

日本核电事件后，低估值电力股价值重新发现



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
报告发布日期 2011 年 03 月 17 日 星期四

杨宝峰 钢铁行业首席分析师
执业证书编号: S0860207100115

联系人 陈舒薇
8621-63325888 x 6067
chenshuwei@orientsec.com.cn

事件:

日本 8.9 级地震造成当地多个核电站核泄漏事故，在十二五规划之际，将带来对我国发展核电发展的方向、规划的重新思考。3 月 16 日，国务院召开会议，温家宝总理表示，“正在规划中的核电项目一律暂停审批。”如果核电装机规划受抑，这个缺口需要多少其他电源填补？后续对传统能源有何影响？

我们的观点:

首先，核电发展受限之后，未来十年的电力供需缺口不容小觑，电源结构开始偏向传统能源和其他新兴能源，我们认为新兴能源的投入高成本，将使得国家电源投资更多向水电以及清洁火电倾斜。

- ✓ 核电利用小时水平：按照秦山一期、秦山二期的利用小时情况，目前我国核电站每年发电 8000 小时以上；
- ✓ 未来十年规划新建核电装机规模：十二五规划至 2020 年核电装机要达到 8 千万千瓦，扣除目前在运营的 1080 万千瓦，则尚需新建 7000 万千瓦；

表 1 我国目前在运营核电装机项目

核电项目	位置	装机容量（万千瓦）	投产时间
秦山一期	浙江	1*30	1995 年 7 月
秦山二期	浙江	2*65	2002 年 4 月
秦山二期扩建 3 号机组	浙江	1*65	2010 年 10 月
大亚湾	广东深圳	2*98.4	1994 年 2 月、5 月
秦山三期	浙江	2*72.8	2003 年 7 月 24 日
岭澳一期	广东	2*99	2004 年 7 月 16 日
田湾一期	江苏	2*106	2007 年底
岭澳二期 1 号机组	广东	1*100	2010 年 7 月

资料来源：东方证券研究所

- ✓ 保守假设，未来 10 年的新建核电装机计划将有一半夭折，则 3500 万千瓦核对应每年 2800 亿千瓦时电量的缺口将由煤电、水电和其他清洁能源填补；
- ✓ 考虑到政府提出的“争取到 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右”，我们认为如果核电未来建设受抑，相应造成的电力缺口将更多由水电、风电、太阳能发电等清洁能源补充，而非煤电。
- ✓ 综合考虑各电源装机造价和利用小时情况，核电少建的缺口将可能更多由水电来填补。若缺口全部由水电填补，则未来 10 年约需增加水电装机 9350 万千瓦，占原水电装机建设计划的 50%。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 2 主要电源投资情况表

电源	单位装机造价 (元/kw)	利用小时	度电投资 (元/kwh)
火电	4000	5500	0.73
水电	8000	4000	2.00
风电	12000	2000	6.00
光伏	20000	2000	10.00

资料来源：东方证券研究所

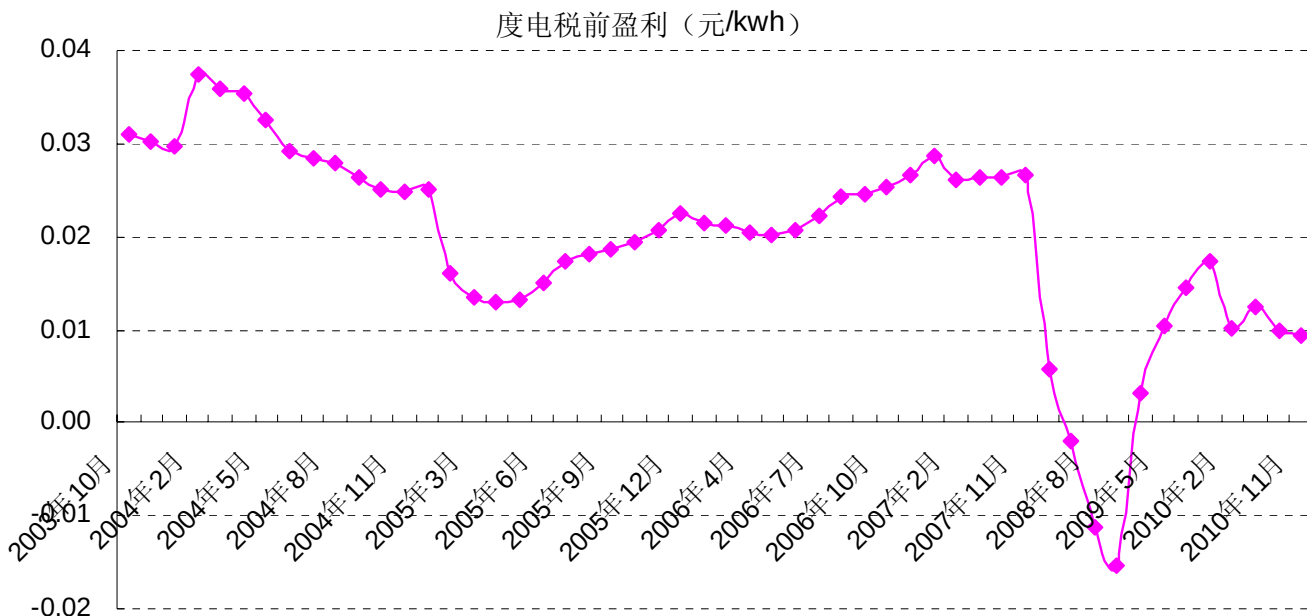
此次事件后，未来十年电源结构升级中，将更依赖水电装机的扩张。我们坚持电力子行业中水电的买入逻辑：电价方面，不同于火电标杆电价体系，新投产水电机组核准上网电价逐年提升；运营成本低廉，且随着运行年限的增加，折旧摊销和财务费用偿还逐步完成，盈利水平不断提升，“以水定电”的政策也充分保证了水电利用率，且在针对补偿火电成本的煤电联动时，水电电价也有适度调整。标的方面，继续推荐具有大型流域水电梯级开发权、未来规模成长空间巨大的川投能源（买入）、国电电力（买入），以及低估值水电龙头股长江电力（买入）。

其次，新能源发展面临的各种高风险、高成本因素，将会使发改委重新认识到传统能源的高可靠性和可控性，电价政策将有倾斜，煤电联动呼之欲出。

由于电煤价格不断上行，同时出于稳物价的政治要求，“煤电联动”屡次欠账，火电行业盈利一直受压。

图 1 火电行业盈利步步下滑

单位：元/kwh



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

表 3 历次煤电联动调整方案

	调整时间	调整方案
第一次煤电联动	2005.04	平均上网电价上调 1.78 分/度，销售电价上调 2.52 分/度
	2006.06	平均上网电价上调 1.174 分/度，销售电价上调 2.494 分/度
第二次煤电联动	2008.07	平均上网电价上调 2.14 分/度，销售电价上调 2.61 分/度
	2008.08	火电机组平均上网电价上调 2 分/度，销售电价未做调整

资料来源：东方证券研究所

我们认为此次日本核电事件，将有助于煤电联动的重启，而从调价幅度来看，目前火电亏损较为严重的区域有山东、山西、河北、河南等省份上调幅度将超预期。如果煤电联动成行，我们预计电价上调可能超预期地区火电装机容量占比高、业绩弹性好的华电国际（未评级）、华能国际（买入）将受益显著。

表 4 主要火电商火电分省装机占比

	山西	山东	河北	甘肃	宁夏	河南	安徽	天津	北京	内蒙古	广东	浙江	江苏	上海	辽宁
华电国际		47%	7%		5%	7%	10%				3%	4%			
华能国际	1%	14%	7%	3%		3%		1%	1%		11%	10%	12%	7%	10%
国电电力	16%		3%	3%	7%					2%		12%	19%	5%	8%
大唐发电	12%		24%	1%	2%			3%	2%	11%	3%	5%	5%		3%
国投电力				12%			7%	17%					5%		
建投能源	10%		90%												
漳泽电力	90%		9%												
皖能电力							100%								
深圳能源											100%				
粤电力											89%				
穗恒运											100%				
广州控股											83%				
上海电力							9%					4%	19%	67%	
内蒙华电										100%					
金山股份										37%					60%
京能热电									60%	40%					

资料来源：东方证券研究所

表 5 主要大型火电商煤电联动情景分析：假设火电标杆电价全国性上调 2 分钱（暂不考虑地区分化）

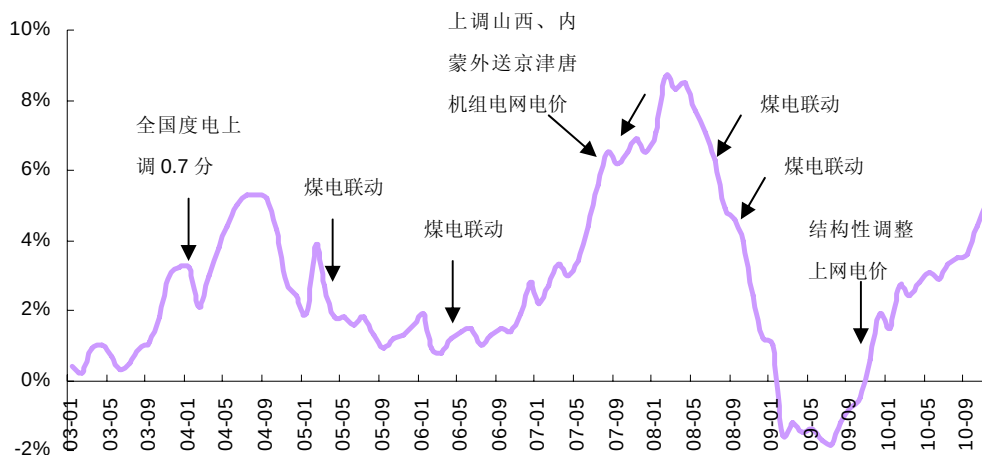
上市公司	11 年火电上网电量(亿千瓦时)	平均上网电价 (元/Kwh)	上调幅度	11 年 EPS 变动幅度	调价后 11EPS (元)	调价后 11PE
华能国际	3058	0.3873	4.41%	82%	0.51	11
华电国际	1356	0.3464	5.77%	390%	0.34	10
国电电力	1393	0.2853	4.20%	19%	0.42	12

资料来源：公司公告，东方证券研究所

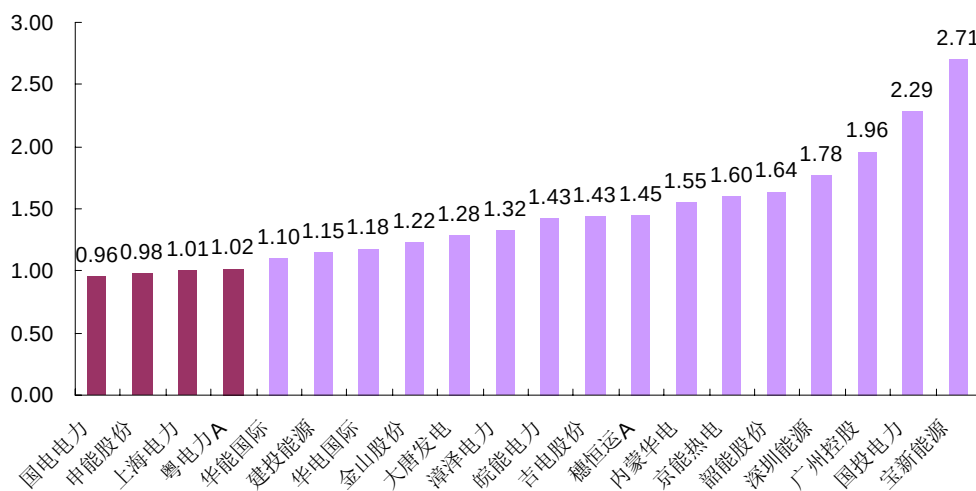
附表 主要核电项目筹备在建情况

核电项目	位置	装机容量（万千瓦）	投产时间
福清	福建	2*100	#1: 2013 年 11 月; #2: 2014 年 9 月
防城港	广西	2*108	#1: 2015; #2: 2016
芜湖	安徽	4*100	
吉阳	安徽	4*100	
咸宁	湖北		
浠水	湖北		
方家山（秦山核电 扩建）	浙江	2*100	2013-2014 年
宁德一期	福建	4*100	#1: 2012 年 12 月; #2: 2013 年 8 月
秦山二期扩建项目	浙江	2*65	#3: 2011 年 4 月; #4: 2012 年 2 月
阳江	广东	2*100	2013 年
昌江	海南	4*65	#1-2: 2014 年 12 月; #3-4: 2018 年
三门	浙江	1*125	#1: 2013 年 11 月; #2: 2014 年 9 月
红沿河一期	辽宁	4*100	2012-2013 年
海阳一期	山东	2*125	#1: 2014 年 5 月; #2: 2015 年 3 月
彭泽一期	江西	4*125	
小墨山	湖南	4*125	2013 年开工, 2018 年投产
白沙	广西	4*100	
赤松一期	吉林	4*125	2016-2019 年
涪陵一期	重庆	2*125	
台山一期	广东	2*175	#1: 2013 年 12 月; #2: 2014 年 10 月
岭澳二期 2 号机组	广东	1*100	2011 年 6 月
石岛湾一期	山东	1*20	2013 年

资料来源：东方证券研究所

附图 1 全国性的电价调整皆出现在 CPI 走势确定向下后


资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

附图 2 主要火电商总市值相对重置成本比例水平


注：火电、水电、风电单位装机造价分别为 4000、8000、10000 元/kW，煤矿单位可采储量 8 元/吨。

资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-3-16)



资金流向

(截止2011-3-16)



注： 超级资金(>50万股或100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1万股或5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60日累计：当日净量的60日累计值；

10日均值：60日累计线的10日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn