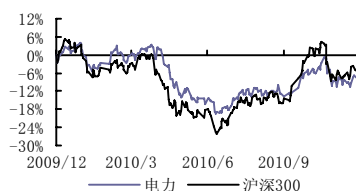




公用事业 - 电力

2010 年 12 月 20 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电力	3.28%	6.12%	-8.76%
沪深 300	3.92%	12.73%	-7.31%

代码	名称	6m%	YTD	评级
600900	长江电力	-1.90	-8.15	买入
600863	内蒙华电	34.51	22.71	增持
600795	国电电力	2.07	-1.97	增持

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。

关注平淡中的相对优势

— 电力行业 2011 年投资策略

评级： 中性

- **用电量增速趋于稳定。**随着国内节能减排工作将进入正常轨道，国内用电量增速将进入合理区间，保持相对稳定，预计 2010 年用电量增速为 14%，2011 年用电量增速为“前低后高”，全年用电量增速为 13.5% 左右。
- **装机增速平稳，利用小时小幅增长。**预计 2011 年全国装机容量增长率为 10% 左右，维持平稳增长；2011 年全国发电机组利用小时为 4800 小时左右，同比增长约 2%。
- **煤价将小幅上涨，电价改革还待时日。**我们认为，发改委合同煤该限价措施的有效性有待观察，合同煤的兑现率是关键要素，综合来看，预计发电企业的综合煤炭价格将小幅上涨；另外合同煤限价将使火电企业经营继续恶化程度得以缓解，电价上调的迫切性降低，国内面临通胀压力，电价上调压力较大。
- **2011 年业绩展望：火电难实质改观，水电相对稳定。**火电企业业绩增长仍受制于煤炭价格的涨幅，通过煤炭价格、利用小时对火电上市公司业绩影响的敏感性分析，若在火电利用小时增长 2%，综合煤炭价格涨幅若超过 2%，整体毛利率将出现下降；根据历年水电业绩情况，预计水电业绩将保持稳定，毛利率为 45% 左右。
- **投资评级与策略。**目前电力行业估值优势不明显，预计 2011 年电力行业整体表现平淡，给予行业“中性”评级。我们认为具有相对优势的公司仍然值得关注：一是盈利能力较强，成长性较好的水电公司，如：长江电力；二是具有成本、资产外延式扩张优势的火电公司，如：内蒙华电、国电电力。
- **风险提示：**宏观经济增长及政策的不确定性；发电量、机组利用小时增速低于预期。

用电量增速趋于稳定

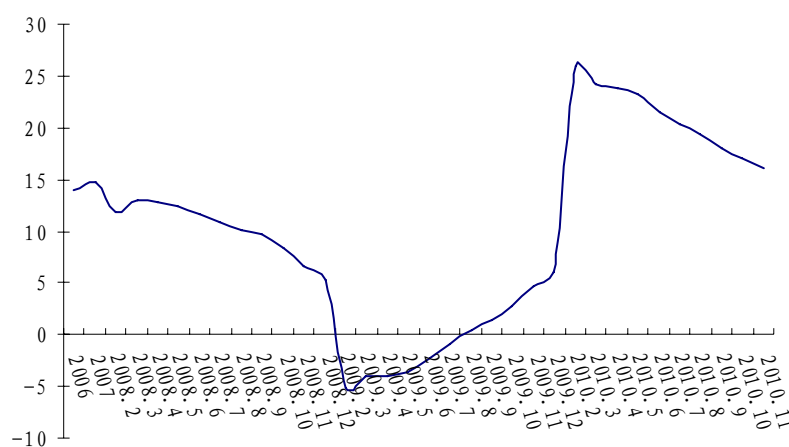
1-11 月，全国用电量为 38298 亿千瓦时，同比增长 16.09%，增速环比略降 0.94 个百分点；11 月实现全社会用电量 3460 亿千瓦时，同比增速约为 5.4%。

分产业来看，1-11 月，第二产业、第三产业、城乡居民生活用电同比增速为 17.18%、15.16%、12.77%。其中工业用电增速环比回落 1.14 个百分点，第三产业用电增速、城乡居民生活用电增速环比略下降。

我们认为，用电量增速下降的原因有两点：一是受去年同期基数偏高的原因的基数影响（去年用电量增速为前低后高），从今年 5 月开始用电量增速出现回落；二是全国各地为了突击完成“十一五”节能减排目标，采取限产停产等措施降低能耗的做法影响了用电量。

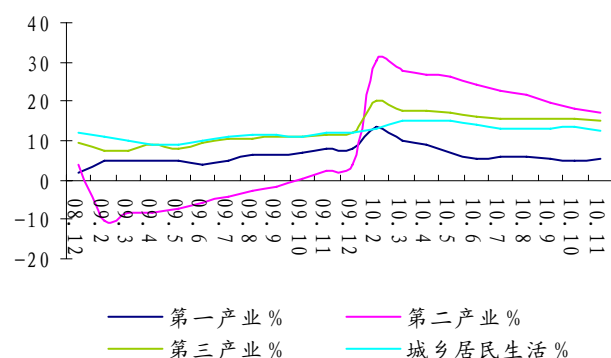
从用电量环比增速来看，9 月下降 12.3%，10 月 2.64%，11 月环比增速约为 1.8%。环比降幅收窄，逐渐转正，与近 3 年 9-12 月用电量环比增速比较，9 月环比降速最大，验证了地方限产停产等措施对用电量的影响。

Figure 1 全社会用电量累计增速



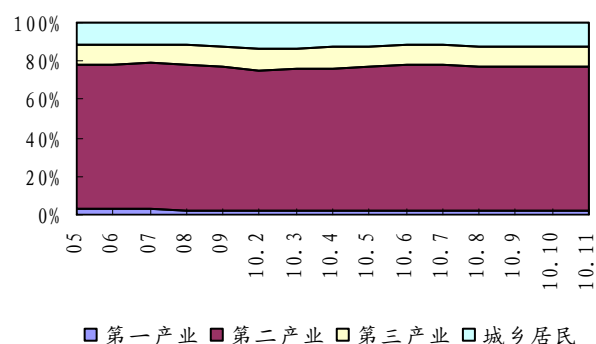
资料来源：中电联、世纪证券研究所

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

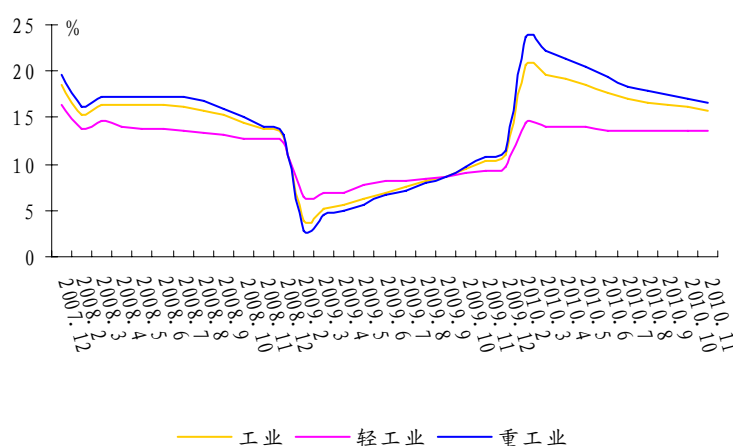


资料来源: 中电联、世纪证券研究所

1-11 月, 工业增加值累计增速为 15.8%, 其中重工业增加值累计增速为 16.7%, 增速环比分别下降 0.3、0.4 个百分点, 延续了增速减缓的趋势; 轻工业累计增加值增速连续 6 个月保持为 13.6%。

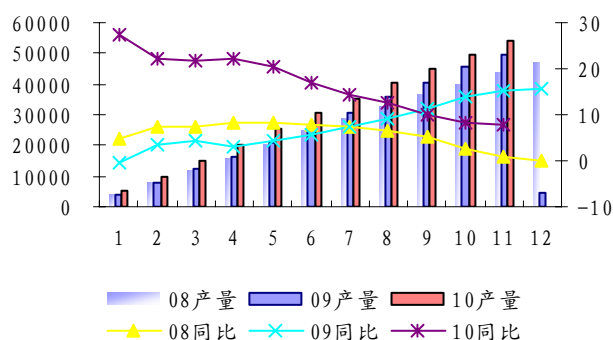
下游高耗能行业(化工、非金属、黑色金属、有色金属及电力)产量增速放缓。1-11 月, 全国生铁产量累计同比增速为 8.02%, 环比回落 0.25 个百分点; 十种有色金属产量累计同比增速为 18.92%, 环比回落 2.33 个百分点; 水泥产量累计同比增长 15.58%, 环比略上升 0.35 个百分点; 烧碱产量累计同比增长 13.28%, 环比回落 0.95 个百分点。

Figure 4 工业增加值累计同比增速



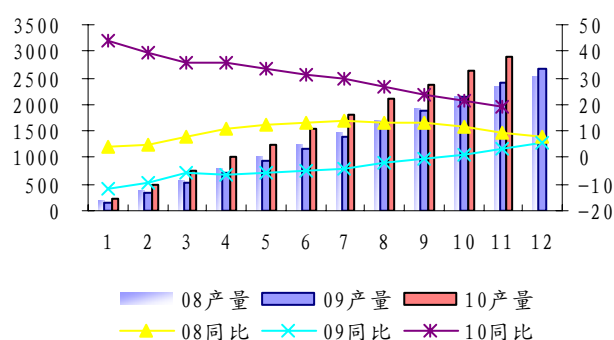
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 5 全国生铁累计产量及增速 单位: 万吨



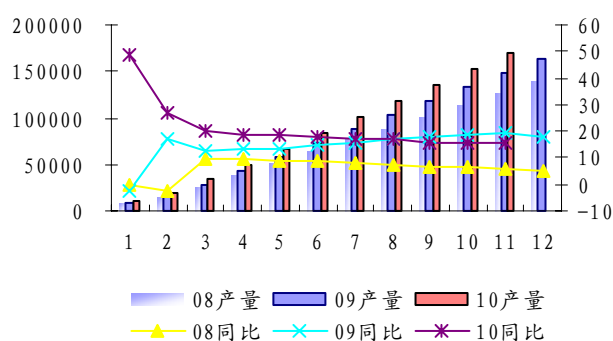
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 6 全国十种有色金属累计产量及增速 单位: 万吨



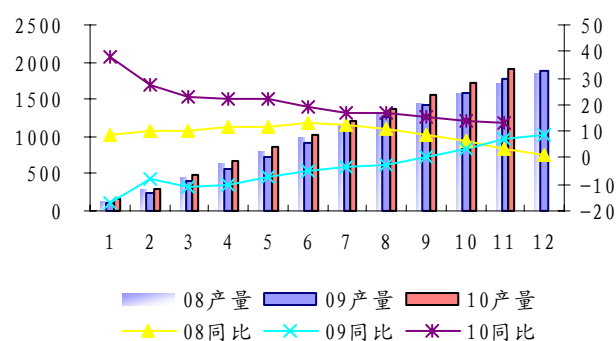
资料来源: Wind、世纪证券研究所

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

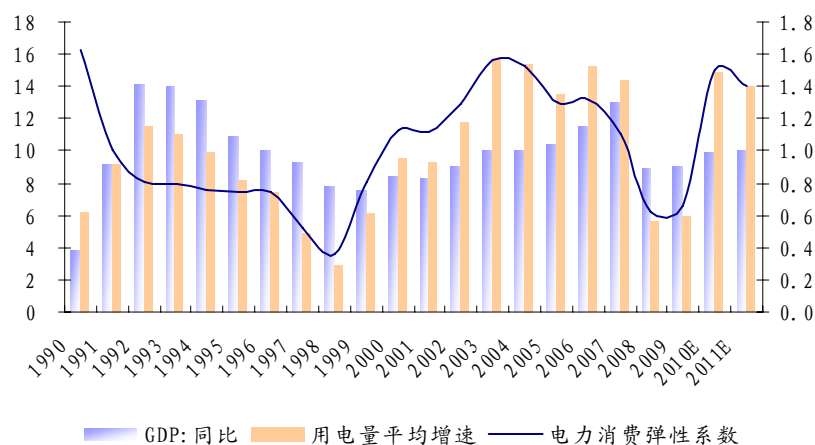
Figure8 全国烧碱累计产量及增速 单位: 万吨



资料来源: Wind、世纪证券研究所

随着国内节能减排工作将进入正常轨道,用电量增速将进入合理区间,将保持相对稳定,预计 2010 年用电量增速为 14%,2011 年用电量增速为“前低后高”,全年用电量增速为 13.5%左右。

Figure9 GDP 与电力需求增速预测

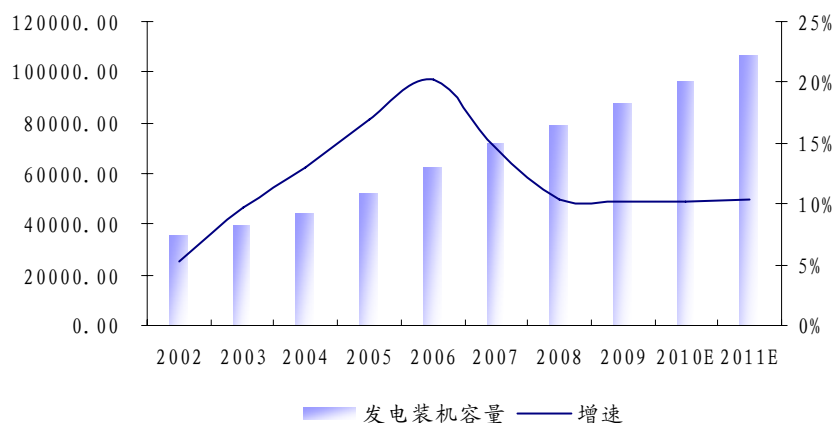


资料来源: 国家统计局、世纪证券研究所

装机增速平稳，利用小时小幅增长

1-11 月，全国 6000 千瓦以上发电设备容量为 90257MW，同比增长 12%，其中火电为 68613MW，同比增长 9.7%；水电为 17905MW，同比增长 14.03%；核电为 1082MW，同比增速为 19.16%，水电和核电装机增速较高，预计 2011 年全国装机容量增长率为 10% 左右，维持平稳增长。

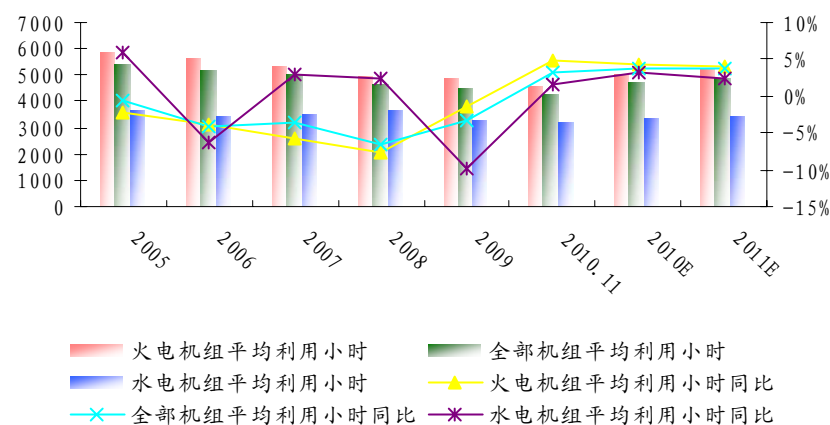
Figure 10 发电装机总量及增速预测 单位：万千瓦



资料来源：中电联、世纪证券研究所

1-11 月，全国发电企业利用小时累计为 4275 小时，同比增加 14.46 小时，同比增长 3.31%，增速环比下降 1.54 个百分点。其中火电机组为 3590 小时，同比提高 17 小时，同比增速为 4.87%，环比下降 1.99 个百分点，水电机组为 3211 小时，同比增加 8.44 小时。在全年用电量增长 13%，装机容量增长 10% 的假设下，我们预计 2011 年全国发电机组利用小时为 4800 小时左右，同比增长约 2%。

Figure 11 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

煤价将小幅上涨，电价改革还待时日

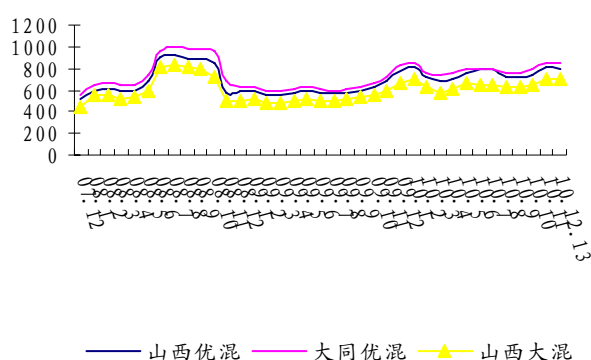
截止 12 月 13 日，秦皇岛主要煤价同比均上涨，其中山西优混、大同优混、山西大混上涨幅度分别为 1.92%、14.86%、10.16%；1-10 月，煤炭进口 1.33 亿吨，同比增加 38%，澳大利亚 BJ 动力煤价格同比增长约 36.8%。

国家发改委日前已正式下发《2011 年全国煤炭产运需衔接工作的通知》，要求 2011 年重点合同价格维持上年水平不变，不得以任何形式变相涨价。文件要求煤炭供需企业要在本通知下发后 25 日内，协商完成合同签订。

我们认为，发改委合同煤限价措施的有效性有待观察，合同煤的兑现率是关键要素，该限价措施主要是对国有重点煤企起作用，合同煤的兑现率或因限价降低，导致发电企业对市场煤的需求增加，从而推高国内外煤炭市场价格，综合来看，预计发电企业的综合煤炭价格将小幅上涨。

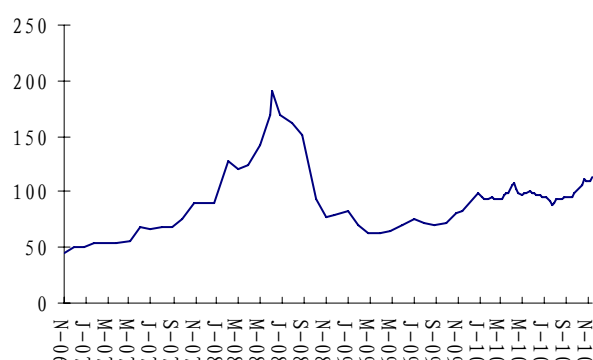
由于电煤合同价格受限，火电企业经营恶化程度得以缓解，电价上调的迫切性降低，虽然煤电联动是行业突破点，但国内面临通胀压力，电价上调压力较大，我们认为电价改革还需时日。

Figure 12 秦皇岛主要动力煤价格走势 单位：元/吨



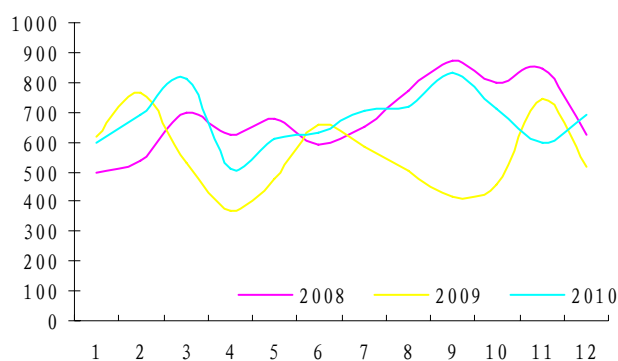
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure13 澳大利亚 BJ 动力煤价格走势 单位：美元/吨



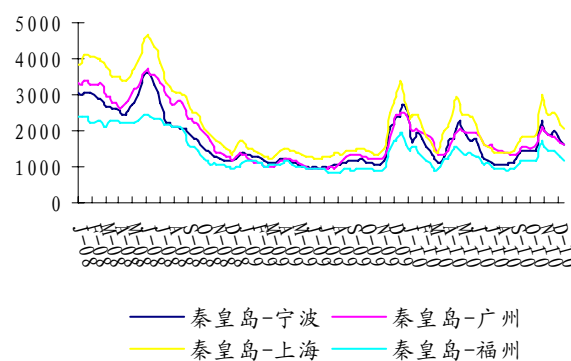
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 14 秦皇岛煤炭库存 单位: 万吨



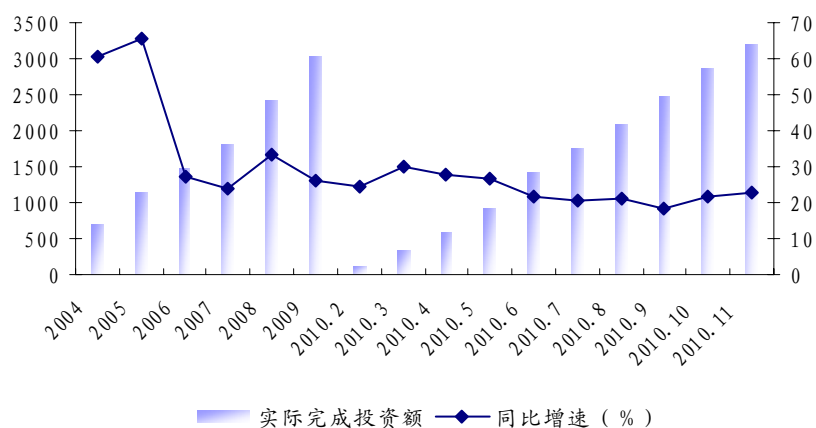
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 15 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 16 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

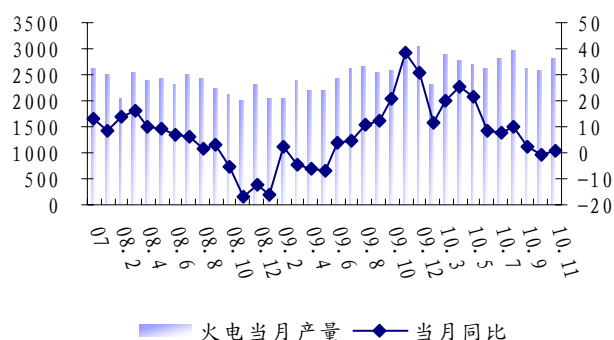
2011 年业绩展望: 火电难改观, 水电相对稳定

火电业绩难实质改观

1-11 月, 火电机组累计发电量为 30197.46 亿千瓦时, 同比增长 13.03%。继 6 月水电进入汛期后, 火电发电量增速出现明显下降。11 月, 火电机组发电量为 2789.33 亿千瓦时, 同比增长 0.47%, 保持 9 月以来的较低增速 (10 月下降 0.56%)。

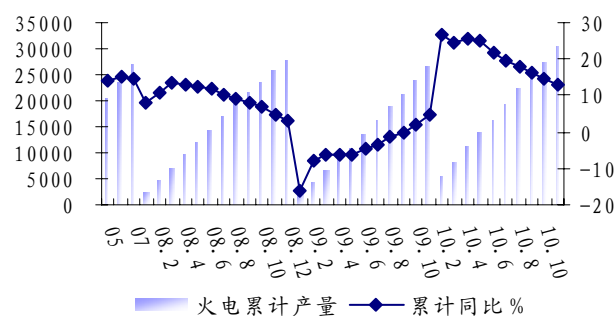
1-8 月, 全国火电行业累计实现营业收入 6967.03 亿元, 同比增速为 20.75%。行业营业成本同比上涨 26.10%, 毛利率为 9.76%, 同比下降 3.69 个百分点, 降幅较 5 月扩大, 预计 2011 年, 随着煤炭价格上涨幅度缓解, 火电企业业绩继续恶化可能性降低, 但业绩改观有限。

Figure 17 火电企业当月发电量及同比增速



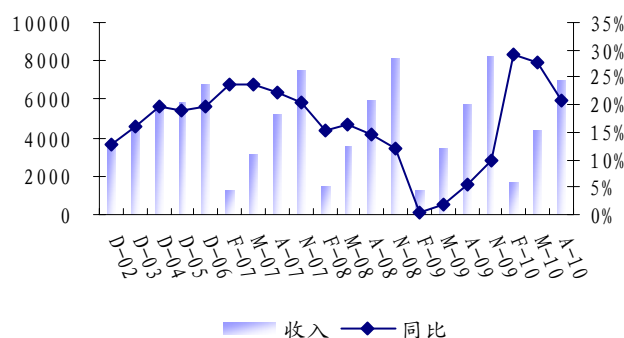
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure18 火电企业累计发电量及同比增速



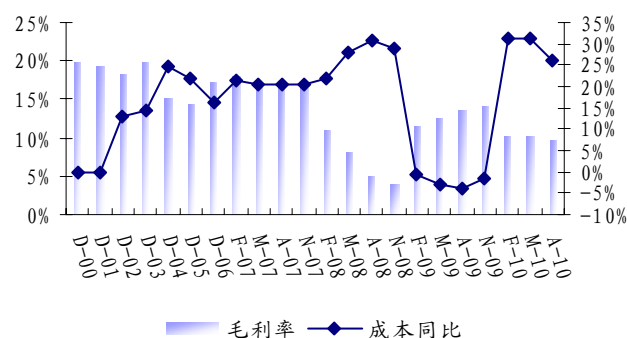
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 19 国内火电行业收入及同比 单位: 亿元



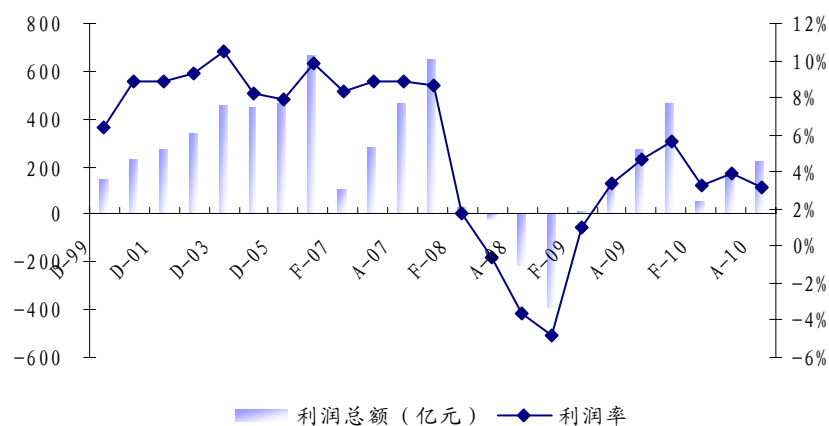
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 20 国内火电行业毛利率及成本同比



资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 21 国内火电行业利润总额及利润率 单位: 亿元



资料来源: Wind、世纪证券研究所

若暂不考虑电价的调整,通过煤炭价格、利用小时对火电上市公司业绩影响进行敏感性分析。我们认为 2011 年火电企业业绩增长仍受制于煤炭价格的涨幅,若在火电利用小时 2%涨幅的预测下,综合煤炭价格涨幅若超过 2%,毛利率将出现下降,火电行业业绩难出现实质改善。

Figure 22 2011 年火电上市板块毛利率预测与敏感性分析

毛利率		利用小时变动幅度					
		-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
综合煤炭价格涨幅	8%	6.59%	7.00%	7.43%	7.85%	8.29%	8.73%
	7%	7.21%	7.64%	8.07%	8.51%	8.96%	9.42%
	6%	7.83%	8.27%	8.72%	9.17%	9.64%	10.11%
	5%	8.45%	8.91%	9.37%	9.83%	10.31%	10.79%
	4%	9.07%	9.54%	10.01%	10.49%	10.98%	11.48%
	3%	9.69%	10.17%	10.66%	11.15%	11.66%	12.17%
	2%	10.32%	10.81%	11.31%	11.81%	12.33%	12.85%
	1%	10.94%	11.44%	11.95%	12.47%	13.00%	13.54%
	0%	11.56%	12.07%	12.60%	13.13%	13.67%	14.22%

注: 煤炭燃料占生产成本的 70%。

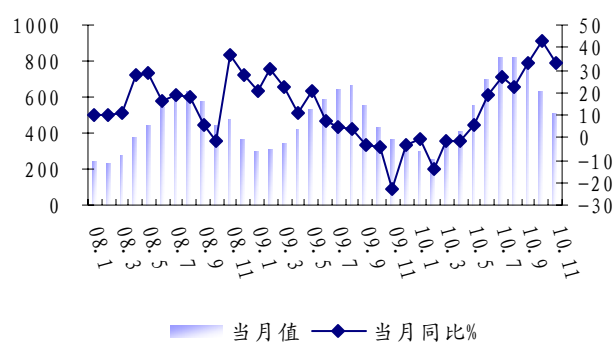
资料来源: Wind、世纪证券研究所

水电业绩相对稳定

1-11 月,水电机组累计发电量为 6184.22 亿千瓦时,同比增长 17.49%,环比增加 1.29 个百分点,延续了至月以来增速扩大趋势。11 月,水电机组发电量为 507.25 亿千瓦,同比增长 33.05%。受 2009 年水电发电量增速“前高后低”影响,今年水电增速出现“前低后高”态势

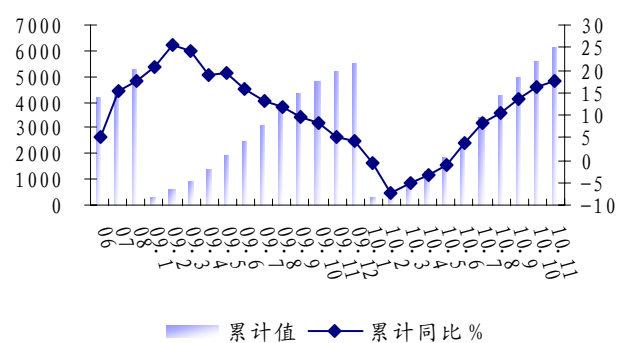
1-8 月,水电行业销售收入同比增速为 21.12%,较 1-5 月增速提高约 11 个百分点,毛利率为 42.66%。全行业利润较 1-2 月扭亏为盈后进一步增长,实现利润总额 248.38 亿元,同比增长约 46%,利润率为 22.09%,同比增加 0.43 个百分点。根据历年水电业绩情况,预计水电业绩将保持稳定,毛利率为 45%左右

Figure 23 水电企业当月发电量及同比增速



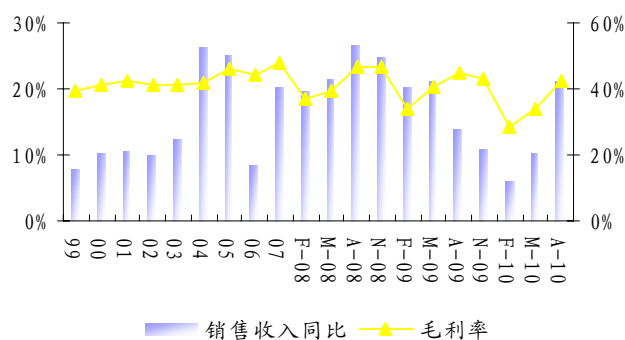
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 24 水电企业累计发电量及同比增速



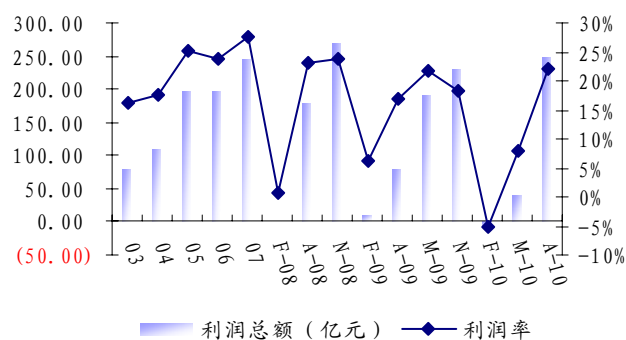
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 25 水电行业销售收入同比及毛利率



资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 26 水电行业利润总额及利润率



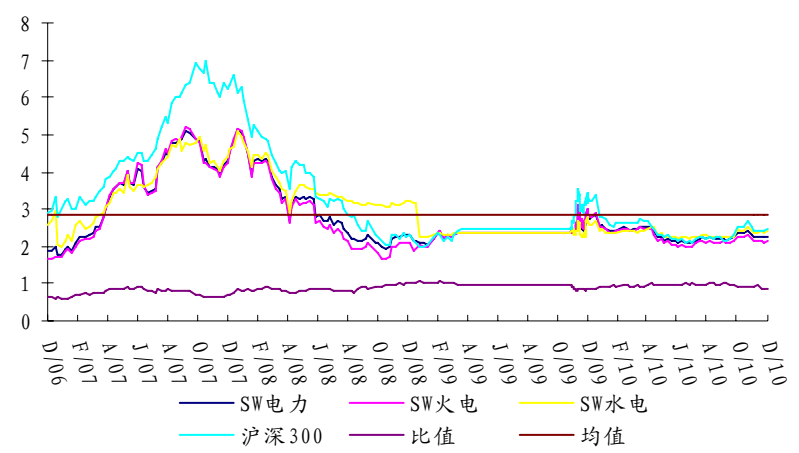
资料来源: Wind、世纪证券研究所

给予行业“中性”评级

截止 12 月 16 日, 从静态估值来看, A 股电力行业整体市净率为 2.28, 低于 06 年以来行业历史平均水平 (2.86), 与沪深 300 比值为 0.87, 位于历史平均水平。但从动态估值来看, 以 2010 年 3 季报业绩为基数, 目前 A 股电力行业整体市盈率约为 26.87 倍, 高于沪深 300 (19.36 倍) 平均水平。

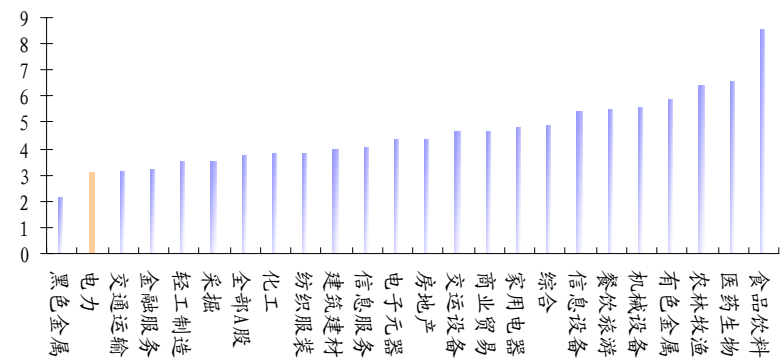
综合来看, 目前电力行业估值优势不明显, 火电企业燃料成本压力仍然存在, 行业整体业绩不容乐观, 给予行业“中性”评级。

Figure 27 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 28 行业估值比较



资料来源: Wind、世纪证券研究所

投资策略 - 关注平淡中的相对优势

虽然行业整体表现平淡, 我们认为具有相对优势的公司仍然值得关注: 一是盈利能力较强, 成长性较好的水电公司, 如: 长江电力; 二是具有成本、资产外延式扩张优势的火电公司, 如: 内蒙华电、国电电力。

重点公司:**长江电力 (600900)**

国内的水电龙头, 盈利能力强。公司三峡和葛洲坝水电站机组合计 2098 万千瓦, 今年前三季度公司实现营业收入 173.68 亿元, 同比增 146%, 归属于母公司所有者的净利润 71.64 亿元, 同比增 84%。

成长空间广阔。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, 根据集团母公司的承诺, 其中有 6 台 70 万千瓦的地下电站及金沙江下游流域两个项目出于避免同业竞争的考量都将在建成之际注入到上市公司中。预计公司规模未来 3 年内将再次实现跨越式增长。

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.51 元、0.56 元, 目前股价对应市盈率分别为 15.18 倍、13.82 倍, 估值优势显现, 考虑公司良好的盈利能力和成长性, 给予“买入”评级。

Figure 29 重点公司盈利预测及投资评级 (2010 年 12 月 17 日)

股票代码	股票简称	投资评级	收盘价	EPS			PE		
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600900.SH	长江电力	买入	7.74	0.47	0.51	0.56	16.50	15.18	13.82
600795.SH	国电电力	增持	3.45	0.29	0.21	0.26	11.77	16.43	13.27
600863.SH	内蒙华电	增持	9.51	0.20	0.35	0.45	46.62	27.17	21.13
600131.SH	*ST岷电	增持	7.74	(0.11)	0.18	0.21	(70.36)	43.00	36.86
600027.SH	华电国际	增持	3.58	0.19	0.28	0.31	18.74	12.79	11.55
000027.SZ	深圳能源	增持	10.81	0.91	0.82	0.90	11.88	13.18	12.01
600098.SH	广州控股	增持	7.99	0.35	0.37	0.46	23.16	21.59	17.37

资料来源: 世纪证券研究所

行业风险因素分析

行业可能面临风险主要包括:

- 1) 用电量和机组利用小时增速低于预期;
- 2) 煤价波动幅度高于预期;
- 3) 电价调整的不确定性。

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.