

电力行业研究报告

评级：增持 维持评级

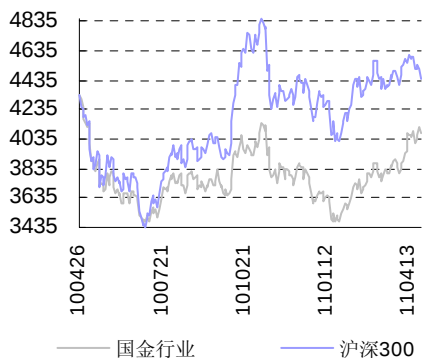
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

从电力供需视角看周期股投资

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	24.18
市场优化平均市盈率	29.70
国金电力指数	4081.51
沪深 300 指数	3249.57
上证指数	2964.95
深证成指	12508.01
中小板指数	7025.25



相关报告

1. 《水电有配置价值,环保有交易性机会》, 2011.4.8
2. 《电力十二五规划,水电建设与电价改革是重点》, 2010.12.22
3. 《输配电成本将监管,电力改革缓慢迈小步》, 2010.11.25

电力、煤气及水等公用事业

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

基本结论

- **全国总体电力供需平衡**: 进入 2011 年, 全国发电量和用电量增速显著回升, 但是新增装机增速依然略滞后于用电增速, 考虑到 2009 年我国发电设备利用小时达到历史低位, 2010 年虽有所恢复, 但目前仍处于较低水平, 向上仍有足够的空间消化用电量的增长, **因此今年总体上供求平衡, 不会出现全国性电荒。**
- **局部区域性缺电未来可期**: 虽然在全国范围内电力供需总量基本平衡, 但并不代表局部地区不缺电, 尤其在一些用电大省, 因为装机增速远滞后于用电增速, 加上本身的利用小时已经偏高, 已经出现了结构性缺电现象, **因此我们判断, 在进入 7-8 月份的用电高峰期时, 这些地区的缺电情况可能会继续升级。**
- **局部缺电集中在华东和部分高耗能地区**: 通过对地区电力供需的测算, 我们判断**今年可能发生区域性缺电的省份主要集中在华东区域以及部分高耗能产业集中的地区**, 主要有江苏、浙江、安徽和河北, 山东也有可能。
- **区域高耗能产业被动减产, 可能带来哪些投资机会**: 局部缺电会导致区域性高耗能产业被动减产, 沿着今年可能发生局部缺电省份的主导产业这个方向, 寻找受影响最大的行业, 在和我们对应的研究员沟通后, **我们认为未来水泥、钢铁和电解铝行业将直接受到缺电导致的被动减产影响, 产能将会有所回落, 并且未来受缺电影响最大的是当地的小企业, 而对于龙头企业来讲, 将带来行业内的结构整合和集中度的进一步度提高。**
 - ◆ 水泥行业: 从区域性缺电导致的水泥产业被动减产这个角度来看, 缺电区域周边的水泥企业和当地的龙头水泥企业可能会有机会。
 - ◆ 钢铁行业: 在进入下半年产钢高峰期后, 可能会因为缺电导致的被动减产使得全国范围内的钢铁供应面偏紧, 从而推动钢材价格的上涨, 因此未缺电省份的大钢企和缺电区域的龙头企业可能会有机会。
 - ◆ 电解铝行业: 电力成本约占到电解铝成本的 40% 左右, 而我国的电解铝产量占世界总产量的 35% 左右, 因此如果因为缺电而导致电解铝被动减产, 将使得整个电解铝行业的供需面发生变化, 从这个角度, 自备电比例较高, 业绩弹性较好的企业可能会有机会。
- 我们认为电力股从全局角度看想出现类似前述周期股的整体行情较难, 但部分个股存在补涨需求, 推荐国电电力、中能股份、长江电力、穗恒运 A 和深圳能源。理由如下:
 - ◆ 今年以来的周期行情, 我们理解归根结底是源于政府过去调控带来的供给面减法导致产业内企业盈利能力得到真实提高, 而非低估值向高估值中小盘股票靠拢的结果, 所以**周期性行业能否取得明显的投资机会, 关键在于是否有供需层面变化带来的明显盈利提升。**
 - ◆ 对于火电企业来说, 虽然局部地区上网电价的上调确实改善了盈利能力, 但是由于 2010 年全年内煤价涨幅巨大, 从盈利绝对能力来看, 依然不强; 且电价调整受政府调控, 在 CPI 高企的环境下, 难以期待电价频繁、持续的上调, 电力企业盈利继续改善得到压制, 而仅靠利用小时提高带来的盈利提升有限, 更不用说煤价面临继续上涨的压力。
 - ◆ 从整个行业跨年度景气角度看, **电力行业已经度过了最坏的时候, 虽然未迎来更好的时候**; 从市场交易层面看, **电力是唯一未明显上涨的板块, 存在较强烈的补涨需求**; 前者决定对于大型骨干发电集团, 给予其起码 20x11PE 的估值水平是可以的, 因为其代表了整个中国能源工业的基础; 后者决定了低于 20x11PE 这一水准的电力股将成为补涨的首选。

内容目录

一、总量电力供需测算：全国总体供求平衡.....	4
二、地区电力供需测算：局部会因缺电导致高耗能被动减产么？.....	9
三、区域高耗能产业被动减产，哪些行业和企业会受益？.....	13
水泥行业.....	13
钢铁行业.....	14
电解铝行业.....	14
四、电价刚调+缺电呼声，电力股有投资机会么？.....	15
电价刚调，缺电呼声又起.....	15
电力股有投资机会么？- 20X11PE 以下个股可以适当布局.....	15

图表目录

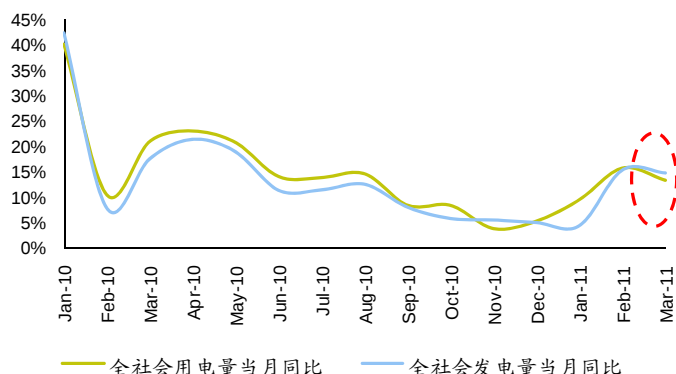
图表 1：当月用电量和发电量增速.....	4
图表 2：累计用电量和发电量增速.....	4
图表 3：进入 2011 年，全国用电增速仍然滞后于装机增速.....	4
图表 4：我国历年发电设备利用小时数.....	5
图表 5：我国近三年分月累计发电利用小时数统计.....	5
图表 6：全国利用小时预测及假设条件（GDP 增速为 10%，电力需求弹性系数为 1.2 的情况）.....	6
图表 7：2011 年全国发电利用小时敏感性分析.....	7
图表 8：2012 年全国发电利用小时敏感性分析.....	7
图表 9：2013 年全国发电利用小时敏感性分析.....	7
图表 10：全国水电、火电和核电利用小时假设（GDP 增速为 10%，电力需求弹性系数为 1.2 的情况）.....	8
图表 11：2011 年全国火电利用小时敏感性分析.....	8
图表 12：2012 年全国火电利用小时敏感性分析.....	9
图表 13：2013 年全国火电利用小时敏感性分析.....	9
图表 14：我国各省份 2011 年一季度用电增速和装机增速比较.....	10
图表 15：我国各省份 2010 年发电利用小时情况.....	10
图表 16：我国 2011 年一季度各省份发电利用小时同比变化.....	11
图表 17：2011 年可能发生区域性缺电的省份.....	11
图表 18：蒙电外送比例测算.....	12
图表 19：江苏水泥累计产量增速.....	12
图表 20：浙江水泥累计产量增速.....	12
图表 21：安徽水泥累计产量增速.....	12
图表 22：河北水泥累计产量增速.....	12

图表 23: 河北和全国当月粗钢产量	13
图表 24: 江苏和全国当月粗钢产量	13
图表 25: 2010 年全国电解铝产量情况	13
图表 26: 华东地区水泥价格与限电减产成正相关	14
图表 27: 电解铝企业自发电比例	15
图表 28: 电力股估值概览	16

一、总量电力供需测算：全国总体供求平衡

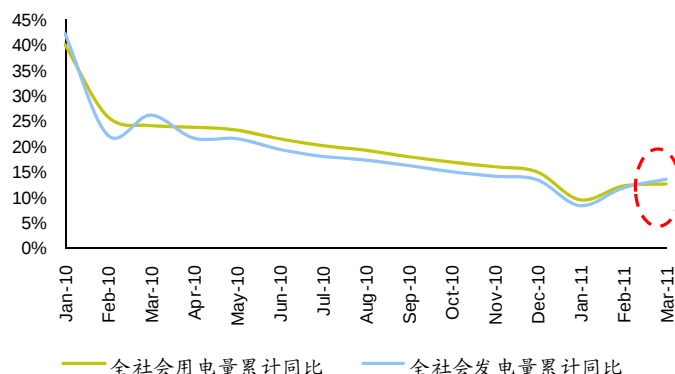
- 进入 2011 年，全国发电量和用电量增速显著回升，但是新增装机增速依然略滞后于用电增速，考虑到 2009 年我国发电设备利用小时达到历史低位，2010 年虽有所恢复，但目前仍处于较低水平，向上仍有足够的空间消化用电量的增长，**因此我们判断今年总体上供求平衡，不会出现全国性电荒。**
- ◆ 2010 年下半年在国家全面推进节能减排后，全国用电量高位回落，但在进入 2011 年后，整个 1 季度的用电量和发电量增速明显。

图表1：当月用电量和发电量增速



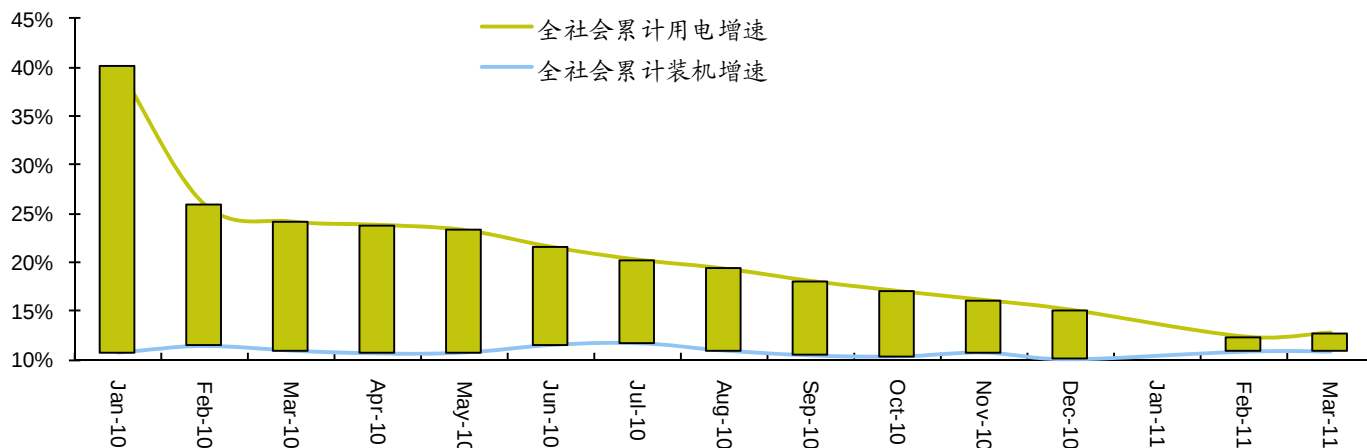
来源：中电联 国金证券研究所

图表2：累计用电量和发电量增速



- ◆ 在用电增速明显回升的背景下，从电力供应侧考虑，全社会累计装机增速却仍然滞后于用电增速，但滞后量已经较 2010 年明显减少。

图表3：进入 2011 年，全国用电增速仍然滞后于装机增速



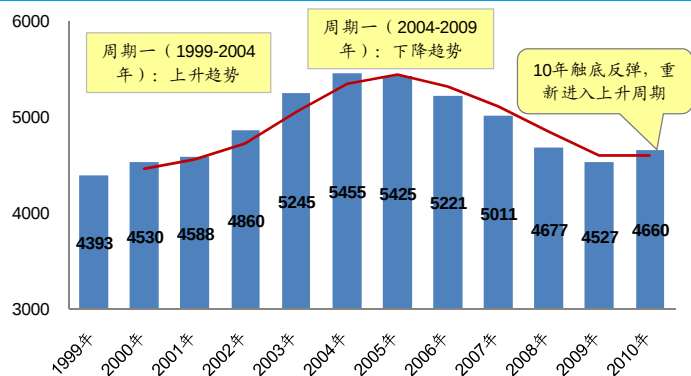
来源：中电联 国金证券研究所

- ◆ 从我国发电设备利用小时历史来看，在过去的 10 年间，经历了两个明显的周期，并且在刚过去的 2010 年，利用小时自 2004 年以后，首次实现了正增长，因此我们判断，**目前我国的发电利用小时正步入第三周期，并将持续正增长。**

- 1) 周期一（1999-2004 年）：1998 年开始，国家出台宏观经济及结构调整的政策，发电装机增速逐年下降，但是经济却出现回暖，GDP 和用电量增速均开始回升，导致了这一阶段发电利用小时触底反弹，连续 5 年实现快速增长，导致了全国大面积缺电现象。

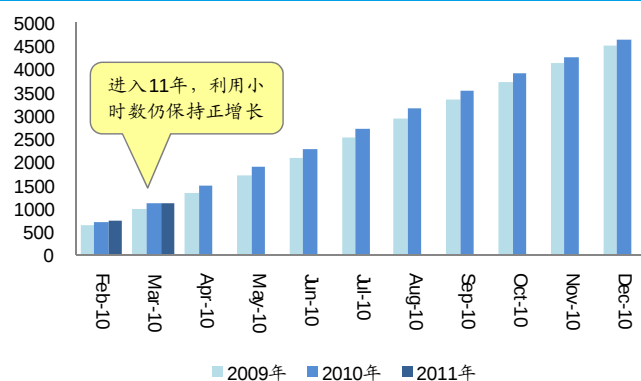
- 2) 周期二（2004-2009 年）：这个阶段，为应对“电荒”，电力企业加快上马发电项目，使得发电利用小时高位回落，在经历了连续 5 年的负增长后，2009 年见底。
- 3) 周期三（2010 年-之后）：在节能减排的推动下，国家在“十一五”期间实现的“上大压小”等限制装机增速的政策开始出现效果，使得 2010 年发电利用小时触底反弹，进入增长周期。

图表4：我国历年发电设备利用小时数



来源：中电联 国金证券研究所

图表5：我国近三年分月累计发电利用小时数统计



- ◆ 虽然目前我国发电设备利用小时已经步入正增长周期，但是是因为是从底部反弹，并且较历史横向比较，目前利用小时的绝对值并不高，因此在今年的内，**我们判断利用小时向上有足够的空间来消化用电量的增长。**
- 我们对全国范围内的发电机组尤其是火电机组可能达到的利用小时做了敏感性分析，验证在不同的 GDP 增速和电力需求弹性系数下，发电设备利用小时可能达到的水平，分别在保守、中性和乐观三种情况下进行了验证。
 - ◆ 假设条件：根据全国目前新增装机和淘汰机组的情况，我们假设 2011-2013 年新增装机均为 8000 万千瓦，淘汰机组分别为 1200 万千瓦、1000 万千瓦和 600 万千瓦。
 - ◆ 我们根据 2011 年我国 GDP 增速可能达到的水平，分为了保守、中性和乐观三种情况：保守情况下，GDP 增速为 7%-8%；中性情况下，GDP 增速为 9%-11%；乐观情况下，GDP 增速为 12%-13%。

图表6：全国利用小时预测及假设条件（GDP 增速为 10%，电力需求弹性系数为 1.2 的情况）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
GDP增长率		10.10%	10.40%	11.60%	13.00%	9.00%	8.70%	10.30%	10.00%	10.00%	10.00%
电力需求弹性系数			1.36	1.21	1.11	0.58	0.69	1.46	1.20	1.20	1.20
全社会用电量(亿千瓦时)			24940.00	28248.00	32458.00	34268.00	36430.00	41923.00	46953.76	52588.21	58898.80
全社会用电量增速				14.00%	14.42%	5.23%	5.96%	15.08%	12.00%	12.00%	12.00%
全国发电量(亿千瓦时)	19052.00	21943.52	24145.76	28344.00	32559.00	34334.00	36639.00	42280.15	47188.53	52851.15	59193.29
全国发电量增速	15.18%	15.18%	13.30%	13.50%	14.44%	5.18%	6.17%	15.40%	11.61%	12.00%	12.00%
设备利用小时			5425	5221	5011	4677	4527	4660	4737	4962	5205
利用小时同比变化值				-203	-187	-337	-121	133	77	225	244
年底累计装机(万千瓦)	39140.78	44238.73	51718.48	62200.00	71329.00	79253.00	87407.00	96219.00	103019.00	110019.00	117419.00
年底累计装机增速			16.91%	20.27%	14.68%	11.11%	10.29%	10.08%	7.07%	6.79%	6.73%
当年新增装机(万千瓦)			6326.00	10117.00	10009.02	9051.00	8970.00	9127.19	8000.00	8000.00	8000.00
淘汰机组(万千瓦)				313.98	1438.00	1669.00	2617.00	1200.00	1200.00	1000.00	600.00

来源：国金证券研究所

- 我们在电力需求弹性系数为 0.6-1.6 的范围内，对 2011-2013 年全国发电利用小时进行了敏感性分析，总体上看，全国平均发电利用小时仅有在 GDP 增速为 12%-13%，电力需求弹性系数在 1.4-1.6 的极度乐观情况下，才有可能达到警戒线，并且这种情况在 2012 年和 2013 年出现的可能性较大。

图表 7：2011 年全国发电利用小时敏感性分析

2011年全国发电利用小时敏感性分析							
→: GDP增速 ↓: 弹性系数	保守		中性			乐观	
	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
1.6	4703	4771	4838	4906	4974	5041	5109
1.5	4673	4737	4800	4864	4927	4991	5054
1.4	4644	4703	4762	4821	4881	4940	4999
1.3	4614	4669	4724	4779	4834	4889	4944
1.2	4585	4635	4686	4737	4788	4838	4889
1.1	4555	4620	4648	4695	4741	4788	4834
1	4525	4568	4610	4652	4695	4737	4779
0.9	4496	4534	4572	4610	4648	4686	4724
0.8	4466	4500	4534	4568	4602	4635	4669
0.7	4437	4466	4496	4525	4555	4585	4614
0.6	4407	4432	4458	4483	4509	4534	4559

来源：国金证券研究所

图表 8：2012 年全国发电利用小时敏感性分析

2012年全国发电利用小时敏感性分析							
→: GDP增速 ↓: 弹性系数	保守		中性			乐观	
	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
1.6	4926	4997	5068	5139	5210	5281	5352
1.5	4895	4962	5028	5095	5161	5227	5294
1.4	4864	4926	4988	5050	5112	5174	5236
1.3	4833	4891	4948	5005	5064	5120	5178
1.2	4802	4856	4908	4960	5015	5066	5120
1.1	4771	4821	4868	4915	4966	5012	5062
1	4740	4786	4828	4870	4917	4958	5004
0.9	4709	4751	4788	4825	4868	4904	4946
0.8	4678	4716	4748	4780	4819	4850	4888
0.7	4647	4681	4708	4735	4770	4796	4830
0.6	4616	4646	4668	4690	4721	4742	4772

来源：国金证券研究所

图表 9：2013 年全国发电利用小时敏感性分析

2013年全国发电利用小时敏感性分析							
→: GDP增速 ↓: 弹性系数	保守		中性			乐观	
	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
1.6	5168	5242	5317	5391	5465	5540	5614
1.5	5136	5205	5275	5345	5414	5484	5554
1.4	5103	5168	5233	5298	5363	5428	5493
1.3	5070	5131	5191	5252	5312	5373	5433
1.2	5037	5094	5149	5206	5261	5317	5373
1.1	5004	5057	5107	5160	5210	5261	5312
1	4971	5020	5065	5114	5159	5205	5252
0.9	4938	4983	5023	5068	5108	5149	5191
0.8	4905	4946	4981	5022	5057	5093	5131
0.7	4872	4909	4939	4976	5006	5037	5070
0.6	4839	4872	4897	4930	4955	4981	5010

来源：国金证券研究所

- 从发电结构看，考虑到水电、风电和核电的利用小时较为稳定，我们对于 2011-2013 年的火电利用小时进行了敏感性分析，并且认为一旦当火电利用小时高于 5500 小时（已经考虑了发电设备的安全冗余），在未来可能会引发全国范围的电荒。
- ◆ 假设条件：我们假设水电、风电和核电的利用小时保持稳定，根据历年情况，假设水电、风电和核电的利用小时分别为 3350 小时、2000 小时和 7500 小时。

图表10：全国水电、火电和核电利用小时假设（GDP增速为10%，电力需求弹性系数为1.2的情况）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水电发电量(亿千瓦时)	2813.50	3309.90	3952.00	4167.00	4867.00	5633.00	5747.00	6863.07	7705.21	8261.52	8837.72
水电发电量增速		17.65%	19.40%	5.10%	17.61%	19.50%	1.61%	19.42%			
水电利用小时			3664	3434	3532	3621	3264	3429	3350	3350	3350
风电发电量(亿千瓦时)				27.00	56.00	128.00	269.00	500.97	821.40	1021.40	1221.40
风电发电量增速				67.40%	95.20%	126.79%	105.86%	86.23%			
风电利用小时							1861	2097	2000	2000	2000
核电发电量(亿千瓦时)	438.50	504.69	523.00	543.00	626.00	684.00	700.00	769.17	1261.50	1711.50	2161.50
核电发电量增速		15.08%	3.70%	2.40%	14.05%	8.79%	1.13%	9.88%			
核电利用小时				7774	7737	7731	7914	7924	7500	7500	7500
火电发电量(亿千瓦时)	15790.00	18103.80	19857.23	23573.00	26980.00	27793.00	29922.00	34145.24	37400.42	41856.74	46972.68
火电发电量增速		14.66%	12.50%	15.30%	13.82%	2.16%	6.75%	14.11%			
火电利用小时			5865	5633	5316	4911	4839	5031	5038	5368	5725

来源：国金证券研究所

- ◆ 经测算，2011 年仅有在最极端的情况下，即全年 GDP 增速达 13%，并且电力需求弹性系数在 1.6 的情况下，火电全国利用小时才有可能超过 5500，但我们认为，在国家“十二五”开局之年，调结构是重点，因此，**2011 年全国利用小时落在中性条件范围内是大概率事件，并且在中性最极端情况下，火电利用小时为 5169 时，也不至于出现全国性电荒。**

- 1) GDP 趋缓：在 2011 年 3 月召开的两会上，政府明确宣布将 2011 年国内生产总值增速设定为 8% 左右；中央社科院 4 月发布的 2011 年经济蓝皮书预计 GDP 增速为 9.6% 左右，参照 10 年情况，我们判断今年的 GDP 增速落在 9%-11% 的中性区间内是大概率事件。
- 2) 弹性系数不会过高：2010 年电力弹性需求系数为 1.46，考虑到 2011 年的主要任务是调结构，因此作为用电大户的高耗能产业的增速会放缓，这样弹性系数不会高于 2010 年，因此我们判断 2011 年全国电力需求弹性系数在 1.1-1.3 较为合理。

图表 11：2011 年全国火电利用小时敏感性分析

2011 年火电利用小时敏感性分析							
→：GDP 增速 ↓：弹性系数	保守		中性			乐观	
	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
1.6	4993	5084	5175	5266	5356	5447	5538
1.5	4953	5038	5124	5209	5294	5379	5464
1.4	4914	4993	5073	5152	5231	5311	5390
1.3	4874	4948	5021	5095	5169	5243	5317
1.2	4834	4902	4970	5038	5107	5175	5243
1.1	4794	4857	4919	4982	5044	5107	5169
1	4755	4811	4868	4925	4982	5039	5095
0.9	4715	4765	4817	4868	4920	4971	5021
0.8	4675	4719	4766	4811	4858	4903	4947
0.7	4635	4673	4715	4754	4796	4835	4873
0.6	4595	4627	4664	4697	4734	4767	4799

来源：国金证券研究所

图表 12：2012 年全国火电利用小时敏感性分析

2012年火电利用小时敏感性分析							
→：GDP增速	保守		中性			乐观	
↓：弹性系数	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
1.6	5320	5417	5514	5610	5707	5804	5901
1.5	5278	5368	5459	5550	5641	5732	5822
1.4	5235	5320	5405	5489	5574	5659	5744
1.3	5193	5272	5350	5429	5508	5586	5665
1.2	5151	5224	5295	5369	5442	5513	5586
1.1	5109	5176	5240	5309	5376	5440	5507
1	5067	5128	5185	5249	5310	5367	5428
0.9	5025	5080	5130	5189	5244	5294	5349
0.8	4983	5032	5075	5129	5178	5221	5270
0.7	4941	4984	5020	5069	5112	5148	5191
0.6	4899	4936	4965	5009	5046	5075	5112

来源：国金证券研究所

图表 13：2013 年全国火电利用小时敏感性分析

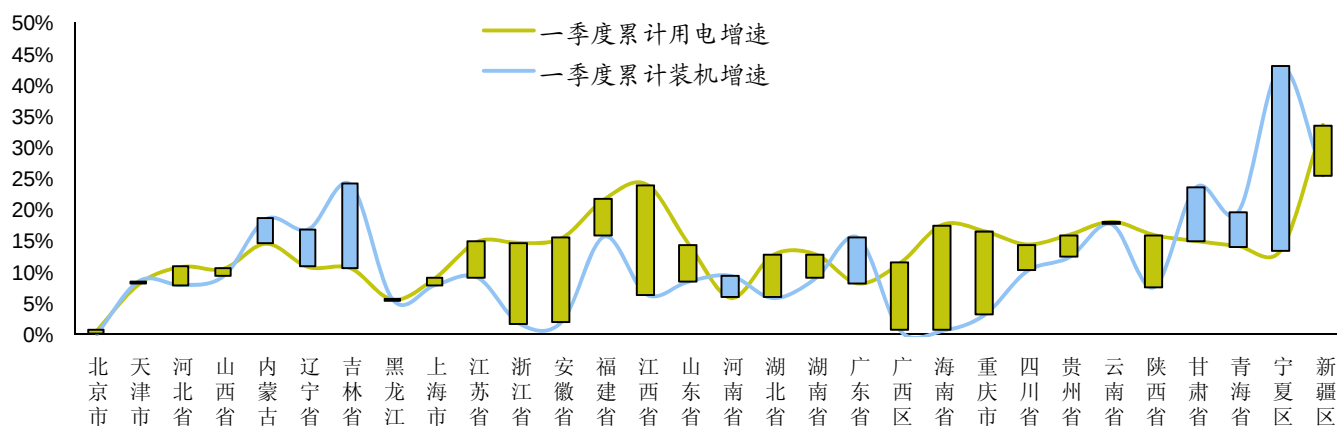
2013年火电利用小时敏感性分析							
→：GDP增速	保守		中性			乐观	
↓：弹性系数	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
1.6	5673	5777	5880	5983	6086	6189	6292
1.5	5628	5725	5822	5918	6015	6111	6208
1.4	5583	5673	5764	5854	5944	6034	6124
1.3	5538	5621	5706	5789	5873	5957	6014
1.2	5493	5569	5648	5724	5802	5880	5930
1.1	5448	5517	5590	5659	5731	5803	5846
1	5403	5465	5532	5594	5660	5726	5762
0.9	5358	5413	5474	5529	5589	5649	5678
0.8	5313	5361	5416	5464	5518	5572	5594
0.7	5268	5309	5358	5399	5447	5495	5510
0.6	5223	5257	5300	5334	5376	5418	5426

来源：国金证券研究所

二、地区电力供需测算：局部会因缺电导致高耗能被动减产么？

- 虽然在全国范围内电力供需总量基本平衡，但是因为我国长期存在着电力结构布局不合理，能源中心远离负荷中心的问题，因此全国性的供需平衡并不代表局部地区不缺电，尤其在一些用电大省，因为装机增速远滞后于用电增速，加上本身的利用小时已经偏高，已经出现了区域性缺电现象，**因此我们判断，在进入 7-8 月份的用电高峰期时，这些地区的缺电情况可能会继续升级。**
- ◆ 我们比较了 2011 年一季度各省份的用电增速和装机增速情况，发现区域性很明显，用电增速高于装机增速的区域主要集中在经济发达、用电需求旺盛的华东地区以及一些高耗能产业集中的省份。

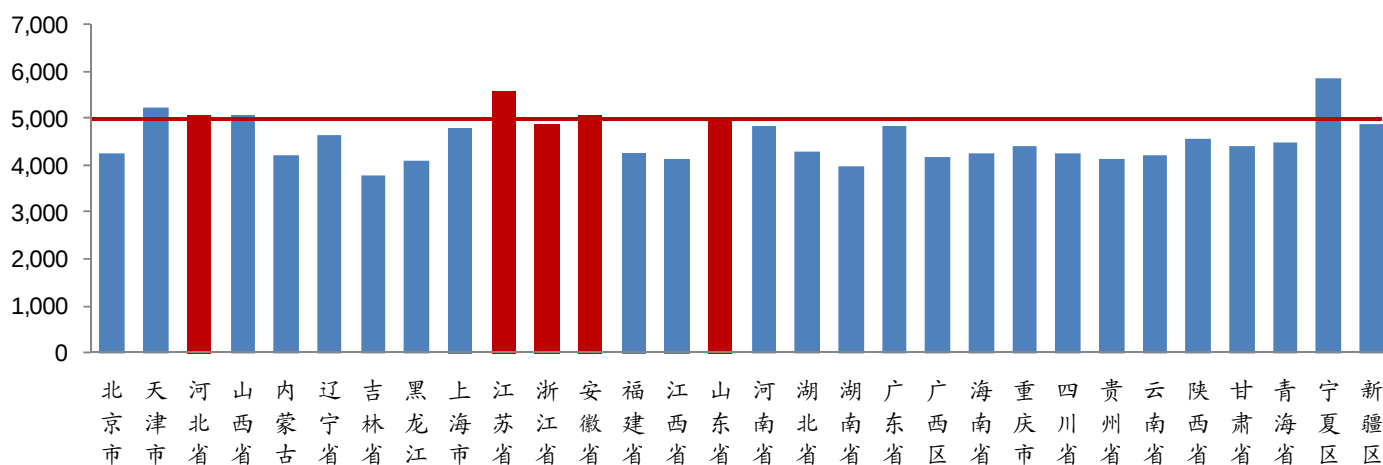
图表14：我国各省份2011年一季度用电增速和装机增速比较



来源：中电联 国金证券研究所

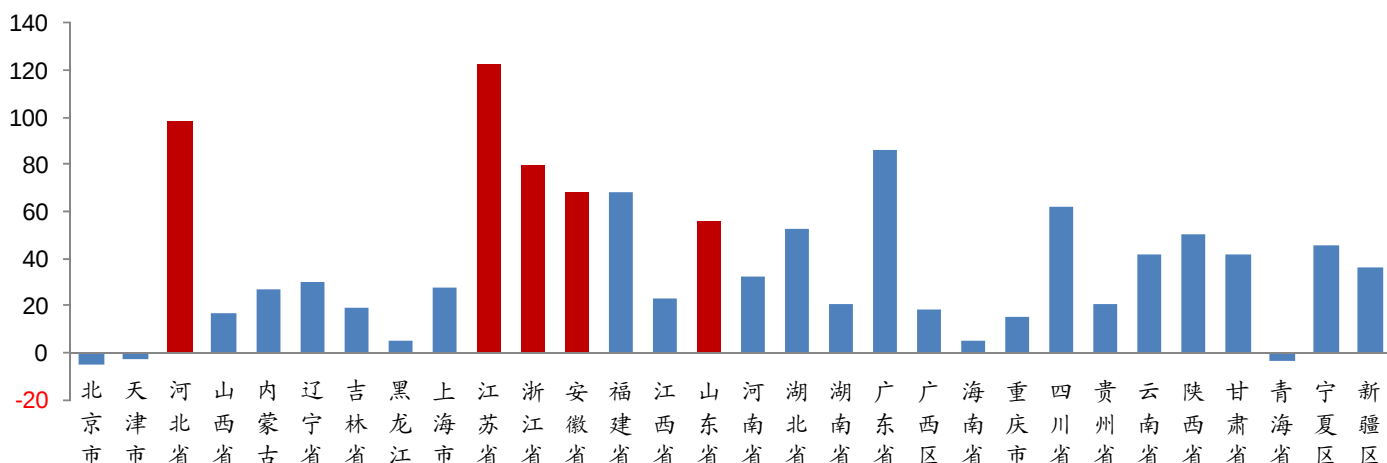
- ◆ 我国各个省份发电利用小时的地域差异比较显著，主要是由于地区的产业结构导致的用电需求不同，尤其是近年来我国一些地区高耗能产业发展较快，使得这些地区的用电增速大幅提升，出现了区域性缺电情况。
- ◆ 我们比较了 2010 年全国各省份的利用小时，发现利用小时较高的地区仍然分布在华东地区以及一些高耗能产业集中的区域，并且这些地区在进入 2011 年以后，依然保持较高的增长。

图表15：我国各省份2010年发电利用小时情况



来源：国金证券研究所

图表16：我国 2011 年一季度各省份发电利用小时同比变化



来源：中电联 国金证券研究所

- ◆ 根据我们以上的分析，采用三个原则判断**今年可能发生区域性缺电的省份主要集中在华东区域以及部分高耗能产业集中的地区**，主要有江苏、浙江、安徽和河北，山东也有可能出现。
 - 1) 原则一：进入 2011 年，地区用电增速明显高于装机增速，主要集中在华东、东部沿海以及华北部分地区。
 - 2) 原则二：2010 年的发电利用小时较高的省份，主要集中在华东、华北以及一些西部高耗能地区。
 - 3) 原则三：进入 2011 年，发电利用小时仍持续增长的地区，主要集中在华东和河北。

图表 17：2011 年可能发生区域性缺电的省份

原则一	海南	重庆	四川	贵州	福建	江西	山西	广西
	河北	江苏	浙江	安徽	山东	新疆	N.A	N.A
原则二	河北	江苏	浙江	安徽	山东	天津	山西	宁夏
原则三	河北	江苏	浙江	安徽	山东	福建	广东	四川

来源：国金证券研究所

- ◆ 考虑外送电因素，河北和山东在“十二五”期间电力短缺情况下，可以接受内蒙古电网的外送电量，经过对各地区外送电量的测算，以及本地区的电力供需情况，**我们判断 2011 年，河北或将出现区域性缺电现象，山东情况好些。**
 - 1) 根据《内蒙古电网“十二五”发展规划》，2010-2015 年，内蒙古电网的电源装机在满足区内负荷供电后，将形成稳定的外送能力，根据规划，2011 年稳定外送能力可达到 1057 万千瓦。
 - 2) 蒙电外送的主要流向是北京、天津、唐、河北南部和山东等地，我们根据主要流向的电源装机占比，假设发电利用小时为满负荷 5800 小时，测算了各地区的外送电量。
 - 3) 本地区 2011 年装机容量和用电量根据当地一季度的增速情况进行了合理假设，发电利用小时按满负荷的 5800 小时测算。

图表 18: 蒙电外送比例测算

单位: 万千瓦	京津	唐+河北南网	山东
装机容量	1730	4238	6615
装机占比	13.75%	33.68%	52.57%
2011年内蒙规划外送	1057		
外送占比	145.32	356.00	555.67
外送电量(亿千瓦)	84.29	206.48	322.29
项目	唐+河北南网	山东	
2010年装机(万千瓦)	4215	6268	
2010年用电量(亿千瓦时)	2692	3300	
2011年预测装机(万千瓦)	4552	6832	
2011年预测发电量(亿千瓦时)	2640	3963	
2011年预测用电量(亿千瓦时)	2988	3795	
受端电量(亿千瓦时)	206	322	
供需差(亿千瓦时)	-141	490	

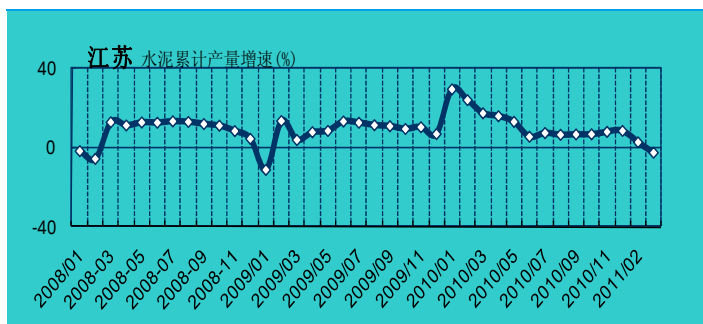
注: 2011年预测装机和用电量按一季度增速假设, 发电利用小时按5800小时假设

来源: 国金证券研究所

■ 局部缺电会导致区域性的高耗能产业被动减产, 在和我们对应的研究员沟通后, **建议投资者沿着今年可能发生局部缺电省份里主导产业这个方向, 寻找受影响最大的行业, 未来部分区域水泥、钢铁和电解铝行业将直接受到缺电导致的被动减产影响, 产能将会有所回落, 并且受缺电影响最大的可能是当地的小企业, 而对于龙头企业来讲, 自备电等因素可能将带来行业内的结构整合和集中度的进一度提高。**

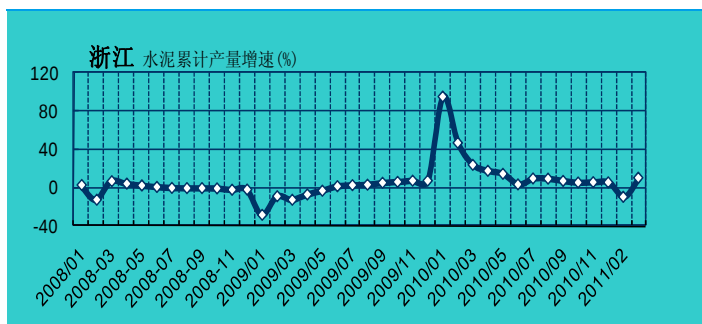
◆ 水泥行业: 2010年5月, 国务院发布落后淘汰产能的通知, 并实行严格的地方问责制, 多个省份为了达到节能目标, 先后对水泥行业实施拉闸限电, 导致水泥产量明显下滑。

图表19: 江苏水泥累计产量增速

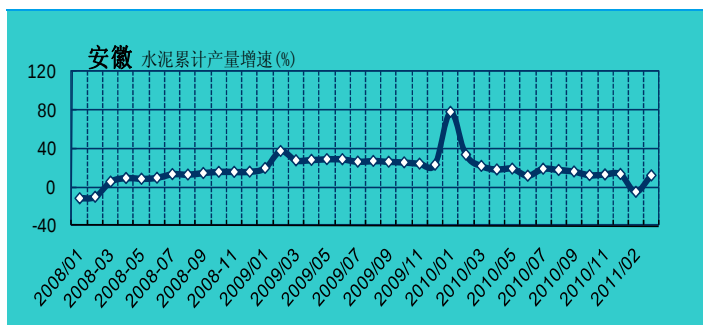


来源: 国金证券研究所

图表20: 浙江水泥累计产量增速

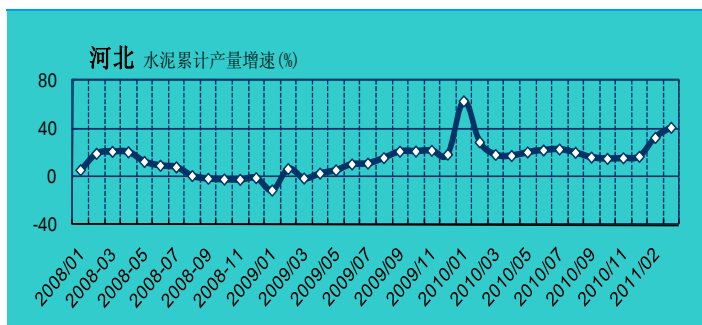


图表21: 安徽水泥累计产量增速



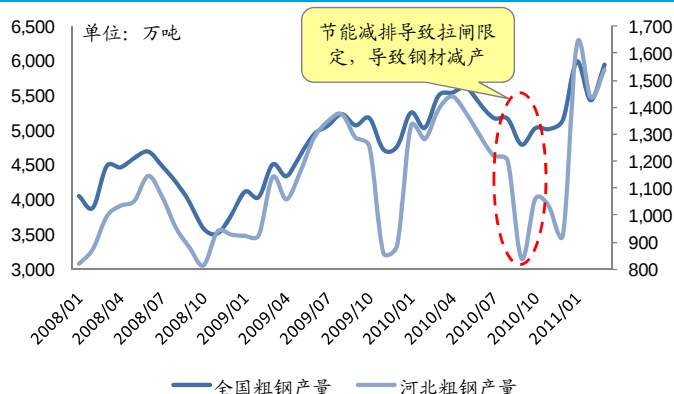
来源: 国金证券研究所

图表22: 河北水泥累计产量增速



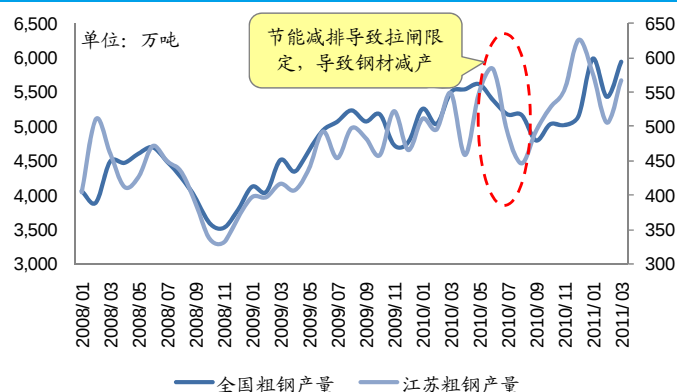
◆ 钢铁行业: 2010年9月, 在继江浙地区对钢铁企业实行限电后, 作为钢产量第一大省的河北也开始对钢铁企业进行大规模限电, 导致了当地的钢材产量迅速下降, 并且带动了全国钢材产量的下滑。

图表23：河北和全国当月粗钢产量



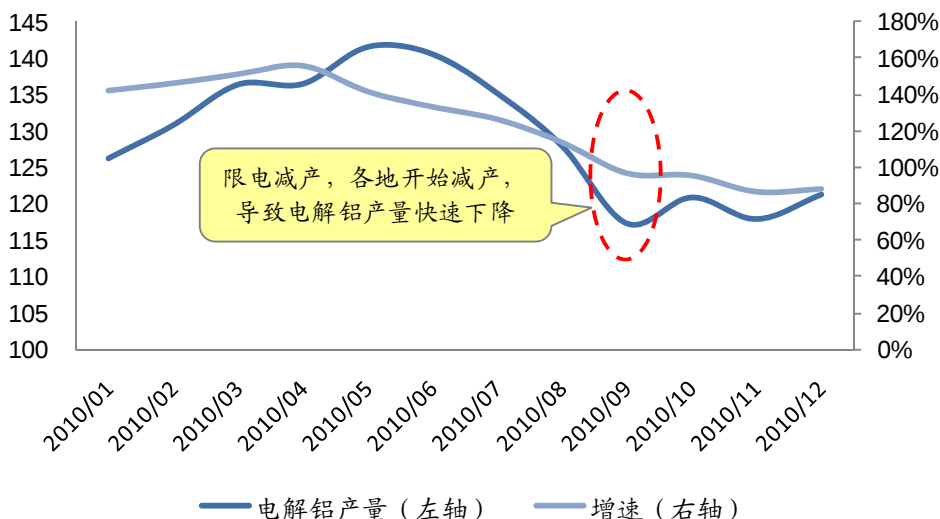
来源：我的钢铁网 国金证券研究所

图表24：江苏和全国当月粗钢产量



- ◆ 电解铝行业：2010 年下半年，受节能减排的压力以及电力供应紧张的影响，作为用电大户的电解铝企业以及电解铝的产能大省都推出了限电减产的措施，使得电解铝产量出现了连续下滑。

图表 25：2010 年全国电解铝产量情况



来源：国金证券研究所

三、区域高耗能产业被动减产，哪些行业和企业会受益？

水泥行业

- 从区域性缺电导致的水泥产业被动减产这个角度来看，我们认为两类企业可能最为受益：**1) 缺电区周边的水泥企业**，因为缺电导致水泥产量减少，推动水泥价格的上涨，而周边水泥企业不受产量下降的影响；**2) 当地的龙头水泥企业**，因为受缺电影响最大的是当地的小企业，对龙头企业的影响有限，根据供给面做减法的逻辑，当地龙头水泥企业可能会借此机会进行结构整合，提高产业集中度。
- ◆ 水泥价格和水泥限电减产呈高度正相关性，因此我们认为未来可能出现区域性缺电的省份主要集中在华东和河北地区，而作为我国的水泥重产地，也将首先受到影响，因此在缺电导致的区域性水泥价格上涨的预期下，**我们认为可能会有机会的是受产量影响较小的周边城市的水泥企业，因此建议可以关注华新水泥。**

图表 26：华东地区水泥价格与限电减产成正相关



来源：国金证券研究所

- ◆ 对于水泥企业，我们认为缺电减产对于当地的中小企业影响最大，对于当地的大水泥企业来说，因为具有规模优势，水泥价格上涨的正面因素足以抵消产量下降的负面因素，基于这个判断加上水泥行业供给面做减法的大逻辑下，我们认为可能有机会的是当地的水泥龙头企业，因为其可能会借此机会加快结构整合，提高产业集中度，建议关注海螺水泥和冀东水泥。

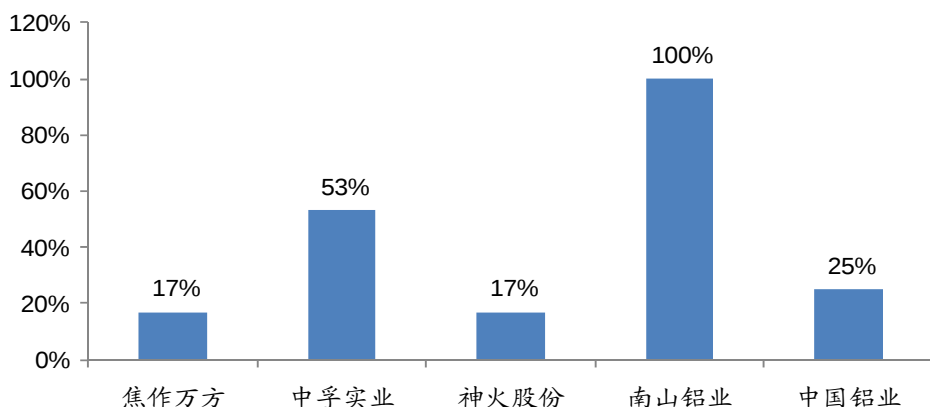
钢铁行业

- 作为中国产钢第一大省河北，目前粗钢产量已经占到全国的 25%左右，江苏作为产钢大省，占比也在 10%左右，未来在进入下半年产钢高峰期后，可能会因为缺电导致的被动减产使得全国范围内的钢铁供应面偏紧，从而推动钢材价格的上涨，我们认为可能有机会的是未来缺电省份的大钢企以及缺电地区的龙头企业。
- ◆ 未缺电省份的大钢企：我们考虑到未来缺电的省份部分是国家的产钢大省，这样区域性的被动减产导致的钢材价格的提升将很快传导至全国，因此其他未受缺电影响的钢企可能会间接受益。
- ◆ 缺电区域的龙头企业：由于我们认为缺电首先会对当地的小企业带来冲击，而对区域龙头企业的影响有限，因此可能有机会的是当地的龙头企业，建议关注河北钢铁。

电解铝行业

- 作为用电大户的电解铝行业，电力成本约占到电解铝成本的 40%左右，而我国的电解铝产量占世界总产量的 35%-40%，因此如果因为缺电而导致电解铝被动减产，将使得整个电解铝行业的供需面发生变化，从这个角度，自备电比例较高，业绩弹性较好的企业可能有机会。

图表 27：电解铝企业自发电比例



来源：国金证券研究所

四、电价刚调+缺电呼声，电力股有投资机会么？

电价刚调，缺电呼声又起

- 为缓解煤价上涨和加息周期对火电企业的盈利负担，4月中旬国家发改委上调全国16个省（区、市）上网电价，其中山西涨幅最高，为2.6分/度，山东等五省上调2分/度，河南等两省上调1.5分/度，另三省上调1分/度，一个省上调0.9分/度，还有四省上调0.4至0.5分/度；16个省平均上调上网电价约1.2分/度。
- 上网电价上调，缓解了部分区域火电企业发电意愿不足的问题，但是依然有部分区域因下游需求旺盛导致出现拉闸限电的现象，并引起能源局领导的重视。
 - ◆ 4月25日，媒体报道国家电网浙江公司调度中心副主任戴彦日前向中国广播网证实，浙江已出现2004年以来最严重的电荒，一季度被限制用电的企业达到50多万户次。目前浙江已制定严格的有序用电方案，将对高耗能企业进行轮流限电。
 - ◆ 江西省电力部门向中国广播网透露，江西全省用电负荷增幅居全国前列，1月份以来，江西电网最大用电负荷始终保持在1000万千瓦以上的高位运行状态。
 - ◆ 4月23日，国家能源局局长刘铁男在全国经济运行工作会议上表示，将从增加有效供给、压缩不合理需求两个方面着手应对，全力做好电力迎峰度夏工作，绝不允许拉限居民生活用电。

电力股有投资机会么？- 20X11PE 以下个股可以适当布局

- 由于部分区域上网电价上调直接改善当地电力企业盈利能力，加上部分区域确实出现明显的高耗能限电情况，那么电力是否会加入上半年水泥、机械、钢铁、银行（金融）、石化（化工）的金花行情中呢？
- 对此，我们认为电力股从全局角度看想出现类似前述周期股的整体行情较难，但部分个股存在补涨需求。理由如下：
 - ◆ 二三线中小电力股因其存在的资产注入预期、参股矿山预期等，在过去12个月中已经取得巨大的涨幅，如明星电力、西昌电力、广安爱众、涪陵电力、郴电国际和最近的皖能电力、上海电力等；对于这些个股，利用小时或煤价波动对其自身资产盈利的影响已经不再是股价的决定因素，其股价走势是独立于周期股行情的。
 - ◆ 一线电力股是否能复制其他周期股的投资机会呢？
 - 1) 我们认为今年以来的周期行情，归根结底是源于政府过去调控带来的供给面减法导致产业内企业盈利能力得到真实提高，而非低

估值向高估值中小盘股票靠拢的结果，所以周期性行业能否取得明显的投资机会，关键在于是否有供需层面变化带来的明显盈利提升。

2) 而对于火电企业来说，虽然局部地区上网电价的上调确实改善了盈利能力，但是由于 2010 年全年内煤价涨幅巨大，从盈利绝对能力来看，依然不强；且电价调整受政府调控，在 CPI 高企的环境下，难以期待电价频繁、持续的上调，电力企业盈利继续改善得到压制，而仅靠利用小时提高带来的盈利提升有限（详见前文分析），更不用说煤价面临继续上涨的压力。

◆ 但是，从整个行业跨年度景气角度看，**电力行业已经度过了最坏的时候，虽然未迎来更好的时候**；从市场交易层面看，电力是唯一未明显上涨的板块，存在较强烈的补涨需求；前者决定对于大型骨干发电集团，给予其起码 20x11PE 的估值水平是可以的，因为其代表了整个中国能源工业的基础，且利用小时强劲增长；后者决定了低于 20x11PE 这一水准的电力股将成为补涨的首选。

■ 按照上述逻辑，我们推荐国电电力、中能股份、长江电力和深圳能源。

图表28：电力股估值概览

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			PB			ROE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600011.SH	华能国际	5.94	0.252	0.241	0.283	23.57	24.65	20.99	1.578	1.524	1.445	6.70%	6.17%	6.88%
600027.SH	华电国际	3.99	0.031	0.001	0.042	128.71	N.A	95.00	1.696	1.614	1.667	1.31%	0.02%	1.74%
600886.SH	国投电力	7.91	0.248	0.302	0.350	31.90	26.19	22.60	1.792	1.751	1.703	5.62%	6.69%	7.54%
600795.SH	国电电力	3.27	0.156	0.204	0.242	20.96	16.03	13.51	2.032	1.773	1.601	9.69%	11.06%	11.84%
600900.SH	长江电力	8.18	0.500	0.545	0.567	16.36	15.01	14.43	1.980	1.835	1.713	12.11%	12.21%	11.86%
000600.SZ	建投能源	6.07	0.011	0.114	0.150	551.82	53.25	40.47	1.916	2.167	2.489	0.36%	4.08%	6.15%
600863.SH	内蒙华电	10.47	0.330	0.395	0.501	31.73	26.51	20.90	5.088	4.720	3.601	16.03%	17.80%	17.22%
600642.SH	中能股份	8.29	0.471	0.526	0.610	17.60	15.76	13.59	1.401	1.304	1.206	7.97%	8.27%	8.87%
600021.SH	上海电力	5.11	0.090	0.041	0.030	56.78	124.63	170.33	1.899	1.869	1.850	3.35%	1.50%	1.09%
600098.SH	广州控股	7.95	0.363	0.371	0.459	21.90	21.43	17.32	1.778	1.673	1.551	8.11%	7.81%	8.95%
000531.SZ	穗恒运A	13.02	0.508	1.051	1.430	25.63	12.39	9.10	3.198	2.512	2.040	12.47%	20.28%	22.40%
000690.SZ	宝新能源	5.74	0.192	0.213	0.284	29.90	26.95	20.21	3.107	2.846	2.540	10.37%	10.57%	12.58%
000027.SZ	深圳能源	10.50	0.637	0.660	0.730	16.48	15.91	14.38	1.679	1.553	1.421	10.19%	9.76%	9.88%
000539.SZ	粤电力A	6.36	0.274	0.337	0.417	23.21	18.87	15.25	1.750	1.770	1.416	7.53%	9.36%	9.58%
600995.SH	文山电力	12.45	0.265	0.365	0.433	46.98	34.11	28.75	5.945	5.138	4.416	12.64%	15.04%	15.36%
600674.SH	川投能源	15.66	0.365	0.499	0.611	42.90	31.38	25.63	2.645	2.495	2.324	6.17%	7.95%	9.07%
600131.SH	岷江水电	9.37	0.285	0.210	0.450	32.88	44.62	20.82	7.403	7.016	5.570	22.50%	15.72%	26.75%
600101.SH	明星电力	21.31	0.473	1.140	0.703	45.05	18.69	30.31	5.345	4.162	3.694	11.86%	22.27%	12.19%
600505.SH	西昌电力	14.08	0.479	0.671	0.320	29.39	20.98	44.00	8.858	6.462	5.875	30.13%	30.79%	13.35%
平均值						27.44	29.45	29.56	2.47	2.23	2.05			

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室