

关注西北煤电基地建设

中性 维持评级

核心观点:

- 煤炭价格明显上涨。11-12月是北方地区储备冬季取暖煤的重要时期。季节性的煤炭需求上升推高国内煤炭价格。
- 国际大宗商品价格持续上涨，原油价格、国际煤价的上涨对国内动力煤价格产生支撑和拉动作用。
- 受通胀压力不断加大的影响，电价上调的预期再次减弱，预计春节以前电价上调的可能性已经基本不存在。此前预期内的2011年第二季度上网电价分区域调整也可能会相应推迟。火电整体投资机会仍然受到抑制。
- 我们特别关注特高压投资加速对煤电基地项目发展的积极推动。随着国家电网对特高压投资加速，以及发改委对特高压线路审核节奏加快，能源基地的电力外送能力将快速释放。能源基地的电源项目大部分具有煤电联营特征，其燃料成本相对较低，同时外送项目上网电价和机组利用率相对较高，可以获得更高的投资回报。
- 从估值上看，行业重点公司的2010年动态市盈率在18-25倍，PB估值在2倍左右。从投资逻辑上看，我们选择具备煤电联营经营特征的公司。推荐国电电力和内蒙华电。

分析师



邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208061595

相关研究

- 1、行业动态研究：青睐具有资产整合潜力的公司 10.10.28
- 2、行业动态研究：冲刺节能减排，高耗能产业用电受限 10.09.20
- 3、行业动态研究：选择估值安全边际高且具备资产整合潜力的公司 10.08.02
- 4、行业简评研究：重工业用电增长放缓有助抑制煤价上涨 10.07.14
- 5、行业动态研究：火电ROE趋于改善，PB估值安全边际高 10.07.01

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			10-12EPS	ROE2011E
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	CAGR	
国电电力	600795	0.13	0.19	0.26	24.65	17.14	12.32	28.73%	11.48%
内蒙华电	600863	0.43	0.45	0.62	21.00	20.07	14.56	44.90%	17.05%

资料来源：中国银河证券研究部

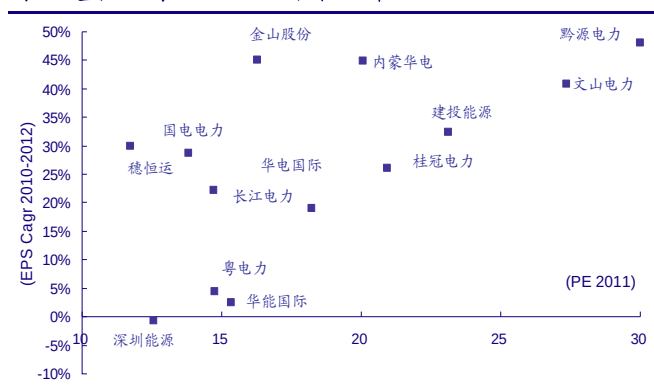
一、投资思路

11-12 月煤炭价格明显上涨。11-12 月是北方地区储备冬季取暖煤的重要时期。季节性的煤炭需求上升推高煤炭价格。同时，近期通胀预期不断加强，国际大宗商品价格持续上涨，原油价格、国际煤价的上涨对国内动力煤价格产生支撑和拉动作用。

在电力行业整体投资机会受到抑制的情景下，我们特别关注煤电基地项目发展以及相关的投资机会。随着国家电网对特高压投资加速，以及发改委对特高压线路审核节奏加快，能源基地的电力外送能力将快速释放。能源基地的电源项目大部分具有煤电联营特征，其燃料成本相对较低，同时外送项目上网电价和机组利用率相对较高，可以获得更高的投资回报。

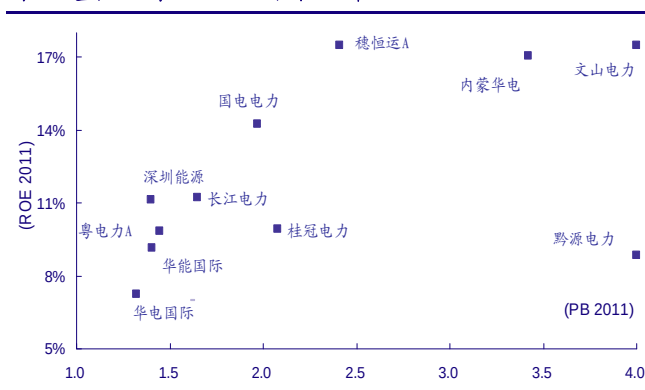
目前行业重点公司的 2011 年动态市盈率在 18-25 倍，PB 估值在 2 倍左右。从投资逻辑上看，我们选择具备煤电联营经营特征的公司，推荐国电电力和内蒙华电。

图 1：重点公司 PE-CAGR 估值矩阵



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：重点公司 PB-ROE 估值矩阵



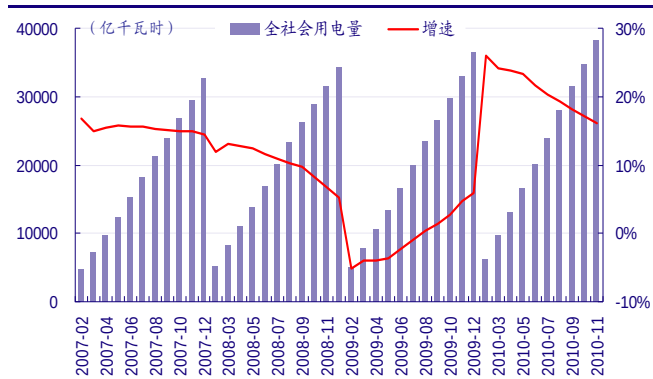
资料来源：中国银河证券研究部

二、用电需求分析

(一) 月度用电量环比增长

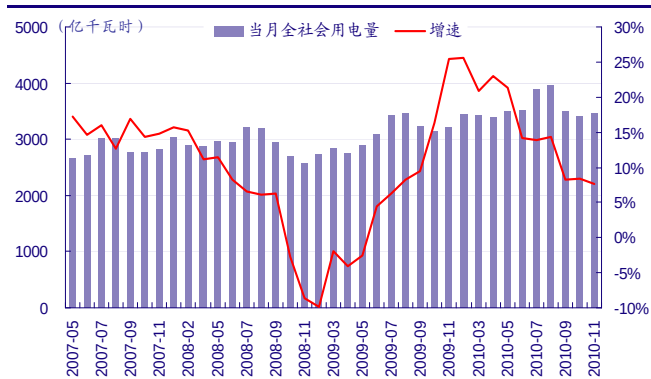
1-11 月份全国全社会累计用电量达到 38298 亿千瓦时，同比增长 16%。11 月份当月全社会用电量 3460 亿千瓦时，同比增长 7.6%；月度用电量环比增长 1.66%。

图 3: 全社会累计用电量及同比增速



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

图 4: 全社会单月用电量及同比增速

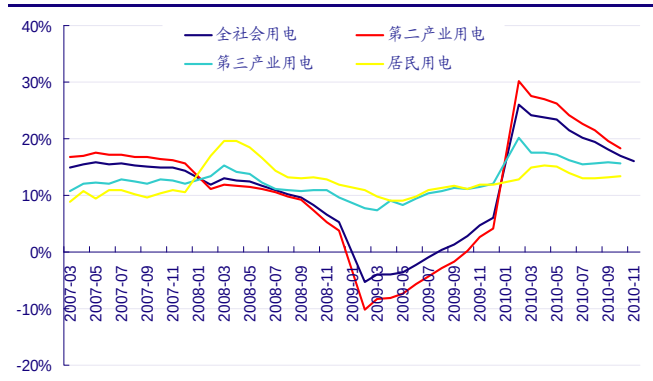


资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

(二) 第二产业月度用电量环比回升

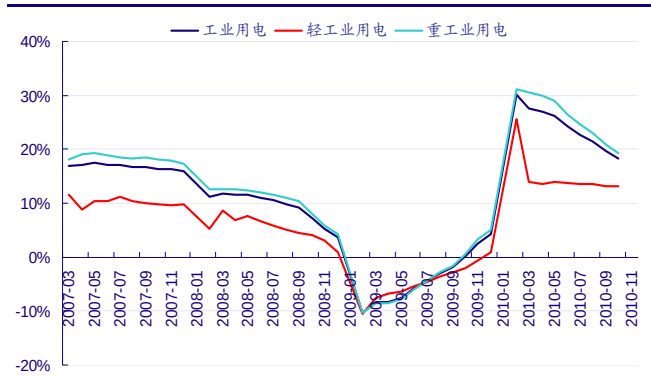
1-11 月, 第一产业累计用电量为 915 亿千瓦时, 同比增长 5.12%; 第二产业累计用电量为 28567 亿千瓦时, 同比增长 17.18%; 当月环比增长 4.42%。第三产业累计用电量为 4117 亿千瓦时, 同比增长 15.17%; 当月环比减少 5.59%。居民累计用电量为 4699 亿千瓦时, 同比增长 12.78%; 当月环比减少 9.65%。

图 5: 全社会以及各产业累计用电增速



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

图 6: 工业用电累计增速



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

三、发电量分析

1-11 月份, 全国累计发电量 37745 亿千瓦时, 同比增长 14%。11 月份当月发电量 3453 亿千瓦时, 同比增长 5.6%, 较 10 月份增速有所下降。第三季度来水情况明显好转, 水电发电量增长。1-11 月水电累计发电量 6148 亿千瓦时, 同比增长 17.5%。

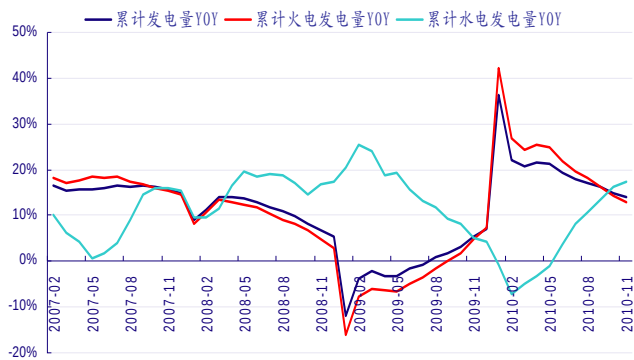
表 1: 1-11 月电力行业子行业累计发电量及同比变化

子行业	累计发电量 (亿千瓦时)	同比变化 (%)
水电	6148	17.5

火电	30198	13
风电	669	
核电	432	

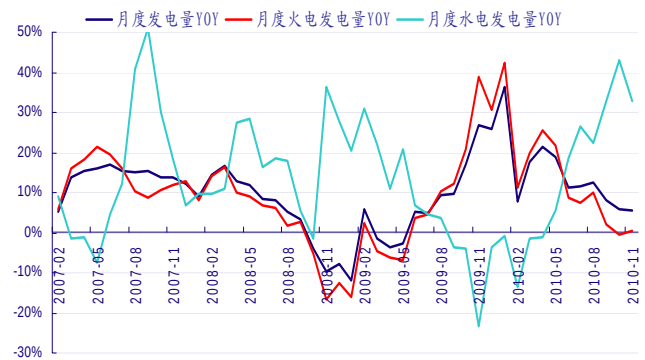
资料来源：中电联，中国银河证券研究部

图 7：子行业累计发电量增速比较



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

图 8：子行业单月发电量增速比较



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

四、电源供给分析

（一）装机增速保持平稳，清洁能源装机增速快

截至 11 月底，全国全口径装机容量达到 90257 万千瓦，同比增长 10.9%。其中：水电装机容量为 17905 万千瓦，同比增长 12.8%；火电装机容量为 68613 万千瓦，同比增长 8.7%；风电新增装机容量为 2609 万千瓦，同比增长 77.6%。

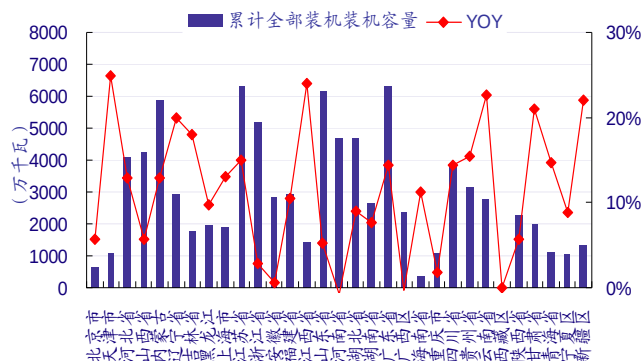
表 2：分机组类型装机容量及同比变化（6000 千瓦以上）

	累计装机容量（万千瓦）	同比变化（%）
全部	90257	10.9
水电	17905	12.8
火电	68613	8.7
风电	2609	77.6
核电	1082	19.2

资料来源：中电联，中国银河证券研究部

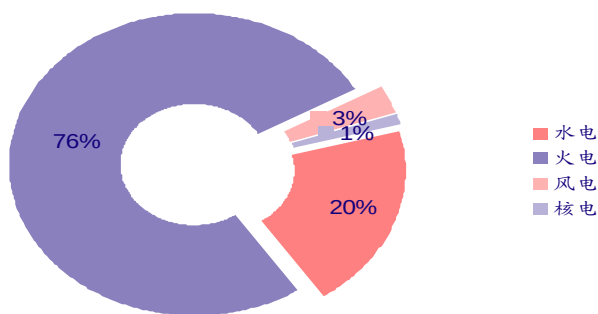
1-11 月份总装机容量增速最快的三个省份分别为天津、江西和云南。

图 9：分地区累计全部装机装机容量变化



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

图 10：6000 千瓦以上发电设备装机容量构成



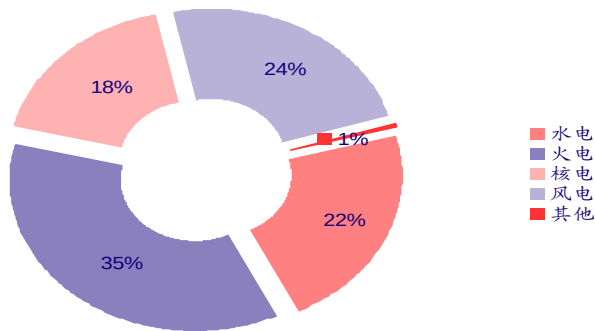
资料来源：中电联，中国银河证券研究部

（二）清洁能源电源投资占比上升

截至 2010 年 11 月底，全国电源基本建设累计完成投资额 3077 亿元，其中水电、火电、核电和风电分别累计完成投资额 678 亿、1111 亿、541 亿和 730 亿。清洁能源电源投资占比上升。

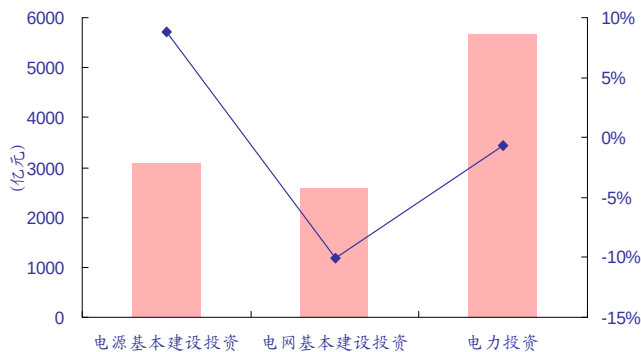
1-11 月，全国电力建设完成投资合计 5671 亿元，总量与去年同期持平。电网建设累计完成投资 2594 亿元，同比下降 10%。随着国家电网特高压及智能电网投资的加速，我们预计 2011 年电网建设投资将出现较快增长。

图 11：1-11 月全国电源建设累计投资额构成



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

图 12：2010 年 1-11 月电力建设投资构成及同比变化



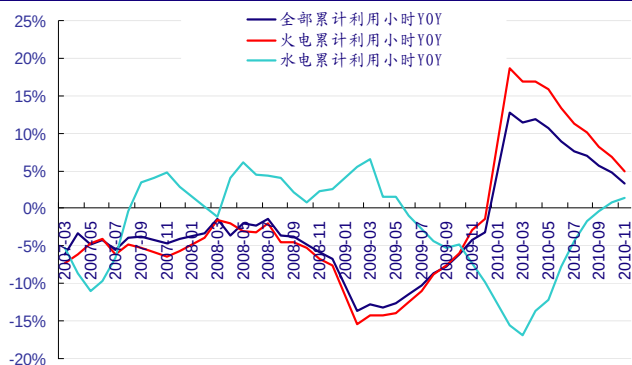
资料来源：中电联，中国银河证券研究部

五、机组利用率分析

1-11 月，全国全部机组平均利用小时数为 4275 小时，同比增加 137 小时，增幅为 3.3%。水电行业平均利用小时数为 3211 小时，同比增加 46 小时。火电行业平均利用小时数为 4590 小时，同比增加 213 小时。

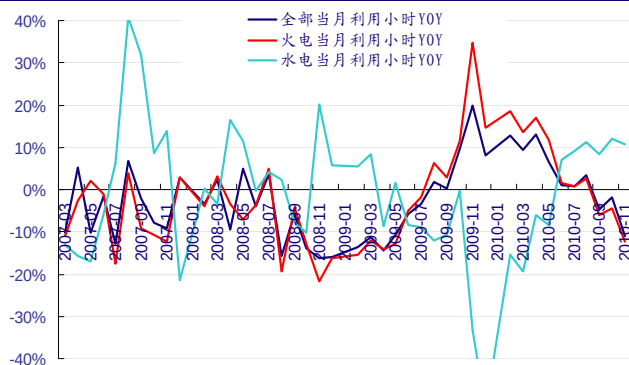
11 月当月全部机组利用小时数环比下降 17 小时，降幅 4%。其中水电当月利用小时数为 226 小时，火电当月发电小时数为 398 小时。

图 13: 子行业累计利用小时变动情况比较



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

图 14: 子行业当月利用小时变动情况比较



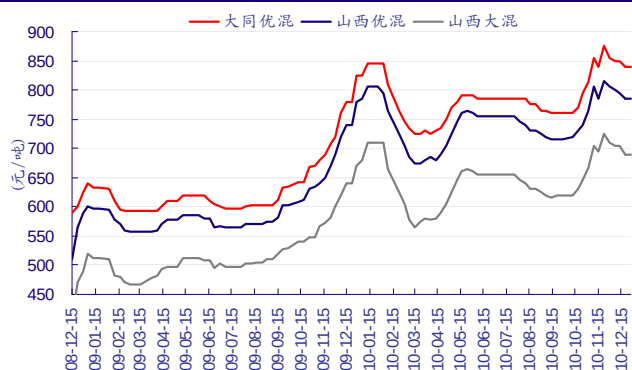
资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

六、电煤价格变动分析

主要中转地动力煤价格: 12月16日, 秦皇岛港大同优混(6000大卡)平仓中间价840元/吨, 较上月价格下降15元/吨(-1.8%); 较上年同期上涨15元/吨(+1.8%)。山西优混(5500大卡)平仓中间价785元/吨, 较上月价格下降20元/吨(-2.5%); 较上年同期上涨元/吨(+0.6%)。山西大混(5000大卡)平仓中间价690元/吨, 较上月价格下降20元/吨(-2.8%); 较上年同期上涨20元/吨(+3.0%)。

2010年12月23日, 澳大利亚BJ现货价119美元/吨, 较上月价格上涨9.1%, 创2年来的新高。

图 15: 秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 16: 澳大利亚BJ动力煤价格



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908