业以及居民累计用电占全社会用电量的比重分别为 2.4%、75%、10.8% 和 12.3%，第二产业用电量比重远高于其他产业。预计 2011 年各产业用电情况如下：

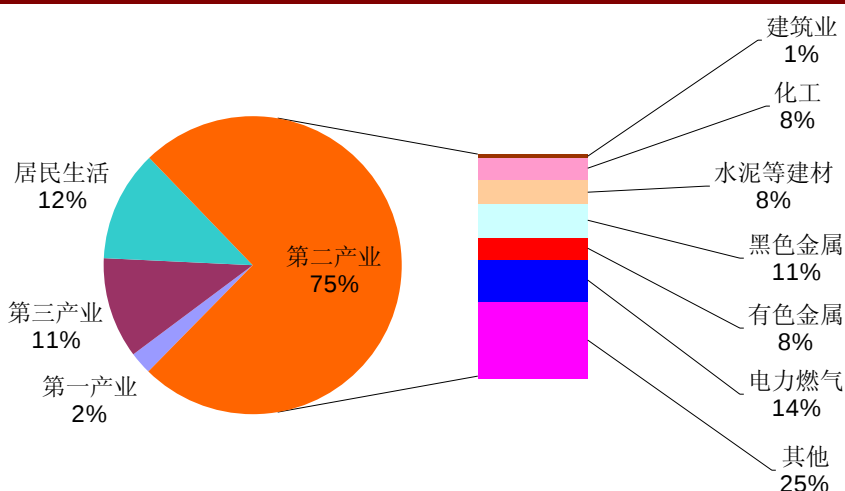
- **第一产业：**近十年来，我国第一产业对 GDP 的拉动相对较弱，其增加值占 GDP 比重长期稳定在 12% 左右，用电量仅占全社会用电量的 2%~3%。“十二五”期间，随着新农村建设的加速，社会对第一产业投入将加大，产业将全面升级，我们预计，2011 年第一产业用电量增速将快于以往，达到 8%，用电比重也将稳步上升。
- **第二产业：**第二产业是我国经济结构调整的主战场，近三年其增加值占 GDP 比重约为 47%，但其用电量却占到了 75% 左右。在发展低碳经济的大背景下，第二产业将改变传统的发展模式，加快从价值链低端向中高端的转变，我们认为，其用电增速将逐渐回落，用电比重将稳步下降，预计 2011 年第二产业用电增速将回落至 10% 左右。
- **第三产业：**服务业的繁荣发展是现代化的重要标志，也是产业结构优化升级的重要内容，目前，我国第三产业占 GDP 的比重仅为 41.8%，按照世界银行数据，中等收入国家比重为 53%，高收入国家为 72.5%，低收入国家为 46.1%，我国明显滞后。随着国家由国强至民富的转变，第三产业将保持高速增长的趋势，用电比重也将快速跟进，我们预计，2011 年第三产业用电增速将快于 2010 年，达到 17.5%。
- **居民用电：**在城市化加速、收入分配改革等因素共同作用下，居民收入有望大幅提升，人民生活水平的逐步改善将推动居民用电量不断攀升，2010 年 1~10 月，居民生活用电同比增长 13%，我们判断，2011 年城乡居民用电量增速将加快，达到 15% 左右，未来居民用电比重也将持续提高。

图9：2007年以来全国各行业累计用电量增速变动



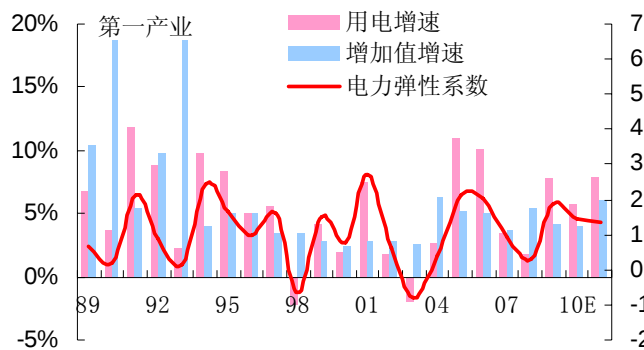
资料来源：招商证券研发中心

图10: 2010年1~10月电力消费构成



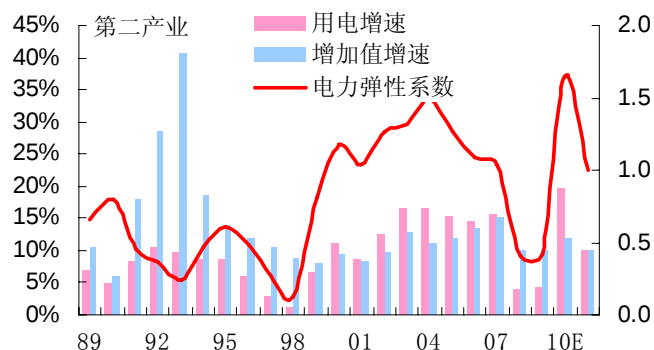
资料来源: 招商证券研发中心

图11: 第一产业用电弹性系数



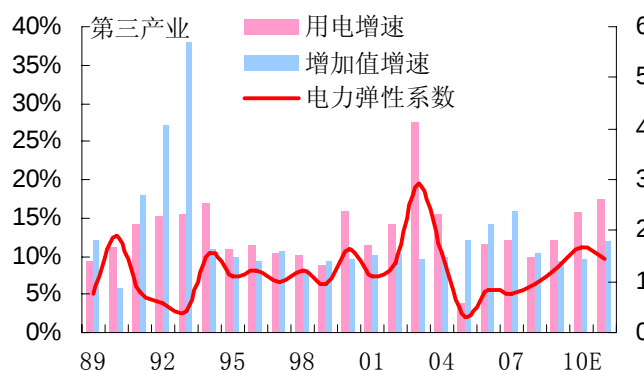
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图12: 第二产业用电弹性系数



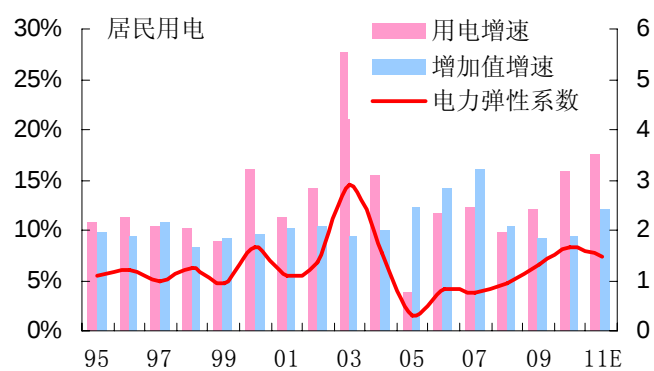
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图13: 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14: 居民用电弹性系数



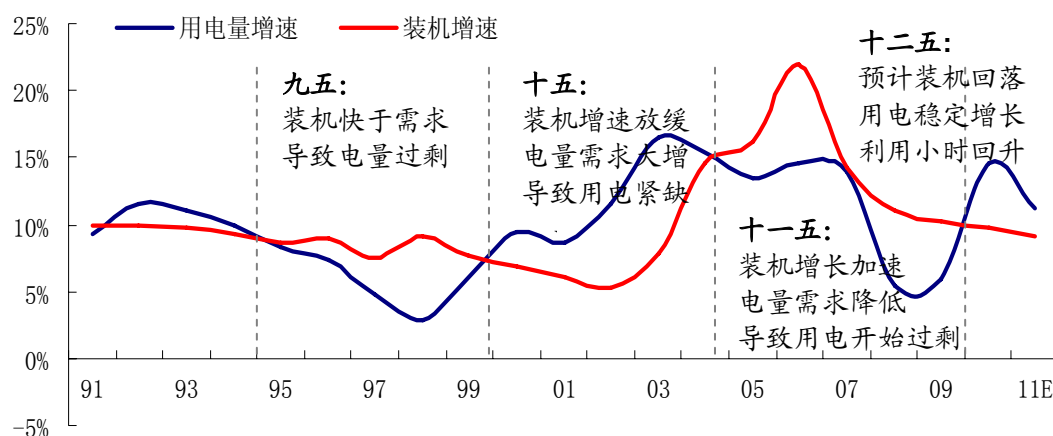
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

总体来讲, 2011 年, 第二产业用电量比重将有所下降, 但仍是拉动用电量增长的主要力量。随着国家经济结构转型的推进, 第一、三产业以及居民生活用电将保持加速上涨的趋势, 特别是第三产业, 对经济增长的推动将稳步提升, 对减轻资源环境压力, 也具有十分重要的战略意义。

3、装机增速与经济同步，清洁能源比重提升

回顾历史，我国电力发展始终在“短缺”与“过剩”中前行：“九五”期间电力过剩，“十五”开始缺电，“十一五”又在过剩中徘徊，体现了大周期行业周期性的特点。在各种影响因素中，电力装机增速是导致电力周期性波动的原因之一。“十一五”前期，电力装机增速曾达到 22%，是近 10 年的投产高峰，此后机组利用率开始下降，电力有所过剩，国家开始控制电力建设，装机增速开始逐年回落，预计增速回落的趋势在明年仍将持续。

图15：我国近20年电力发展周期



资料来源：招商证券研发中心

“十二五”期间，为保障经济的平稳可持续发展，新增装机绝对规模还将保持较高水平。同时，为适应节能减排的政策需求，电力结构发展将有所调整，火电装机比重预计逐年下降，但仍占据主导地位，短期内“以煤为主”的电力消费结构仍然很难改变，而水电、风电、核电等清洁能源将进入加速开发阶段，规模及比重逐渐提升。

2010 年底我国装机规模预计为 9.5 亿千瓦，假设“十二五”期间 GDP 平均增速 8%，电力装机增速与此同步，则 2015 年我国电力装机容量将超过 14 亿千瓦，预示着“十二五”期间每年新增装机达 9000 万千瓦，且呈现周期性的加速势态。

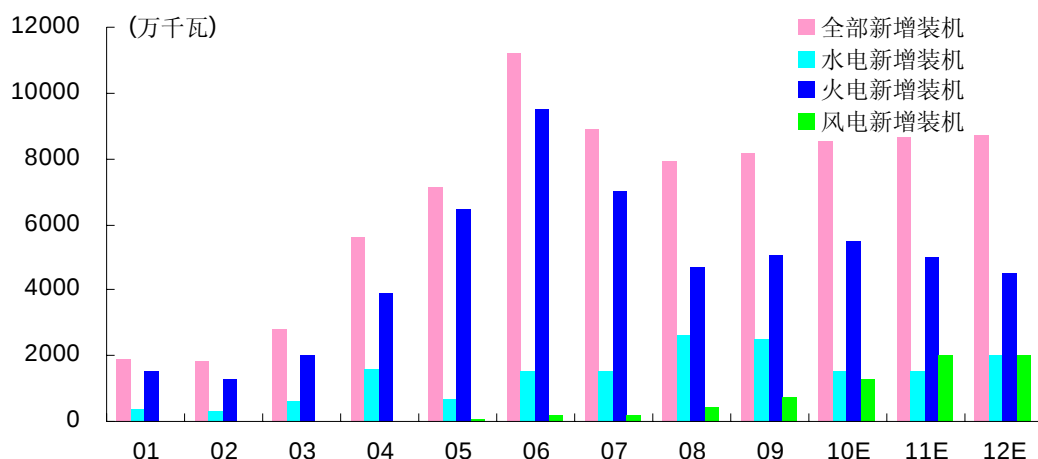
- 火电投产规模：**在节能减排和低碳环保的压力下，火电项目的审批将愈加严格，2010 年核准的火电项目基本上均为“上大压小”和资源综合利用发电等，常规火电较难通过。预计 10~12 年新增火电将逐年递减，分别投产 5500 万千瓦、5000 万千瓦和 4500 万千瓦，增速在 5%~7% 的水平。
- 水电投产规模：**2010 年随着金安桥、官地等一批大型水电工程相继核准，标志着国家对水电项目的审批政策有趋松的迹象。我们认为，水电发展有望在“十二五”期间加速，预计 10~12 年水电分别投产 1500 万千瓦、1500 万千瓦和 2000 万千瓦，增速在 7%~8% 的水平。
- 风电投产规模：**截至 2010 年 10 月，我国的风电装机已达到 2429 万千瓦，同比增长 74%，我们认为，风电发展正处在一个迅速扩张的阶段，并将在“十二五”期间担当清洁能源发展的“顶梁柱”，预计 10~12 年风电增速将上一个台阶，投产规模分

别为 1200 万千瓦、2000 万千瓦和 2000 万千瓦。

- **核电投产规模：**根据国家《核电中长期发展规划（2005—2020 年）》，“十二五”期间将迎来我国核电的第一收获期，预计投产近 3500 万千瓦装机。2010~2012 年，核电投产规模分别为 174 万千瓦、173 万千瓦和 300 万千瓦。

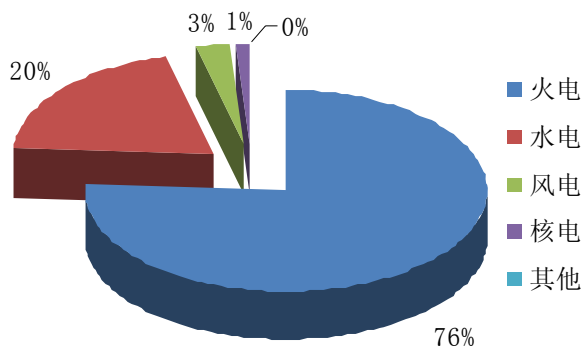
总体来讲，2011 年，我国火电、水电、风电、核电新增装机规模预计分别为 5000 千瓦、1500 万千瓦、2000 万千瓦和 174 万千瓦，总装机容量达到 10.2 亿千瓦，增长 9%，与经济增长同步，火电装机比重将下降至 72%~75%左右，清洁能源达到 25%。

图16：全国新增装机构成比较



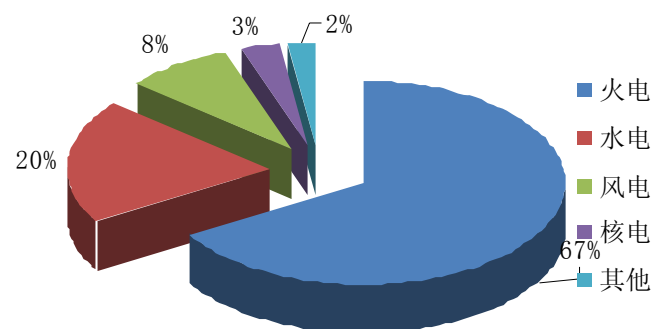
资料来源：招商证券研发中心

图17：2010年我国装机结构



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图18：2015年我国装机结构预计



资料来源：招商证券研发中心

4、供需基本平衡，利用小时稳中有升

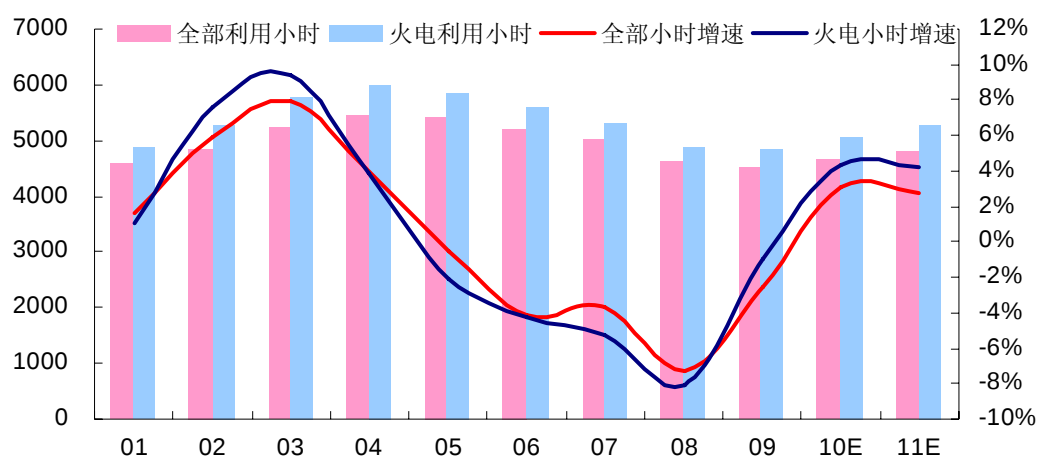
“十一五”期间，由于装机增速持续回落，而用电需求从 2009 年开始逐渐稳步上升，预计这种趋势将保持到“十二五”中期，根据前文我们的分析，2011 年全国装机增速 9% 左右，全国用电量增速在 10% 左右，高于装机容量实际增速，我们判断，全国机组利用小时和火电机组利用小时都将有一定幅度的提升。

- **水电：**随着下半年来水逐渐趋于稳定，并且今年有大量具有调节性能的电站投产，

如小湾、瀑布沟、拉瓦锡等，将有效提升下游各电站利用小时，增强水电整体盈利。假设 2011 年全国来水保持多年平均水平，由于水电为清洁能源，享受优先调度，预计 2011 年发电量同比增长 10%，利用小时达到 3400 小时。

- **核电：**由于核电的特殊性，长期以来核电机组一直维持较高利用小时，平均在 7700 小时左右。由于 2011 年预计有两台新机组投产，不能全年满发，预计会拉低利用小时至 7500 小时左右，但核电发电量将增长 14%~15%。
- **风电：**受自然风力及接入系统的影响，全国各风电机组利用小时不一，平均维持在 1500~2000 小时之间，由于近几年风电装机增长加快，最近每年都有千万千瓦以上的新增装机，电量水平快速提升，我们按照平均 2000 小时/年计算风电的发电量，预计风电电量增速达到 50%以上。
- **火电：**按照 2011 年电量增长 10%以及装机的预测倒推火电，2011 年火电机组利用小时将增长 4%，达到 5200 小时，进入稳步增长轨道。由于大部分火电不享受优先调度的政策，因此影响火电利用小时因素较多，最重要的是宏观经济的影响，如果明年经济增速不理想，将造成火电机组利用小时难以达到预期。

图19：机组利用小时预测



资料来源：招商证券研发中心

三、市场分析：煤价仍然维持高位、电价调整等待时机

在“十二五”开局之年，受铁路运力等因素影响，煤价走势预计稳中有涨，电煤供需矛盾仍将十分突出，平均合同煤价预计将在分歧中小幅上涨，但在国家抑制通胀水平的决心下，煤价上涨或将面临行政干预。另外，目前上网电价调整时机已经成熟，根据以往的经验，煤电联动的时机或许将在 CPI 回落后推进。

1、煤价维持高位，近期有所上涨

十月份以来，国内煤炭价格持续小幅上涨，截至 11 月 23 日，秦皇岛港口 5500 大卡以上的山西优混最高售价为 820 元/吨，较十月初上涨 100 元/吨，较上年同期上涨 140 元/吨，同比增长 21%。我们认为，2011 年是两个五年计划的衔接之年，煤炭价格走势面临诸多影响因素，预计稳中有涨。其中推高煤价上涨的因素主要有以下几方面：

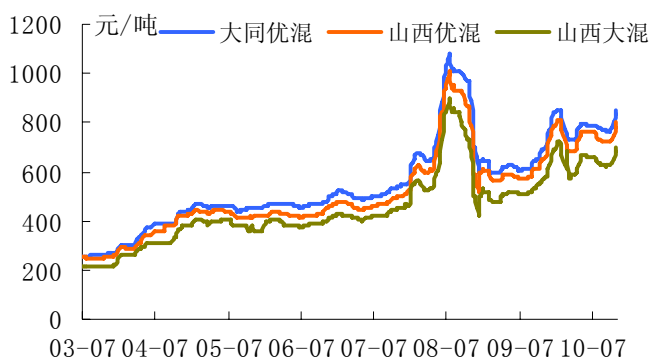
“十二五”开局，煤炭需求旺盛。“十二五”期间，根据经验，各地政府均会追求开门红，有可能导致能源及煤炭需求的大幅反弹。同时，我国仍处于工业化与城镇化的加速时期，能源与煤炭的需求在无调控状态下将保持刚性增长，旺盛的需求推高煤价。

铁路运力瓶颈，区域供求失衡。根据我们煤炭研究员的研究成果，我国煤炭地域分布不均，“三西”到东部沿海地区的煤炭调运需求高于铁路运力，2011 年，三大通道总运煤量预计可达到 11 亿吨，而东部沿海省份电煤消耗略高于这样水平，铁路瓶颈对煤炭外运形成一定压力，不过发电企业会尽量通过进口煤炭来弥补缺口。

季节性用煤高峰，冬储煤和合同煤谈判。四季度是我国冬季用煤高峰，煤炭需求旺盛，各大电厂也进入了储煤阶段，通常情况下煤价会出现季节性上涨，而同时一年一度的合同煤谈判也在此时拉开序幕，较高的煤炭价格更有利于煤炭企业在来年获得丰厚的收益。

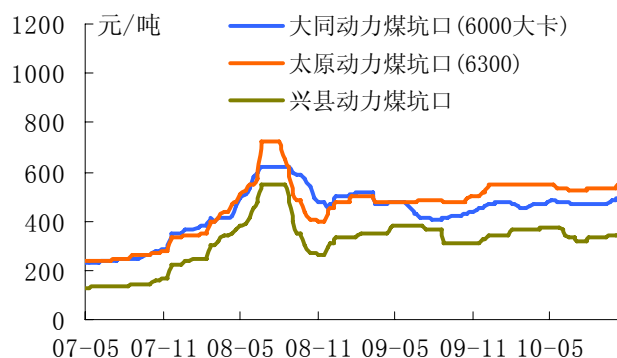
国际煤价上涨，形成一定的带动作用：11 月初，受美国量化宽松货币政策影响，引发全球大宗商品通胀的预期，截至 11 月 18 日，澳大利亚 BJ 现货价 111.3 美元/吨，较上月初增长 17%，对国内的煤价形成一定的带动作用。

图20：秦皇岛动力煤价格变动情况



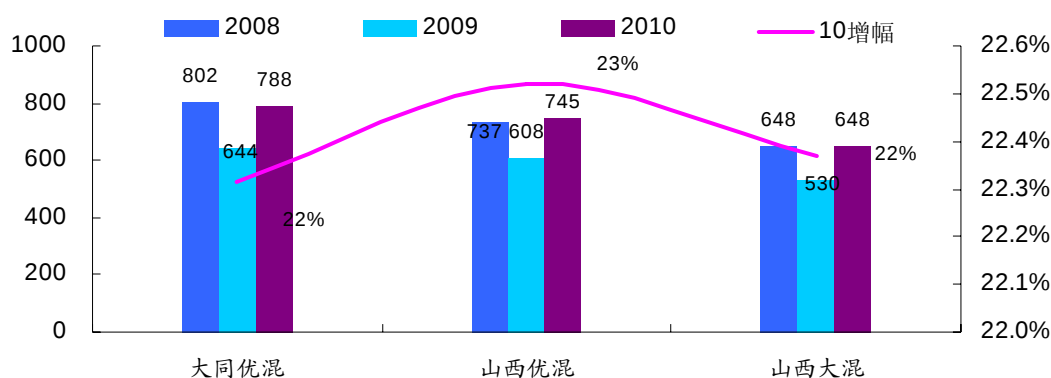
资料来源：煤炭市场网，招商证券

图21：山西主要动力煤产地价格变动情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券

图22: 秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较



资料来源: 招商证券

2、政府稳定物价，可能对煤价进行干预

国务院办公厅 20 日发布《国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》，推出“国 16 条”稳定物价，并明确提出做好煤电油气运协调工作，表达了政府的强烈决心。结合目前通胀形势，煤价上涨将大幅推高下游诸多产品的价格，从而引发更大的通胀压力，政府势必将进行干预，我们认为，对于煤价上涨不必太悲观，煤价走势仍存在以下抑制因素：

煤炭市场愈加成熟，消费愈加理性。2010 年煤炭价格突出特征是“淡季不淡、旺季不旺”，煤炭市场相对平稳，即有水电来水的周期性影响，又有市场的理性看待，适时储煤，熨平市场波动，我们认为，通过多年的整合，煤炭市场已经逐渐走向成熟，消费者也在煤价的大起大落中愈加理性，煤价将很难再现 2008 年时的大幅波动。

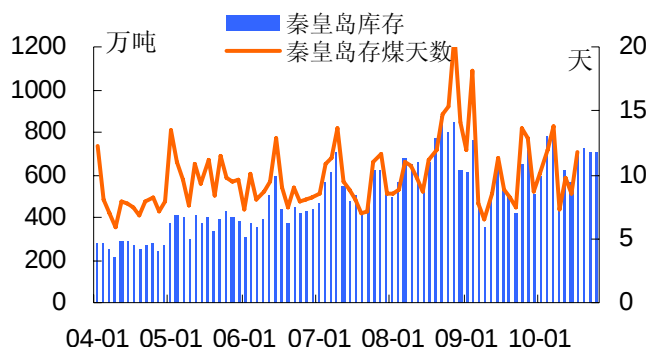
通胀时期稳定物价，政府决心加大。面对过快上涨的煤炭价格，国家发改委 22 日“要求煤炭行业加强行业自律，稳定市场价格和预期，严格履行合同，不得限制煤炭出省，努力保障煤炭稳定供应”。这是政府对煤炭行业稳定煤价的又一次信号，我们预计，如果煤炭价格如继续大幅飙升，相关限价措施将会陆续出台。

电厂存煤丰厚，平滑煤价波动。截至 10 月底，我国重点电厂库存 6274 万吨，存煤天数达 21 天，超过迎峰度夏期间库存量，再创新高。作为煤炭供需的蓄水池，我们认为，目前较高的电厂库存，有利于抑制煤价的上涨。

节能减排淘汰落后产业，逐步迈向低碳时代。随着国家节能减排政策的推进，大量落后高耗能产业将逐渐被淘汰，取而代之的是快速发展的清洁产业和低碳产业，电力行业也将走集约化、规模化开发的道路，社会逐渐迈向低碳时代，对煤炭的依赖度降低，煤价波动进一步减缓。

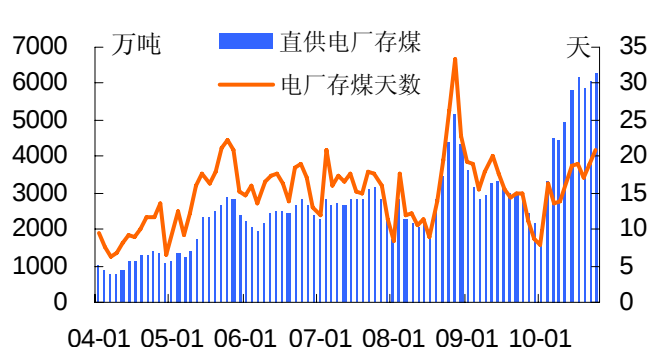
总体来讲，2011 年国内资源需求量依然旺盛，加上部分新增资源受运力制约无法形成有效供给，我们认为，电煤供需矛盾仍将十分突出，受此影响，平均合同煤价预计将在分歧中小幅上涨，但在国家抑制通胀水平的决心下，也可能进行一定的行政干预。

图23: 秦皇岛存煤与存煤天数



资料来源: 煤炭市场网, 招商证券

图24: 直供电厂库存与存煤天数



资料来源: 煤炭市场网, 招商证券

3、煤电联动时机成熟，静待 CPI 回落

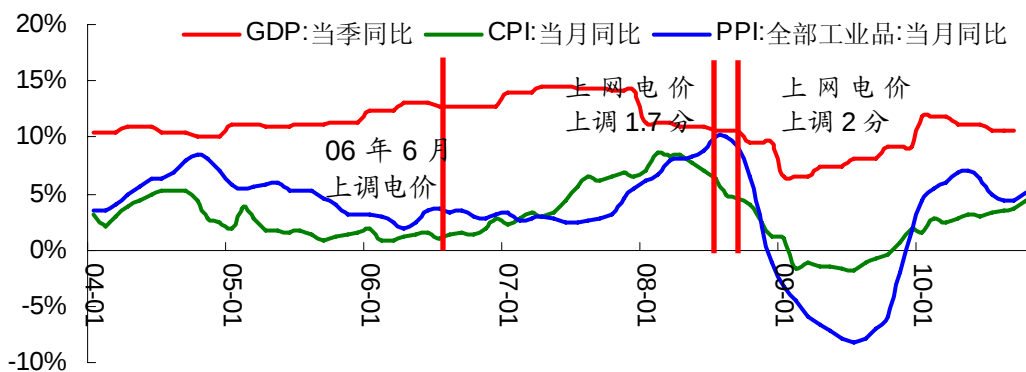
自2004年国家发改委颁布煤电价格联动机制以来，国家共实行了四次煤电价格联动，销售电价累计上涨32%，但秦皇岛5500大卡煤炭累计上涨超过150%，电价上涨幅度远低于煤炭涨幅。目前，中部六省、山东省、东北三省的火电企业全面亏损，煤价已占到火电成本的70%左右，电力企业已难以承受煤价持续上涨带来的压力，我们认为，目前煤电联动已迫在眉睫。

联动条件已满足，静待电价上调。按照煤电联动机制，一定时期内当煤价累计增幅超过5%时，其增加成本的70%通过调整电价来解决，30%由企业自行消化。目前，秦皇岛煤炭价格同比增长超过了21%，煤电联动已经满足调价条件。

销售电价两次上调，为上网电价创造空间。2009年11月，国家发改委大面积上调了销售电价，2010年10月，发改委就居民生活阶梯电价征求意见，将再次提升销售电价整体水平，电网企业成为最大受益者，同时，也为上网电价的提升腾出了空间。

保障电企发展，理顺电力价格。持续的亏损，将导致电力企业融资难度加大，偿债能力降低，增加电力、热力供应风险，不利于我国电力企业的健康发展。在水价、气价、油价都有所上调后，电价的理顺值得期待。

图25: CPI、PPI走势与电价调整时间



资料来源: 招商证券

由于近期持续上涨的物价，国家发改委表示，各级政府要充分考虑社会承受能力，统筹协调，审慎出台政府管理价格的调整时机、节奏和力度。这也就预示着短期内，上调上网电价压力较大，发改委本月三次公开要求煤炭行业加强行业自律，稳定市场价格和预期，也表明了政府力图通过抑制煤价上涨来暂时缓解煤电矛盾。

我们认为，电力企业的健康发展关系到国民经济命脉，在电力体制改革未能有效推动的情况下，上网电价的调整是电力企业健康发展的重要手段，目前时机已经成熟，必将在合适的时间推出，根据以往的经验，煤电联动的时机或许将在 CPI 回落后进行。

四、投资策略：关注煤炭自给率高、清洁发展的公司

虽然煤电联动仍需等待，但在煤价持续高位以及节能减排不断推进的背景下，我们建议投资者关注以下三类主题性机会：1) 煤炭自给率较高的电企，随着煤炭产能释放，公司业绩将明显改观。2) 把握电价、煤价、电量变动中受益的公司。3) 装机结构合理，清洁能源发展较快的公司。

1、煤炭是关键，寻找自给率较高的电企

在煤价居高不下、煤电矛盾难以有效缓解的大背景下，我们认为，火电企业要走出困境，除了依靠电力体制改革，实现电价市场化外，还有必要向上游产业链扩张，涉足煤炭领域，加快收购煤矿资源，从而加强对煤炭的控制力度，降低经营风险。总之，煤炭是火电企业发展的核心，拥有煤炭资源对电企自身有着积极的现实意义：

- 有利于拓展供煤渠道，保证原煤供应
- 有利于增强电企的议价能力，降低燃料成本，稳定煤价走势
- 有利于获得更大的发展空间，从而寻找新的利润增长点。

目前，五大发电集团控制的煤炭资源规模巨大，年产煤规模都在千万吨以上，根据公开信息统计，预计 2011 年五大集团可控产能将达到约 3 亿吨，2015 年达到 5.6 亿吨，而“十二五”末全国原煤产量预计约 38 亿吨，其中电煤约 18 亿吨，由此推算，仅五大集团煤炭产能就占到了全国电煤的 31%，届时将大幅提高电力企业的对煤价的话语权和煤炭的自给率，整个产业链的利润格局有可能重新分配。

表3：五大发电集团煤炭产能数据预计

单位: 万吨	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	备注
华能	6979	8979	11979	12279	12589	13789	十二五期间，自给率提高到 20%以上
大唐	4300	6600	6600	8600	8600	11500	十二五期间，自给率达到 40%
国电	2744	4494	5890	8390	8390	10390	十二五期间，自给率达到 30%-40%
华电	1795	3070	5860	6160	7060	8960	十二五期间，自给率超过 30%
中电投	6650	6890	7290	7290	7290	11690	十二五期间，自给率达到 50%
合计	22468	30033	37619	42719	43929	56329	

资料来源：公开信息，招商证券整理

为此，火电企业拥有煤炭资源是硬道理，煤炭自给率越高，火电企业越具有竞争力。沿着这条主线，我们根据公开资料，统计了主要火电上市公司的煤炭资源，并在此基础上测算了上市公司的原煤产量与原煤消耗量的比值，从而寻找煤炭自给率有保障的公司。测算过程中，我们主要基于以下假设：

- 假设原煤平均热值为 4000 大卡；
- 假设电厂平均利用小时为 5000 小时；
- 假设单位供电标煤单耗为 330 克/千瓦时（全国平均水平）；
- 暂不考虑集团火电资产或煤炭资产注入等影响。

表4: 主要上市公司煤炭资源预计

上市公司	控、参股煤炭资源	煤炭储量 (亿吨)		权益产能 (万吨)		火电装机 (万千瓦)		年耗煤量预计 (万吨)		产量/煤耗	
		总储 量	权益 储量	2011E	2015E	2011E	2015E	2011E	2015E	2011E	2015E
大唐发电	胜利东二、五间房、塔山、蔚州等	241	138	4055	10548	3003	3063	7708	7862	53%	134%
天富热电	大白杨沟、塔西河	8	3.2	213	213	25	110	64	282	331%	75%
内蒙华电	白彦花、吴四圪旦、魏家峁、高头窑等	166	46	685	1395	497	857	1276	2200	54%	63%
京能热电	酸刺沟	14.1	3.4	288	288	181	241	465	619	62%	47%
国电电力	察哈素、刘三圪旦、同忻、左云等	87	40	571	2885	1987	2822	5100	7243	11%	40%
中能股份	葫芦素、门克庆、杨柳	23.2	2.9	0	313	322	322	827	827	0%	38%
金山股份	白音华、南票	10.8	2.3	200	500	252	564	646	1448	31%	35%
上海电力	丁集煤矿	12.7	6.4	300	400	500	560	1283	1437	23%	28%
华电国际	茂华公司、不连沟、小纪汗、西黑山等	224	44	598	1698	2340	2785	6006	7148	10%	24%
广州控股	新东周窑	19.5	5.1	260	260	340	712	873	1827	30%	14%
国投电力	皮里青	7.4	4.4	234	234	688	688	1766	1766	13%	13%
粤电力 A	观音山、新庄	8.7	3.5	200	200	707	1467	1815	3765	11%	5%
合计		822.4	299.2	7603	18934	10842	14191	27828	36425	27%	52%

资料来源：公开信息，招商证券整理

从表中可以看出，到 2015 年，重点电企的煤炭合计产能有望达到自身消耗量 50%以上，但由于电力企业拥有的煤矿资源与其电厂在地域、热值等因素上未必匹配，且电企多元化发展如煤化工等产业也会用掉部分煤炭产能，因此，公司煤炭自给率一般情况下远小于上述比值（产量/煤耗），我们判断，“十二五”末，电企的煤炭自给率预计在 30%左右。

虽然该比值不能完全反映电力公司的煤炭自给率，但仍具有较高的参考价值，由于煤炭与电力是产业链的上下游关系，电力企业拥有大量的煤炭资源，即便完全不供给自己的电厂，在煤价上涨时，仍可以实现煤炭增收与电力减收的对冲，从而稳定公司业绩，降低风险，保障公司发展。

从测算结果分析，比值最高的五家上市公司分别为大唐发电 134%、天富热电 75%、内蒙华电 63%、京能热电 47%、国电电力 40%，其中，大唐发电由于大量自产煤炭用于煤化工项目，其电厂煤炭自给率约在 40%左右。

在此基础上，考虑到公司的成长性、资源优势，我们重点选出了内蒙华电、京能热电、国电电力三家上市公司，公司丰富的煤炭资源可以保障自身火电厂的正常运营，随着公司煤炭产能的逐步释放，公司将在电力行业中脱颖而出。

2、装机结构合理，寻找清洁发展公司

煤价持续高位以及节能减排的巨大压力，让电力企业深刻认识到，除了要进入上游煤炭资源，保障稳定运营，还要大力发展清洁能源，实现可持续发展。“十二五”期间，国家为实现 2020 年非化石能源比重达到 15% 的目标，将不断加快水电、核电、风电等清洁能源的建设，同时，相关扶持政策将陆续出台，清洁能源比重较高的企业将受益。

鉴于清洁能源中，水电、核电、风电适宜大规模开发，相关产业较为成熟，盈利状况较好，属于我们重点看好的清洁能源。为此，我们统计了主要电力公司清洁能源的装机结构情况以及其未来的发展，以寻找清洁能源中的领跑者。

表5：重点上市公司清洁能源预计

编号	上市公司	清洁能源装机（万千瓦）				清洁能源比重（%）			备注
		2011	2013	2015	复合增长率	2011	2013	2015	
1	川投能源	405	1245	1545	40%	97%	99%	99%	考虑参股的二滩公司
2	国投电力	584	1424	1724	31%	46%	67%	71%	
3	三环股份	375	375	775	20%	50%	50%	67%	考虑参股的咸宁核电
4	国电电力	700	845	1189	14%	26%	22%	28%	不考虑集团资产注入
5	黔源电力	247	319	331	8%	100%	100%	100%	不考虑资产收购
6	桂冠电力	405	405	465	4%	84%	76%	76%	不考虑资产收购
7	长江电力	2098	2098	2098	0%	100%	100%	100%	不考虑资产收购

资料来源：招商证券

寻找清洁能源增速最快的公司。根据预测情况，重点公司中，清洁能源装机增长较快的公司有川投能源、国投电力和国电电力，主要是其拥有的雅砻江、大渡河流域水电进入了集中投产期，以上两流域均是全国十三大水电基地之一，水能储量丰富，调节性能好，是优质的水电电源点。其中：

- 川投能源、国投电力未来五年共同迎来了雅砻江的收获季节，在建的锦屏一级（360 万千瓦）、锦屏二级（480 万千瓦）、官地（240 万千瓦）以及桐子林（60 万千瓦）将于 2012 年~2015 年期间集中投产，届时，雅砻江水电装机将由目前的 330 万千瓦增加到 1410 万千瓦，两公司的清洁能源复合增速分别达到 40% 和 31%。
- 国电电力迎来了大渡河流域的飞跃，瀑布沟（360 万千瓦）、深溪沟（66 万千瓦）、大岗山（260 万千瓦）和枕头坝（72 万千瓦）陆续投产，带动公司清洁能源装机增长至 1189 万千瓦，复合增长率达到 14%。

表6、十三大水电基地规划装机容量统计

序号	水电基地名称	流域范围	规划装机	年发电量
1	金沙江干流水电基地	石鼓-宜宾	6225	2920
2	长江上游水电基地	宜宾—宜昌、清江干流	2884	1280
3	雅砻江干流水电基地	两河口—江口	2570	1250
4	澜沧江干流水电基地	云南省境内	2511	1400
5	大渡河干流水电基地	下尔呷—铜街子	2492	1136
6	怒江干流水电基地	松塔至国界	2199	1037
7	黄河干流水电基地	茨哈—青铜峡	2093	750
8	南盘江红水河水电基地	黄泥河、天生桥—长洲	1430	635

序号	水电基地名称	流域范围	规划装机	年发电量
9	东北水电基地	黑吉辽三省	1326	355
10	闽、浙、赣水电基地	闽、浙、赣三省诸河	1220	315
11	乌江水电基地	乌江干流+洪家渡	1122	396
12	湘西水电基地	湘、资、沅、澧水及其支流	1081	378
13	黄河北干流水电基地	干流托克托县—潼关	643	178
合计			27796	12030

资料来源：《中国能源报》、招商证券整理（单位：万千瓦，亿千瓦时）

寻找清洁能源比重大、盈利强的公司。清洁能源比重最大的公司为长江电力、黔源电力和川投能源，可以看出，这些公司基本均为纯水电公司，未来五年，水电仍是清洁能源的骨干能源，而其水电质量也决定了公司盈利水平。

- 长江电力，作为国内的水电龙头，拥有全国最大的水电站三峡电站（1820 万千瓦）和葛洲坝（278 万千瓦），具有多年调节能力，全年来水和电量稳定，前三季度发电利用小时达到 3828 小时，远超全国水电 2660 的平均水平，同时公司毛利率达到 65%，盈利能力极强。另外，大股东三峡集团总公司在建和拟建水电站装机总规模预计达到 4516 万千瓦，包括三峡地下电站、金沙江下游的溪洛渡、向家坝电站等，如果这些资产将来可以注入，将使得公司装机规模增长两倍，成长空间广阔。
- 川投能源，现有清洁能源主要是田湾河梯级电站（72 万千瓦）和参股的二滩电站（330 万千瓦），另外，公司还参股国电大渡河公司 10% 的股权，可以说，川投能源借助地域优势拥有了四川省内最为优越的三条河流的电站，清洁能源比重达到 97%~99%，总而言之，川投能源不但清洁能源比重高，而且未来进入高速成长期，在煤价节节高攀的环境下，具有非常突出的竞争优势。
- 黔源电力，也是一家纯水电公司，现有水电装机 247 万千瓦，主要分布于三岔河、芙蓉江和北盘江上，虽然上半年来水不佳，但前三季度毛利率仍达到 52%，高于全国水电 50% 的平均水平，公司主力电厂董箐电站（88 万千瓦）今年全部投产，将于明年贡献全年利润，盈利水平仍有提升空间。另外，其作为华电集团下唯一从事水电的上市公司，在证监会解决同业竞争的大背景下，整合集团该地区的水电资产也成为一种可能。预计到 2012 年，华电在贵州总装机容量将超过 1400 万千瓦，为公司打开成长空间。

表7：三峡集团总公司在建及拟建项目

	装机容量 (万千瓦)	机组构成	平均发电量 (亿千瓦时)	项目进度	预计投产时间
地下电站	420	6×70	35	2008 年	2011 年
溪洛渡	1386	18×77	571	2005.12 开工	2013 年
向家坝	640	8×80	307	2006.11 开工	2012 年
乌东德	870	12×72.5	387	筹建	-
白鹤滩	1200	16×75	560	筹建	-
总计	4516	-	1861	-	-

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

寻找清洁能源中的新星。近期，三环股份完成了资产置换，变身为湖北省属控股最大的电力能源企业。除了拥有优质水电资源，还大比例参股核电是三环股份最具特色的特点，也是目前上市公司中真正意义上具备核电概念的股票。公司清江流域电站盈利能力较为

突出，毛利率达到 62%，‘十二五’末，随着咸宁核电项目的投产，将大比例提升公司清洁能源比重，盈利水平也将实现跨越式发展，可以说三环股份是电力股票中的一朵奇葩。

3、业绩波动加大，寻找业绩高弹性的公司

现阶段，火电企业经营始终面临着煤价不断攀升、煤电联动滞后以及利用小时受挤压的三重困境，‘十二五’期间，以上因素仍将继续困扰着电力企业。当煤价、电价、电量发生变化时，公司业绩将出现大幅波动。为了把握公司业绩受各因素的影响程度，我们对重点上市公司进行了相关敏感性分析，在外因变化中寻找绩优股。

敏感性测算过程中，我们分别按照煤价、电价以及电量上涨 1% 来测算公司 2011 年每股收益的变动，从下表可以看出，各上市公司对电价、煤价的敏感度普遍高于对电量的敏感度，我们认为，这些公司主要是长期受高煤价、低电价的困扰，业绩处于低收益状态，一旦政策转好，公司的业绩将得到充分释放。

表8：重点上市公司敏感度分析

编号	名称	2011EPS	敏感性分析					
			煤价+1%	EPS%	电价+1%	EPS%	电量+1%	EPS%
1	华电国际	0.06	-0.030	-51.3%	0.042	72.6%	0.012	21.3%
2	建投能源	0.15	-0.031	-21.0%	0.039	26.2%	0.005	3.4%
3	华能国际	0.34	-0.038	-11.0%	0.051	15.0%	0.014	4.0%
4	粤电力 A	0.42	-0.027	-6.4%	0.035	8.3%	0.008	1.9%
5	大唐发电	0.23	-0.012	-5.1%	0.019	8.1%	0.007	3.0%
6	国投电力	0.34	-0.014	-4.0%	0.025	7.4%	0.013	3.6%
7	金山股份	0.70	-0.022	-3.1%	0.039	5.6%	0.017	2.5%
8	国电电力	0.18	-0.006	-3.1%	0.010	5.5%	0.004	2.4%
9	深圳能源	0.89	-0.020	-2.3%	0.047	5.3%	0.027	3.0%
10	宝新能源	0.23	-0.008	-3.4%	0.011	5.0%	0.004	1.6%
11	京能热电	0.75	-0.024	-3.2%	0.034	4.5%	0.010	1.3%
12	内蒙华电	0.49	-0.007	-1.4%	0.016	3.3%	0.009	1.9%
13	广州控股	0.42	-0.005	-1.3%	0.013	3.2%	0.003	0.7%
14	申能股份	0.58	-0.008	-1.4%	0.013	2.2%	0.005	0.8%

资料来源：招商证券（注：2011 年公司业绩预测，假设煤价较今年上涨 30 元/吨，电价上调 3~5%）

根据测算结果，业绩弹性较大的公司分别为华电国际、建投能源和华能国际等，另外，业绩较为稳定、受以上因素影响较小的分别为申能股份、内蒙华电、广州控股等。因此，我们建议投资者进行如下配置：

- **激进的投资**者，可以关注**华电国际、建投能源、华能国际**。特别是华电国际，电价上调 1% 将提升公司业绩 73%，适合在电价上升通道配置；由于煤电联动时机已经成熟，明年电价上调是大概率事件，这些公司对电价弹性较大，业绩将直接受益，盈利能力快速恢复到正常水平。另外，我们认为这些公司经过前期股价下跌，风险已得到一定的释放，处于低谷，未来随着政策好转，成长空间广阔。
- **稳健的投资**者，可以重点关注**内蒙华电、广州控股**。公司电价水平相对于煤价水平更具优势，盈利能力较强，业绩稳定，且均有煤炭资源，可以对冲煤价波动带来的业绩影响。同时，上述公司目前估值较低，按照 2011 年业绩，PE 均为 20 倍，远低于火电行业 33 的平均水平，具有较强的防御价值，且未来成长性较好，适合稳健投资。

五、重点公司推荐

1、等待行业性机会，挖掘个股性机会

“十二五”期间，国家将加快体制和富民改革之路，电力体制改革在经历了长时间的停滞，或将迎来转机和突破。但时下不断高涨的煤价、迟迟不前的煤电联动，均预示着电力的行业性机会仍需静静等待。为此，2011年，我们从策略上“轻行业，重个股”，建议投资者关注以下个股投资机会，注重投资时机的把握。

- **煤炭储备丰富，自给率较高的公司。**代表性的公司是内蒙华电、京能热电、国电电力。公司均拥有丰富的煤炭资源，可保障自身火电的正常运营，抵消煤价上涨风险。
- **装机结构合理，清洁能源发展较快的公司。**代表性的公司为川投能源、国投电力、国电电力。公司装机结构较为合理，且未来进入清洁能源的高速成长期，受益于国家政策支持，将获得高于行业的收益。
- **业绩稳健，受煤价影响较小的公司。**代表性的公司为内蒙华电、广州控股。公司业绩较好，估值较低，且受煤价影响不大，同时又都具有丰富的煤炭储备，保障公司业绩稳步增长。
- **期待煤电联动，对电价弹性较大的公司。**代表性的公司为华电国际、建投能源、华能国际。这些公司一旦电价上调，盈利能力将快速恢复到正常水平，业绩弹性较大。

表9：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
					09	10E	11E	09	10E	11E	
水电	600900	长江电力	强烈推荐 A	7.57	0.23	0.47	0.51	33	16	15	1.9
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	4.74	0.22	0.31	0.27	22	15	18	3.4
火电	600795	国电电力	强烈推荐 A	3.1	0.29	0.14	0.18	11	22	17	2.0
	600578	京能热电	强烈推荐 A	10.79	0.30	0.63	0.75	36	17	14	3.1
	000027	深圳能源	强烈推荐 A	10.67	0.91	0.77	0.89	12	14	12	1.7
	000539	粤电力 A	强烈推荐 A	6.2	0.44	0.31	0.42	-	20	15	1.7
	600396	金山股份	强烈推荐 A	10.18	0.12	0.15	0.70	85	68	15	3.2
	000602	金马集团	强烈推荐 A	27.9	-0.07	0.69	1.03	-399	40	27	19.0
	600011	华能国际	审慎推荐 A	5.82	0.42	0.28	0.34	14	20	17	1.7
	600863	内蒙华电	审慎推荐 B	9.68	0.20	0.43	0.49	48	23	20	4.6
	600098	广州控股	审慎推荐 B	8.49	0.35	0.36	0.42	25	23	20	1.9
	000600	建投能源	审慎推荐 B	5.23	0.14	0.04	0.15	37	128	35	1.6
	600886	国投电力	审慎推荐 B	7.5	0.27	0.26	0.34	28	28	22	1.7
	600642	申能股份	审慎推荐 B	7.97	0.55	0.51	0.58	14	15	14	1.4
	000690	宝新能源	审慎推荐 B	5.73	0.48	0.18	0.23	12	32	25	3.2
	600027	华电国际	审慎推荐 B	3.86	0.17	-0.10	0.06	22	-40	67	1.7
	601991	大唐发电	审慎推荐 A	6.6	0.13	0.18	0.25	53	36	26	2.7
电网	600995	文山电力	审慎推荐 B	10.78	0.20	0.28	0.38	54	39	28	5.2

资料来源：招商证券

截止日期：2010-11-30

2、风险提示

上市公司清洁能源发展、煤炭产能释放慢于预期；CPI 居高不下，煤电联动难以执行。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业分析师。

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。