

电力行业

评级：增持 维持评级

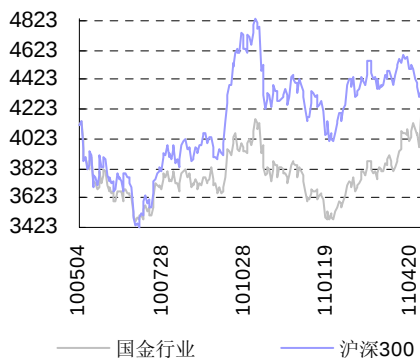
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

从供需视角出发看电力股投资：战略做多

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	4181.36
沪深 300 指数	3192.72
上证指数	2911.51
深证成指	12312.99
中小板指数	6729.63



相关报告

1. 《从电力供需视角看周期股投资》，2011.4.26
2. 《水电有配置价值,环保有交易性机会》，2011.4.8
3. 《电力十二五规划,水电建设与电价改革是重点》，2010.12.22

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

投资建议

■ 根据行业基本面对投资策略的权衡选择，我们建议：战略做多电力股。

- ◆ 电力正处于 5 年大周期循环转折点，行业景气大方向向上：2010 年利用小时实现 5 年来首次正增长，且将继续持续；“十二五”期间电价持续上涨是时机和频率问题，而非方向问题；煤炭供给后续进入持续释放期，且政府对煤价掌控力度在增强；这些因素决定了我国电力行业正处于 5 年大周期的循环转折点，行业景气已度过谷底。
- ◆ 目前投资电力股看 PB，而非 PE：目前 A 股电力板块的 PB 估值仍略低于 08 年水平，但是行业景气度却远高于当时，从风险报酬比的角度看，以 08 年为参照，目前战略做多电力股风险很低，而且能收获在行业景气度逐渐向上的趋势下，PB 向历史估值区间回归的绝对收益。
 - 1) 在行业业绩波动较大的时期，PE 估值方法会短时失效，中国电力行业由于没有市场化电价机制，导致业绩短期波动远大于国外，采用 PB 估值更科学。
 - 2) 从 PE 的视角看，待未来电力改革深化完成后，电力股 ROE 水准回升到 10%-15% 的区间内，目前的高 PE 自然回落，因此目前用 PB 估值暗含了未来电力改革深化的预期。
 - 3) 周期性行业高 PE 一般处于行业景气谷底时，此时是买入而非卖出时，待行业景气恢复至繁荣期，PE 下降时反而该卖出，我国的电力股仍具有较强的周期股特性，在 5 年大周期转折起始点，用 PB 估值暗含了周期股高 PE 买、低 PE 卖的特性。

■ 建议选股策略为：推荐优先选择“煤电一体化/水电占比高+PB 估值低”的公司。

- ◆ 煤电一体化：用电需求的旺盛直接拉动整个煤电产业链景气，煤电一体化的公司可以获取全产业链的利润。
- ◆ 水电占比高：水电机组无成本提高压力，受益于用电需求的增长最确定。
- ◆ PB 估值低：低 PB 意味着更高的安全边际和弹性更大的向上空间。

■ 推荐个股：华能国际、华电国际、国电电力、申能股份、深圳能源、穗恒运和广州控股。

风险提示

- 对于火电企业，最大的风险依然是煤价，虽然我们判断动力煤供给增加和政府对煤价掌控力增强削弱了合同煤价上涨风险，但不能排除下半年合同煤价上涨。
- 对于水电企业，风险来自近期部分地区的旱情在时间和区域分布上是否有扩大趋势，如果来水量低于往年均值，则水电企业难以享受用电需求提升带来的景气。

内容目录

引子：部分区域限电再现	4
思考：电力股到底有没有投资价值？	5
行业景气、盈利能力是否已见底？	5
向上的驱动力和空间如何判断？	5
结论：战略性做多电力股	6
1、从供需视角看，处于 5 年大周期拐点，新周期以结构性缺电形式展现 ...	6
2、从改革&节能视角看，电价持续上涨呈定局，区别仅是调价频率和时机 ...	9
3、从盈利视角看，煤价的影响在减弱，电价+利用小时的影响在加大	10
4、从风险报酬视角看，投资电力看 PB、非 PE，战略做多电力股	12
推荐：优先选择“煤电一体化/水电占比高+PB 估值低”的公司	14
附录一：全国发电和火电机组利用小时敏感性分析	16
附录二：电力改革历史与进程介绍	19

图表目录

图表 1：近期各省市用电紧张情况概述	4
图表 2：国家能源主管部门表示用电形势总量偏紧、局部紧张	4
图表 3：对电力股投资逻辑的思考	6
图表 4：我国历年发电利用小时存在明显周期波动现象	7
图表 5：我国历年发电利用小时变动情况	7
图表 6：我国总发电利用小时的波动取决于火电	7
图表 7：我国用电量增速和装机增速的关系与利用小时的周期性高度吻合	8
图表 8：2011-2013 年全国电力供需预测	8
图表 9：中国历年电力装机容量及同比增速	9
图表 10：中国历年火电装机容量及同比增速	9
图表 11：电力市场产业链及价格传导机制	10
图表 12：日本高电价倒逼全国能耗降低具借鉴意义	10
图表 13：我国煤炭固定资产投资过去十年内大幅增长	11
图表 14：我国煤炭产量过去十年内持续高增长	11
图表 15：电力企业业绩对煤价和电价的敏感性分析	12
图表 16：电力企业业绩对煤价和利用小时的敏感性分析	12
图表 17：我国历年煤炭价格走势	13
图表 18：我国历年发电利用小时及增速	13
图表 19：电力历史 PB 估值水平	13
图表 20：电力股估值	14
图表 21：煤电一体化和水电占比高的公司	15

图表 22: 2011 年全国发电利用小时敏感性分析	16
图表 23: 2012 年全国发电利用小时敏感性分析	16
图表 24: 2013 年全国发电利用小时敏感性分析	16
图表 25: 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)	17
图表 26: 2011 年全国火电利用小时敏感性分析	17
图表 27: 2012 年全国火电利用小时敏感性分析	18
图表 28: 2013 年全国火电利用小时敏感性分析	18
图表 29: 《电力体制改革方案》指出我国电力改革方向	19
图表 30: 最终的电力改革会分为 2 个阶段	19
图表 31: 价格传导机制未打通是发电企业困局之源	20
图表 32: 两大电网集团 2009 年全部亏损	20

引子：部分区域限电再现

- 近两个月以来，尤其在进入 4 月份以后，我国从东部到中西部的多个省份都出现了罕见的淡季缺电现象，大量企业面临着不同形式的限电尴尬，浙江、江苏、湖南、江西、重庆等地均不同程度的呈现出用电紧张态势，各地相继采取限电和让电措施。
- ◆ 国家电网电力调度通信中心数据显示，进入 4 月以后，从东部到中西部的多省地区持续出现电力负荷缺口。其中，浙江缺口达 271 万千瓦，江西、重庆、湖南、陕西分别达到 140 万千瓦、121 万千瓦、114 万千瓦和 95 万千瓦。

图表1：近期各省市用电紧张情况概述

省份	缺电情况
山东	山东电力预计，迎峰度夏期间全省统调最高负荷将达到5200万千瓦时，在山东省内发电企业电煤供应正常、省外电力按计划足额输入的情况下， 电力供需仍然较为紧张，估计最大缺口在100万千瓦左右。
浙江	据浙江省电力公司介绍，浙江省今年的最高负荷将超过5000万千瓦，而极限供电能力只有4600万千瓦，即使考虑到部分机组恢复满运行等因素， 在迎峰度夏时全省电力缺口将超过350万千瓦。 目前浙江遭遇2004年以来的最严重荒，浙江已经制定严格有序的用电方案，并对高耗能企业进行轮流限电。
江苏	电力公司透露， 江苏省今夏用电预计最大缺口在1100万千瓦以上，缺口近16%。 江苏省电力供需矛盾一直较为突出，此次省内缺电还与2011年一季度高耗能企业投资过热有关。从去年下半年开始，一些之前因节能减排而停产的企业陆续恢复生产，用电量大幅增加，超出预期。同时，今年一季度的煤炭供应紧张，价格不断走高，造成火电厂开工不足。
广东	当前日电力缺口大约为100万-200万千瓦，预计二季度最大电力缺口将达400万千瓦， 广东已启用新一轮“限电”措施，重点安排8大类高耗能产业错峰生产，而居民用电重点保障，不会受到影响。
陕西	发改委介绍，由于今年陕西省内电煤供货合同迟迟未签，进入4月以来，该省电煤供应形势严峻。另据陕西当地铁路运输部门发布的消息称， 该省电厂存煤接连告急，70%的电厂库存临近或低于警戒天数以下。
江西	3月底以来，江西全省供用电开始紧张， 首次出现了“淡季”缺电现象，高峰时电力缺口甚至达到了130万千瓦， 并有可能由季节性缺电转为常态性缺电，江西省电力公司透露，今年以来，江西用电负荷增幅居全国前列，截至4月12日，江西统调用电量达201.2亿千瓦时，同比增长31.09%。由于用电负荷居高不下，电煤供应持续紧张，自3月29日起，江西电网电力供应出现缺口。
湖北	延续用电紧张趋势，省内电煤入不敷出。目前全省电煤库存降至168万吨左右， 预计本月底存煤将下滑至140万吨，低于去年最低160万吨的库存水平， 比年初电力供应最紧张时期更为严峻。
安徽	安徽在4月初就宣告今年夏季的电力缺口， 预计电力供应缺口在200万千瓦。

来源：国金证券研究所

- 对于今年电荒是否会到来，国家能源局、发改委、华东电网公司以及中电联一致做出**总量偏紧、局部紧张**的判断，并且指出在迎峰度夏期间，电力缺口可能进一步扩大。

图表2：国家能源主管部门表示用电形势总量偏紧、局部紧张

时间	部门	事件
4月13日	华东电网	在华东电网2011年迎峰度夏暨安全生产工作会议上指出，预计今夏华东电网迎峰度夏各项生产任务将十分繁重，电网安全生产压力空前巨大。据预测，2011年迎峰度夏期间，华东全网预计最高用电需求约为1.9亿千瓦，同比增长14.9%。高峰期间，华东全网电力缺口将达到1166万千瓦，发用电平衡形势严峻，供需矛盾突出。
4月15日	国家发改委	预警今年大部分地区将出现电力供需偏紧，预计夏季高峰期华东、华北、南方供需缺口较大， 同时要求，发改委要求，各地于5月底前必须将“有序用电方案”上报发改委经济运行调节局备案。
4月22日	国家能源局	在一季度能源会议上预计，今年国内用电量可能增长10%-12%，达到4.61万亿-4.69万亿千瓦时，今夏可能出现电力供应紧张状况。
4月28日	中电联	中电联发布一季度全国电力供需与经济运行形势分析预测报告称： 迎峰度夏期间电力供应缺口可能进一步扩大，预计缺口在3000万千瓦左右； 全年全国电力供需形势将“总体偏紧”，局部地区“持续偏紧”，而“十二五”中期更将可能出现大范围缺电难题。
4月28日	国家发改委	国家发改委发布《有序用电管理办法》，明确六类用户优先保障用电，包括高耗能等五类用户重点限制用电，该办法定于5月1日实施。

来源：国金证券研究所

思考：电力股到底有没有投资价值？

- 在部分区域缺电背景下，目前价位的电力股是否具有投资价值？在 4 月 25 日报告《从电力供需视角看周期股投资》中我们提出：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；报告发表之后，我们也一直在反思、跟踪观点与市场的反馈；分为下述几个问题：

- 1) 电力股的机会是部分个股的补涨需求还是整个板块阶段性的向上机会？
- 2) 如果是后者，其驱动力来自哪里？（肯定不是媒体的限电报道，这仅能导致一日游行情）
- 3) 如果是后者，向上空间有多大，风险报酬比是否满足投资条件？

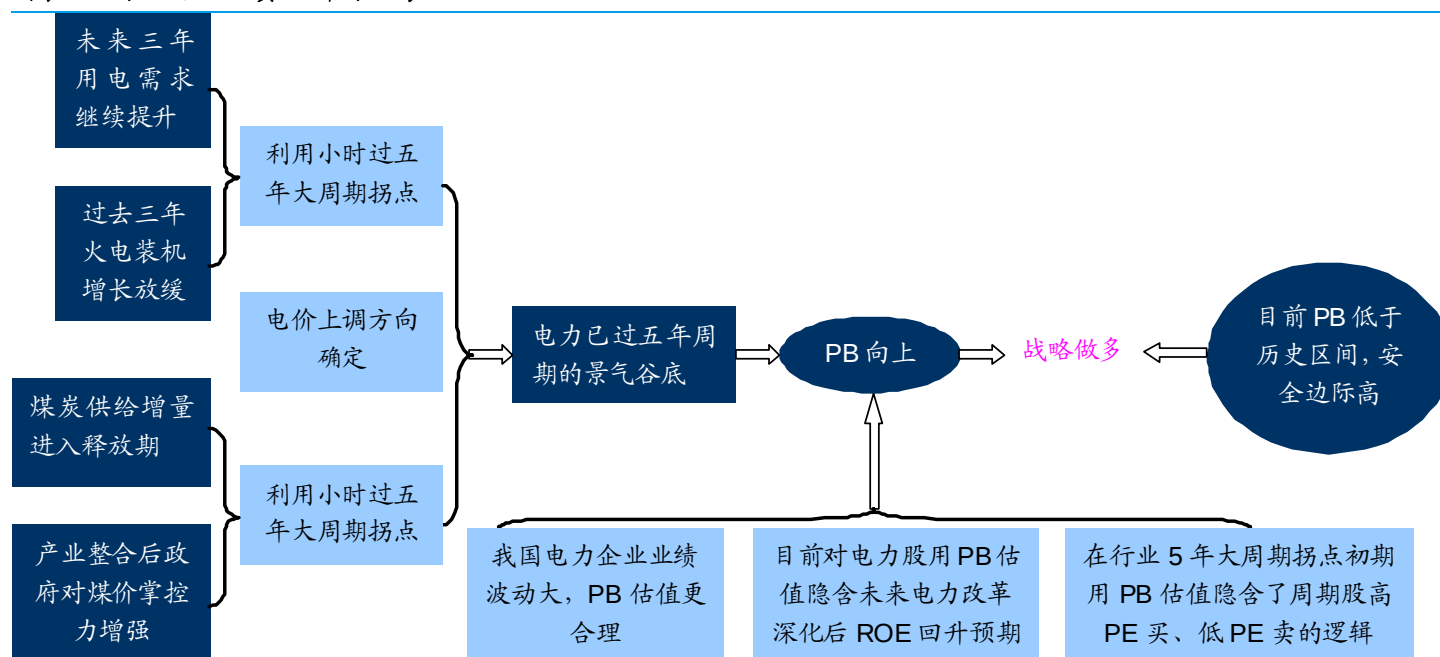
行业景气、盈利能力是否已见底？

- 电力作为公用事业属性，其周期相比其他周期性行业较弱，但是在我国，由于火电行业上游动力煤与下游用电结构以高耗能为主，所以导致火电企业盈利波动远较海外市场大，表现出一定的周期性，只是周期时间比其他行业更为拉长。因此，对电力股是否具备整体性投资机会的判断逻辑和其他周期性行业投资机会的判断并无差异。
- 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。**
- 回到电力股是否具有整体板块性投资机会上，则变成**电力行业的景气度、电力企业的盈利能力是否已见底！**我们经过对利用小时、电价和煤价的分析，**现在的电力行业处于 5 年大周期的循环转折点，处于行业景气最低谷已经刚刚过去的时候，所以股价整体具备较大安全边际的投资价值。**

向上的驱动力和空间如何判断？

- 对于电力股价向上驱动力和向上空间的分析，我们的观点如下：
 - ◆ 电力处于 5 年大周期循环转折点，行业景气缓慢向上推动企业盈利恢复，利用小时 2010 年已过拐点、电价处于长期上行通道中，煤价在定价机制改革中将逐步解决向下游传递问题；这些是推动电力股上行的驱动力。
 - ◆ 从估值角度看，电力股估值无需看 PE、而是用 PB，从 PB 角度看，电力估值处于历史低点，向上空间巨大。我们提出目前电力估值不看 PE、看 PB 的原因是：
 - 1) 在行业业绩波动较大的时期，PE 估值方法会短时失效，中国电力行业由于没有市场化电价机制，导致业绩短期波动远大于国外，采用 PB 估值更科学。
 - 2) 从 PE 的视角看，待未来电力改革深化完成后，电力股 ROE 水准回升到 10%-15% 的区间内，目前的高 PE 自然回落，因此目前用 PB 估值暗含了未来电力改革深化的预期。
 - 3) 周期性行业高 PE 一般处于行业景气谷底时，此时是买入而非卖出时，待行业景气恢复至繁荣期，PE 下降时反而该卖出，我国的电力股仍具有较强的周期股特性，在 5 年大周期转折起始点，用 PB 估值暗含了周期高 PE 买、低 PE 卖的特性。

图表3：对电力股投资逻辑的思考



来源：国金证券研究所

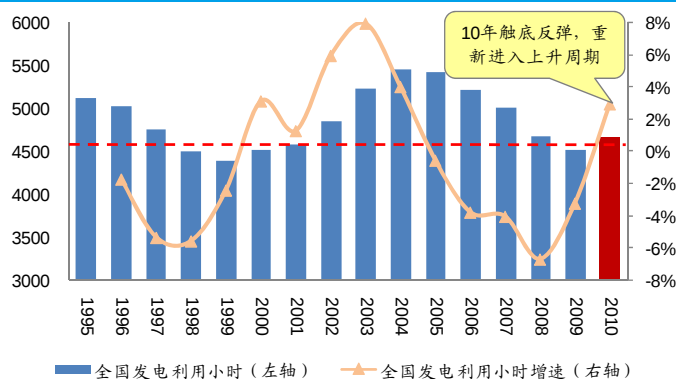
结论：战略性做多电力股

对全国机组及火电机组供需分析敬请参阅我们 4 月 25 日报告《从电力供需视角看周期股投资》的分析和附录一

1、从供需视角看，处于 5 年大周期拐点，新周期以结构性缺电形式展现

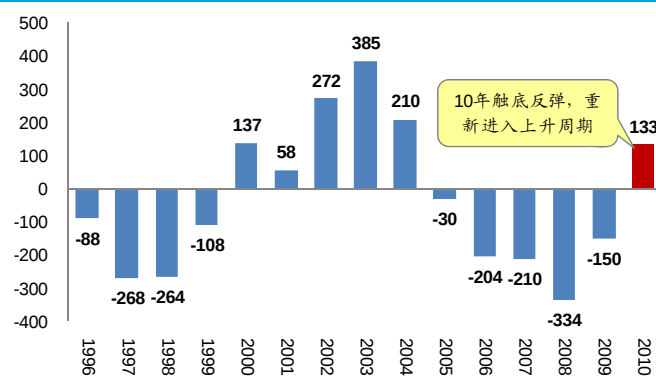
- 纵观我国发电设备利用小时的历史，在 1995-2010 年这 15 年的时间内，从发电小时数的走势可以发现，共经历了三个明显的 5 年周期，并且在刚过去的 2010 年，利用小时自 2004 年以后，首次实现了正增长，因此**我们判断，目前我国的发电利用小时已经走出了下降周期，正在步入下一个 5 年周期，并将持续正增长。**
 - ◆ 周期一（1995-1999 年）：国家通过征收电力建设基金等方式吸引多元投资主体参与电力建设，使得发电装机增速稳定在 8%-9% 之间，加上这个期间 GDP 增速和用电量增速都有明显的下滑，导致了利用小时连续下滑。
 - ◆ 周期二（1999-2004 年）：1998 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。
 - ◆ 周期三（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。
 - ◆ 周期四（2010-2015 年）：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，重新进入增长周期。

图表4：我国历年发电利用小时存在明显周期波动现象



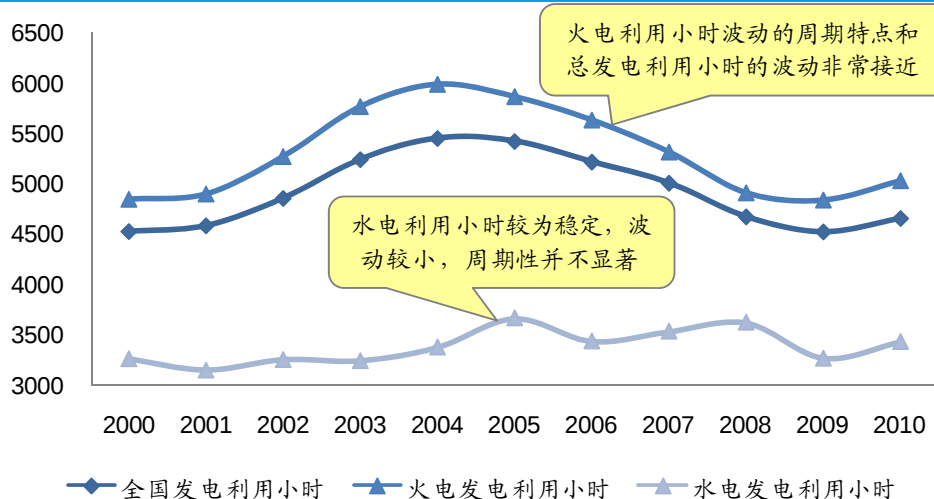
来源：中电联 国金证券研究所

图表5：我国历年发电利用小时变动情况



- 我国发电设备利用小时为什么会存在明显的周期性波动现象呢？我们分析了其内在原因，发现我国用电量增速和装机增速的变化同样具有明显的周期性，而且波动的周期特点与利用小时的波动高度吻合，因此**我们判断造成利用小时5年一个周期的内在机制在于装机增速和用电增速的相对关系以及这种关系是否能够持续下去**，考虑到我国目前水电、核电以及风电的利用小时比较稳定，全国发电设备利用小时的波动主要取决于火电，并且在未来三年火电装机增速放缓，用电量增速显著提高的大背景下，**我们判断，我国的电力行业正处于5年大周期的循环转折点。**
- ◆ 从发电结构来看，水电、核电和风电的利用小时较为稳定，波动较小且周期性并不显著，而火电利用小时的周期波动显著且波动的周期特点和总发电利用小时的波动非常接近，因此，面对未来缺电的困局，新增电力需求仍主要由火电提供。

图表6：我国总发电利用小时的波动取决于火电

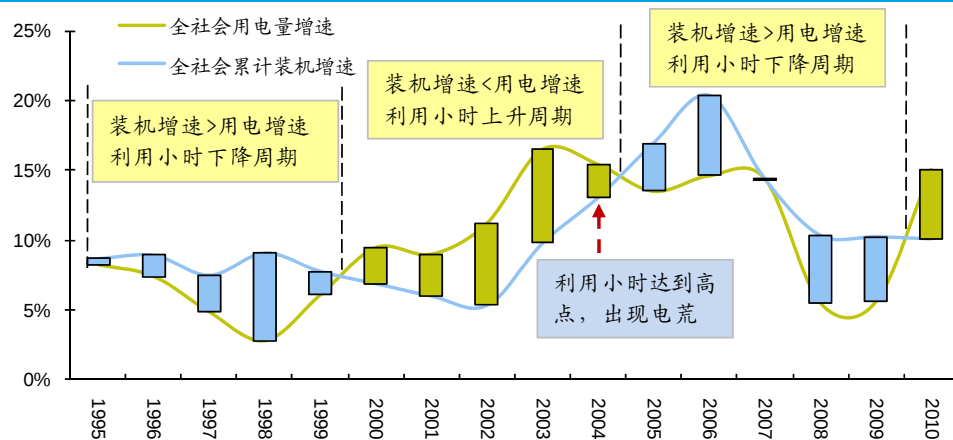


来源：中电联 国金证券研究所

- ◆ 我们对于 2011-2013 年全国范围内的发电机组尤其是火电机组的供需情况进行了预测，发现在最中性的条件下，未来三年装机增速随着火电新增装机的减少而逐渐回落，用电增速却保持稳定并且高于装机增速。
- 1) 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 年新增装机约为 8000 万千瓦、淘汰机组分别为 1200 万千瓦、1000 万千瓦和 600 万千瓦。

- 2) 根据我们《从电力供需视角看周期股投资》中的情景分析，我们对于未来三年 GDP 增速和电力需求弹性系数采用中性假设：GDP 增速 10%、电力需求弹性系数为 1.2。

图表7：我国用电量增速和装机增速的关系与利用小时的周期性高度吻合



来源：中电联 国金证券研究所

图表8：2011-2013 年全国电力供需预测

	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

与上一轮周期不同，本轮周期将以区域结构性缺电的形式展现

- 与 2010 年下半年国家为了完成节能减排目标拉闸限电不同，今年的用电紧张让我们想起了 2003-2004 年全国范围的电荒困局，但是不同的是，目前的电力紧缺已经由当时的总量性缺电向结构性缺电转变。

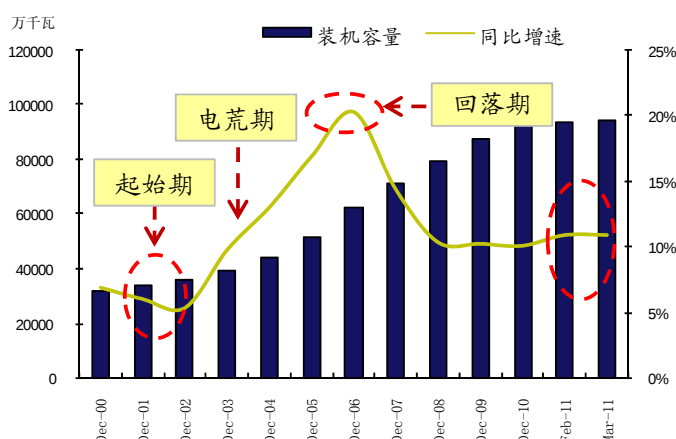
◆ 回顾 04 年电荒：

- 1) 起始：1998 年开始，国家出台宏观经济及结构调整的政策，导致发电装机增速从 1999-2002 年连续 4 年下降，从 9.07% 大幅降至 5.34%；
- 2) 电荒：从 1999 年开始，经济开始回暖，用电需求开始回升，但新建发电项目不可能在短期内投运，造成了 03 和 04 年的全国性电荒；
- 3) 回落：为应对电荒，电力企业加快发电项目建设，但直到 2003 年发电装机增速才开始逐渐回暖，到 2006 年达到高点，也基本脱离了电荒困局。

◆ 重新上演，情况已大不同：今年用电紧张让我们想起了 04 年出现的电荒困局，但是类似的结果并不代表有着相同的解决方案，**考虑到节能减排的背景以及火电装机增速不可能像 03-06 年那样大幅提升，因此我们认为当前的电力紧缺已经由总量性缺电向结构性缺电转变。**

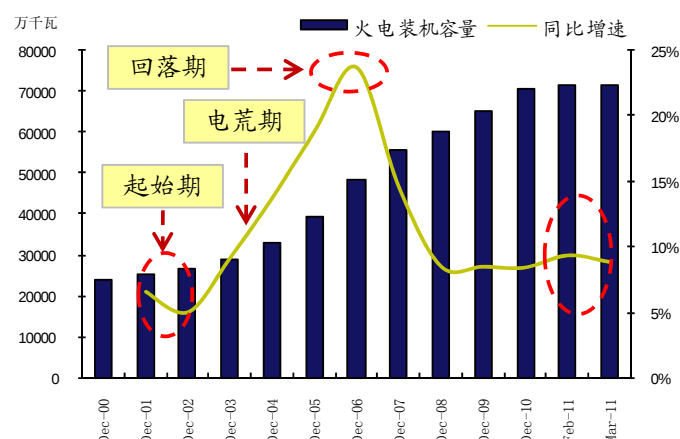
- 1) 新增市场受压制：国家能源局 2010 年表示，对火电项目的审批严格控制，优先“上大压小”项目及热电联产项目，而常规火电项目审批难度非常大。
- 2) 存量市场淘汰快：2010 年全国累计淘汰落后小火电 1100 万千瓦，超额完成了国务院要求的 1000 万千瓦的目标，在“十二五”节能减排力度持续加大的背景下，我们认为在这期间电力行业淘汰落后产能的力度还将持续。
- 3) 能源规划定方向：“十二五”能源规划指出，截至 2015 年，煤炭在一次能源消费中的比重将由目前的 70% 左右下降至 63%，这意味着国家在“十二五”期间将着力改变中国煤炭消费比重多年来居高不下的局面，这将直接影响作为用煤大户的火电行业未来的发展趋势。

图表9：中国历年电力装机容量及同比增速



来源：中电联 国金证券研究所

图表10：中国历年火电装机容量及同比增速



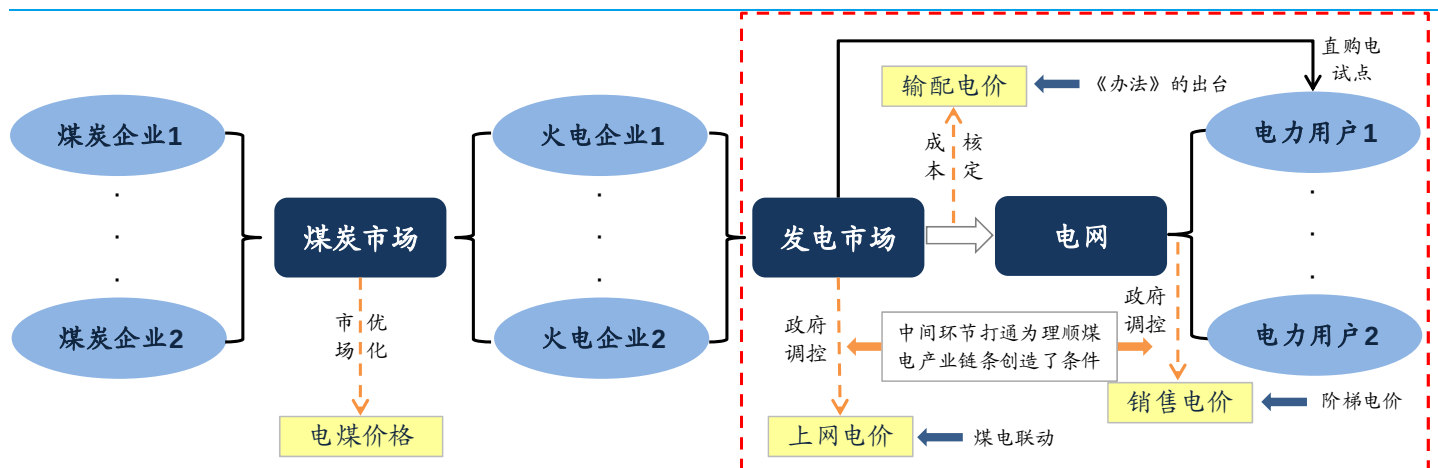
2、从改革&节能视角看，电价持续上涨呈定局，区别仅是调价频率和时机

■ 无论是从电力改革深化还是从全社会节能减排的角度看，电价在“十二五”期间持续上涨都是大概率事件，唯一不确定的仅仅是调整电价的频率和时机。

对于电力市场化改革的分析敬请参阅我们 2009 年 1 月 15 日《电力改革专题报告》以及附录二介绍

◆ 从电力改革角度看，2003 年第一次电力改革后，2006-2008 年间陆续完成了“920”项目出售、节能发电调度、规范电力企业职工投资发电企业和发电权交易监管；至此当初改革规划中除最难取得突破的电价和电力市场外，其余市场化改革领域基本完成，在**电价**和**电力市场**领域取得突破成为下一步改革目标；理顺煤电价格机制只是时间问题，而非方向问题。

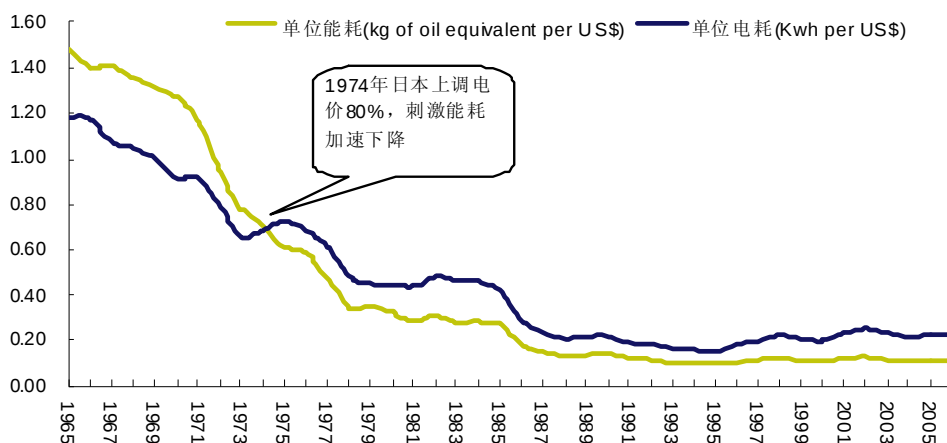
图表 11: 电力市场产业链及价格传导机制



来源：国金证券研究所

- ◆ 从全社会节能减排角度看，电价的主动上调会刺激下游工业主动加大节能减排投资，促进经济转型；从日本的经验来看，1974 年日本政府因石油危机而痛下决心，一次性上调电价幅度高达 80%，从成本端倒逼重化工业企业降低能耗，效果明显，日本单位 GDP 能耗和电耗大幅下降。

图表12：日本高电价倒逼全国能耗降低具借鉴意义



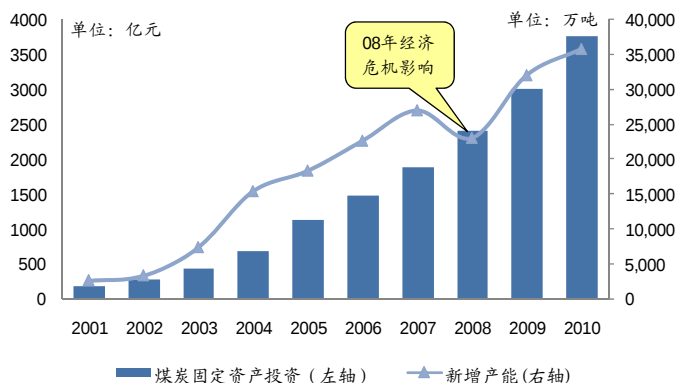
来源：世界银行 国金证券研究所

3、从盈利视角看，煤价的影响在减弱，电价+利用小时的影响在加大

- 火电企业的盈利性主要体现在收入（电价+利用小时）和成本（煤价+折旧）上，其中煤炭成本占比高达 65%-75%左右，折旧占比约为 20%，在我国，由于上游煤炭价格由市场主导，而自身的上网电价由政府调控，使得电力企业长期处在“市场煤、计划电”的困局中，利润也被高企的煤价不断压制，而长期以来的电价上调也远不足以抵消煤炭成本的上涨。
- 但是在进入 2011 年，从煤炭固定资产投资以及煤炭整合的情况来看，国家对于煤价的控制力在不断增强，而动力煤本身供给的增量也都支持煤价在 2011 年将保持相对稳定，**这也就意味着煤价对于火电盈利的影响在逐渐减弱，而电价+利用小时的影响在加大。**
- ◆ 煤炭固定资产投资带动煤炭新增产能大幅增加：过去十年是我国煤炭行业产能的集中建设期，行业固定资产投资从 2001 年的 198 亿元快速增长至 2010 年的 3770 亿元，年复合增长率高达 34.27%；带来的新增产能也由 2001 年的 2720 万吨大幅增长至 2010 年的 35740 万吨左右，年复合增长率高达 29.40%。

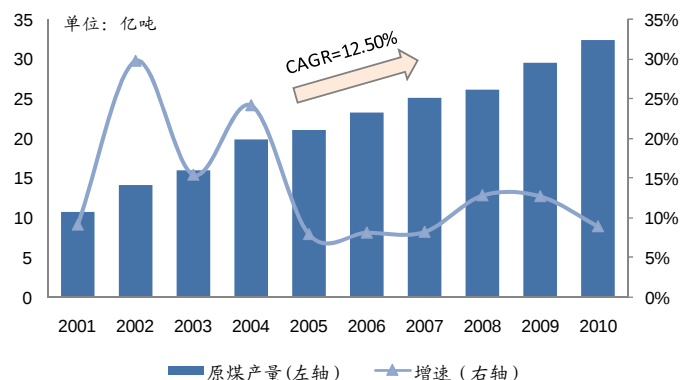
- ◆ 煤炭产量大幅提高：2009 年，我国煤炭产量达 29.73 亿吨，较 2005 年增长 26.50%；全国煤炭铁路运量 27.5 亿吨，较 2005 年增长了 63.6%；主要港口煤炭转运量 4.7 亿吨，较 2005 年增长了 27%；煤炭进出口由 2005 年净出口 4555 万吨转为 2009 年的净进口 1.02 亿吨。

图表13：我国煤炭固定资产投资过去十年内大幅增长



来源：国金证券研究所

图表14：我国煤炭产量过去十年内持续高增长



- ◆ 政府自上而下的强制性政策压制煤价：自 2010 年底发改委要求重点电煤合同价格不得涨价后，2011 年 4 月，发改委下发了《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》，并且在 4 月底约谈了几家大型国有煤炭企业，主要就市场煤价格稳定进行了沟通。我们认为发改委此举主要是双管齐下，**通过限合同煤、稳市场煤来抑制煤价过快增长，因此今年的动力煤价有望企稳。**

- 1) 合同煤：《通知》要求加强电煤产运需衔接和价格调控工作，整顿规范煤炭市场秩序，**将 2011 年重点合同电煤价格维持 2010 年的水平不变，不得以任何形式变相涨价。**
- 2) 市场煤：发改委此次约谈煤炭企业，是将调控合同煤延伸至市场煤，此次约谈虽然可能不会直接提出不让涨价的要求，但是**会要求煤炭企业合理控制涨价幅度，禁止煤价大幅上涨。**

- 从发电企业的盈利视角看，发电企业的业绩主要和煤价、电价和利用小时关系最大，我们分别对煤价与电价、利用小时和折旧对于电力企业业绩的影响进行了敏感性分析，验证了我们之前的观点：**只要煤炭价格保持相对稳定，电力企业盈利将持续受益于利用小时增加和电价改革深化。**

- ◆ 假设条件：我们对于装机容量为 100 万千瓦的机组，按照火电厂的平均技术经济指标：厂用电率 5%、单位造价 4000 元/千瓦、发电煤耗 305 克/千瓦时等，在电价、利用小时、折旧率和煤价变化的情况下，对火电厂进行了盈利性分析。
- ◆ 我们在煤价浮动为 1%-26% 的范围内，电价和利用小时浮动为 1%-11% 的范围内，对于发电企业的业绩进行了敏感性分析；只要煤炭价格保持稳定（增幅在 1%-6%），那么在电价上调以及利用小时反弹的预期下，电力企业的盈利性将大为改观。

图表15：电力企业业绩对煤价和电价敏感性分析

电力企业业绩对煤价和电价敏感性分析（与基准值比较）						
→：煤价 ↓：电价	基准值：煤价500元/吨、电价0.3元/千瓦时、折旧20年					
	1%	6%	11%	16%	21%	26%
1%	2.18%	-12.33%	-26.85%	-41.36%	-55.88%	-70.39%
3%	12.35%	-2.17%	-16.68%	-31.20%	-45.71%	-60.22%
5%	22.51%	8.00%	-6.52%	-21.03%	-35.54%	-50.06%
7%	32.68%	18.17%	3.65%	-10.86%	-25.38%	-39.72%
9%	42.85%	28.33%	13.82%	-0.70%	-15.21%	-19.56%
11%	52.01%	38.50%	23.98%	9.47%	-5.04%	-19.56%

来源：国金证券研究所

图表16：电力企业业绩对煤价和利用小时的敏感性分析

电力企业业绩对煤价和利用小时敏感性分析（与基准值比较）						
→：煤价 ↓：利用小时	基准值：煤价500元/吨、利用小时5000、折旧20年					
	1%	6%	11%	16%	21%	26%
1%	-0.97%	-15.63%	-30.29%	-44.95%	-59.61%	-74.27%
3%	2.88%	-12.07%	-27.02%	-41.97%	-56.92%	-71.86%
5%	6.74%	-8.50%	-23.74%	-38.98%	-54.22%	-69.46%
7%	10.60%	-4.93%	-20.46%	-35.99%	-51.52%	-67.05%
9%	14.45%	-1.37%	-17.19%	-33.01%	-48.83%	-64.65%
11%	18.31%	2.20%	-13.91%	-30.02%	-46.13%	-62.24%

来源：国金证券研究所

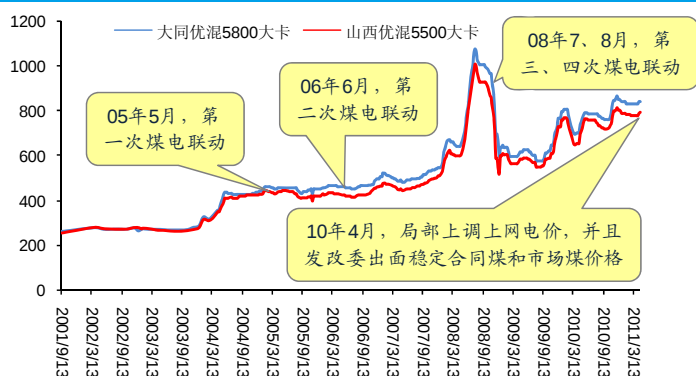
4、从风险报酬视角看，投资电力看 PB、非 PE，战略做多电力股

- 再次重复前述观点：从估值角度看，**投资电力股估值无需看 PE、而是用 PB**，电力估值不看 PE、看 PB 的原因是：
 - ◆ 在行业业绩波动较大的时期，PE 估值方法会短时失效，中国电力行业由于没有市场化电价机制，导致业绩短期波动远大于国外，采用 PB 估值更科学。
 - ◆ 从 PE 的视角看，待未来电力改革深化完成后，电力股 ROE 水准回升到 10%-15% 的区间内，目前的高 PE 自然回落，因此目前用 PB 估值暗含了未来电力改革深化的预期。
 - ◆ 周期性行业高 PE 一般处于行业景气谷底时，此时是买入而非卖出时，待行业景气恢复至繁荣期，PE 下降时反而该卖出，我国的电力股仍具有较强的周期股特性，在 5 年大周期转折起始点，用 PB 估值暗含了周期高 PE 买、低 PE 卖的特性。
- 横向比较电力行业的市场景气度，我们发现在 08 年，整个电力行业在煤价大幅上涨，发电利用小时持续下降的双重打击下，市场景气度跌至历史低点，其 PB 估值也由 07 年的最高点开始逐渐回落；而目前 **A 股电力板块的 PB 估值仍略低于 08 年水平，但是行业景气度却远高于当时，因此从风险报酬比的角度看，以 08 年为参照，目前战略做多电力股风险很低。**

选择 08 年作比较的原因：

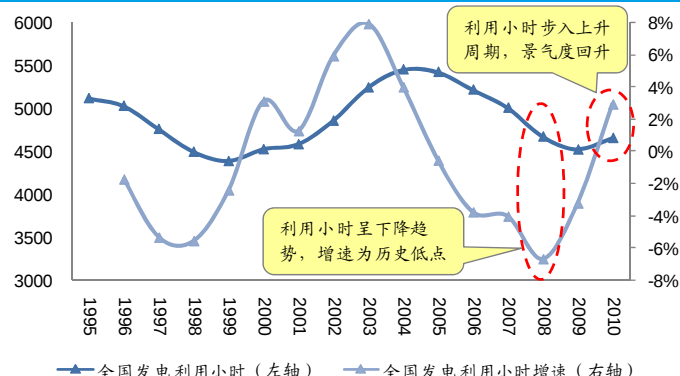
1) 08 年是电力行业市场景气最低点；2) 08 年电力 PB 估值恰为历史上行业 PB 估值中枢

图表17：我国历年煤炭价格走势



来源：国金证券研究所

图表18：我国历年发电利用小时及增速

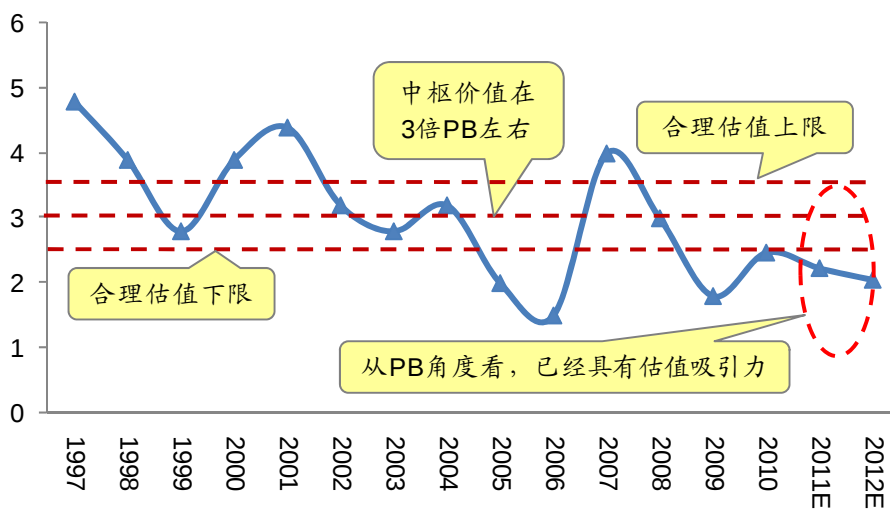


■ 用风险报酬比视角向上看，目前 A 股电力板块的 PB 估值已经跌出了合理区间，在行业景气度逐渐向上的趋势下，PB 即使回归到历史估值区间的下限，也能提供较大的绝对收益回报。

◆ 从历史看，A 股电力板块的 PB 估值区间大致在 2.5-3.5 之间，中枢价值在 3 倍左右。

- 1) 2006 年，由于煤价上涨，当年一、二季度电力企业毛利率明显下滑，导致估值降低，出现历史低点。
- 2) 2006 年 6 月，启动第二次煤电联动，电力行业 PB 估值大幅反弹至 4 倍以上。
- 3) 之后由于电价政策不明朗，加上煤炭价格大幅上涨，电力行业 PB 估值一路下滑，目前已经跌出历史合理波动区间。

图表19：电力历史 PB 估值水平



来源：聚源数据 国金证券研究所

◆ 目前 A 股电力板块的 PB 估值平均在 2.1 左右，明显低于合理估值的下限，并且一些资产优良的电力企业，其 PB 更是在 1.5 左右，从估值修复的角度，在行业景气度持续向上的趋势下，我们认为目前电力股估值已具有明显吸引力。

图表20：电力股估值

类别	股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			PB			ROE		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
全国性	600011	华能国际	6.09	0.252	0.239	0.294	24.17	25.48	20.71	1.620	1.560	1.470	6.70%	6.10%	7.10%
	600027	华电国际	4.15	0.031	0.008	0.047	133.87	518.75	88.30	1.760	1.750	1.730	1.30%	0.40%	2.00%
	600795	国电电力	3.36	0.156	0.200	0.240	21.54	16.80	14.00	2.090	1.830	1.650	9.70%	10.90%	11.70%
	601991	大唐发电	7.01	0.201	0.217	0.257	34.88	32.30	27.28	2.810	2.700	2.580	8.00%	8.40%	9.50%
	600886	国投电力	8.09	0.248	0.296	0.344	32.62	27.33	23.52	1.830	1.800	1.750	5.60%	6.60%	7.40%
	平均值						28.30	25.48	21.38	2.02	1.93	1.84			
区域性	中值						32.62	27.33	23.52	1.83	1.80	1.73			
	600863	内蒙华电	9.99	0.330	0.390	0.514	30.27	25.62	19.44	4.850	4.130	3.400	16.00%	16.20%	17.50%
	600674	川投能源	15.93	0.365	0.506	0.611	43.64	31.48	26.07	2.690	2.530	2.350	6.20%	8.00%	9.00%
	600578	京能热电	12.22	0.410	0.513	0.593	29.80	23.82	20.61	2.860	2.600	2.370	9.60%	10.90%	11.50%
	000690	宝新能源	5.58	0.192	0.215	0.261	29.06	25.95	21.38	3.020	2.760	2.490	10.40%	10.60%	11.70%
	000600	建投能源	5.75	0.011	0.110	0.150	522.73	52.27	38.33	1.820	2.130	2.360	0.40%	4.10%	6.10%
水电	000531	穗恒运A	12.26	0.508	1.051	1.430	24.13	11.67	8.57	3.010	2.370	1.920	12.50%	20.30%	22.40%
	000027	深圳能源	11.08	0.637	0.670	0.757	17.39	16.54	14.64	1.770	1.630	1.490	10.20%	9.80%	10.20%
	600642	中能股份	8.63	0.471	0.526	0.610	18.32	16.41	14.15	1.460	1.360	1.260	8.00%	8.30%	8.90%
	600021	上海电力	5.82	0.090	0.041	0.030	64.67	141.95	194.00	2.160	2.130	2.110	3.30%	1.50%	1.10%
	平均值						32.16	25.47	20.40	2.63	2.40	2.19			
	中值						29.80	25.62	20.61	2.69	2.37	2.35			
煤电一体化	600900	长江电力	8.23	0.486	0.513	0.548	16.93	16.04	15.02	2.000	1.860	1.740	11.80%	11.60%	11.60%
	600674	川投能源	15.93	0.365	0.506	0.611	43.64	31.48	26.07	2.690	2.530	2.350	6.20%	8.00%	9.00%
	600236	桂冠电力	6.39	0.291	0.291	0.325	21.96	21.96	19.66	4.820	4.170	3.610	21.90%	18.90%	18.40%
	000883	湖北能源	9.82	0.290	0.320	0.340	33.86	30.69	28.88	13.530	10.260	8.150	39.90%	33.40%	28.20%
	002039	黔源电力	22.78	0.320	0.633	0.701	71.19	35.99	32.50	2.730	1.620	1.560	3.80%	4.50%	4.80%
	600131	岷江水电	9.27	0.285	0.210	0.450	32.53	44.14	20.60	7.320	6.940	5.510	22.50%	15.70%	26.70%
煤电一体化	000601	韶能股份	5.61	0.080	0.250	0.300	70.13	22.44	18.70	1.770	1.670	1.610	2.50%	7.40%	8.60%
	600868	ST梅雁	4.41	0.128	0.015	0.015	34.45	294.00	294.00	3.970	3.980	3.930	11.50%	1.40%	1.40%
	平均值						40.59	28.96	23.06	3.61	3.25	2.90			
	中值						34.16	30.69	20.61	2.73	2.53	2.35			
	600027	华电国际	4.15	0.031	0.008	0.047	133.87	518.75	88.30	1.760	1.750	1.730	1.30%	0.40%	2.00%
	600795	国电电力	3.36	0.156	0.200	0.240	21.54	16.80	14.00	2.090	1.830	1.650	9.70%	10.90%	11.70%
煤电一体化	600011	华能国际	6.09	0.252	0.239	0.294	24.17	25.48	20.71	1.620	1.560	1.470	6.70%	6.10%	7.10%
	601991	大唐发电	7.01	0.201	0.217	0.257	34.88	32.30	27.28	2.810	2.700	2.580	8.00%	8.40%	9.50%
	600863	内蒙华电	9.99	0.330	0.390	0.514	30.27	25.62	19.44	4.850	4.130	3.400	16.00%	16.20%	17.50%
	600396	金山股份	9.12	0.018	0.457	0.593	506.67	19.96	15.38	2.960	2.720	2.630	0.60%	13.60%	17.10%
	600578	京能热电	12.22	0.410	0.513	0.593	29.80	23.82	20.61	2.860	2.600	2.370	9.60%	10.90%	11.50%
	平均值						28.13	24.00	19.57	2.71	2.47	2.26			
煤电一体化	中值						30.27	25.48	20.61	2.81	2.60	2.37			

来源：朝阳永续 国金证券研究所

推荐：优先选择“煤电一体化/水电占比高+PB 估值低”的公司

- 我们建议的投资策略为：推荐优先选择煤电一体化/水电占比高+PB 估值低的公司。
 - ◆ 煤电一体化：用电需求的旺盛直接拉动整个煤电产业链景气，煤电一体化的公司可以获取全产业链的利润。
 - ◆ 水电占比高：水电机组无成本提高压力，受益于用电需求的增长最确定。
 - ◆ PB 估值低：低 PB 意味着更高的安全边际和弹性更大的向上空间。
- 推荐个股：华能国际、华电国际、国电电力、中能股份、深圳能源、穗恒运和广州控股。

图表21：煤电一体化和水电占比高的公司

水电占比重				
股票代码	上市公司	火电占比	水电占比	其他
600900.SH	长江电力	N.A	100%	N.A
600795.SH	国电电力	75%	22%	3%
600674.SH	川投能源	3.80%	96.20%	N.A
600886.SH	国投电力	62.30%	36.40%	1.30%
600236.SH	桂冠电力	15.90%	82%	2.20%
000883.SZ	湖北能源	14.50%	85.50%	N.A
002039.SZ	黔源电力	N.A	100%	N.A
煤电一体化				
股票代码	上市公司	产能(万吨/年)	煤炭自给率	备注
600027.SH	华电国际	1900	30%	2013年目标
600795.SH	国电电力	500	40%	2015年目标
600011.SH	华能国际	1100	20%	集团自给率
601991.SH	大唐发电	2500(已达产的)	40%	2015年目标
600863.SH	内蒙华电	2000	45%	集团自给率
600396.SH	金山股份	1500	N.A	注入预期
600578.SH	京能热电	1200	N.A	注入预期

来源：国金证券研究所

附录一：全国发电和火电机组利用小时敏感性分析

- 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 22：2011 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	保守		中性			乐观	
↓: 弹性系数	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 23：2012 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	保守		中性			乐观	
↓: 弹性系数	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 24：2013 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	保守		中性			乐观	
↓: 弹性系数	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25：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 26：2011 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 27：2012 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 28：2013 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

附录二：电力改革历史与进程介绍

- 2002 年，国务院颁布《电力体制改革方案》，对我国电力体制市场化改革目标做了方向性的指引。

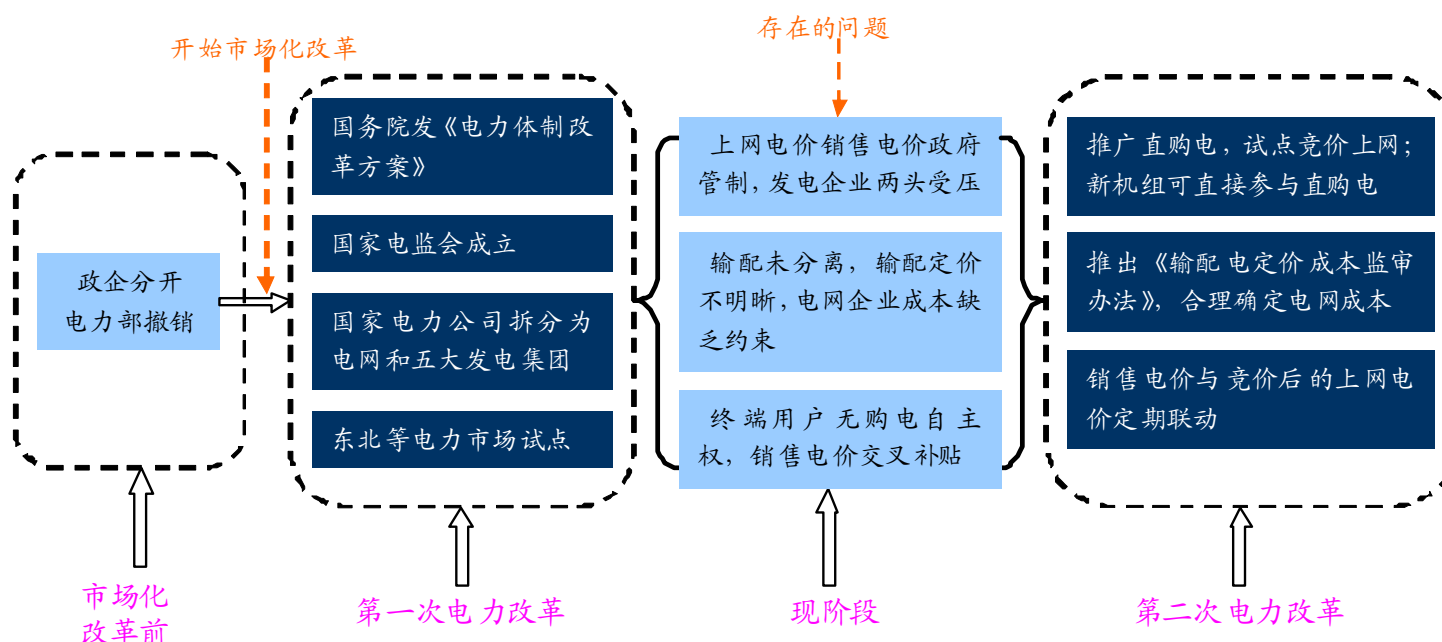
图表29：《电力体制改革方案》指出我国电力改革方向

	内容	进展
改革目标	打破垄断、引入竞争、提高效率、降低成本，健全电价机制、优化资源配置，促进电力发展，推进全国联网，构建政府监管下的政企分开、公平竞争、开放有序、健康发展的电力市场体系	
厂网分离	重组原国家电力公司管理发电资产，组建若干独立发电企业，华能直接改组为独立发电企业，其余资产通过重组形成三至四个全国性发电企业	已经完成
	重组原国家电力公司管理电网资产，成立国家电网公司和南方电网公司	已经完成
	电网企业内部对配电业务实施独立财务核算，电网企业剥离辅助性业务和“三产”	正在做
竞价上网	发电侧竞价上网，建立电力调度交易中心	试点
	上网电价由容量电价和竞价后的电量电价组成；输配电价由政府制定定价原则；销售电价以上网电价和输配电价为基础形成，并与上网电价联动	未推出
直购电	具备条件地区开展向较高电压等级或较大用电量用户和配电网直接供电的试点	试点
电监会	成立国家电力监管委员会，负责制定电力市场运行规则，监管市场运行，维护公平竞争；根据市场情况，向政府主管部门提出调整电价建议	已经完成
分步推进	用一年时间组建国家电网公司、区域电网公司及各发电企业	已经完成
	“十五”末各地区主要发电企业参加统一竞价，全国大部分地区实施新的电价机制	未推出
	完成上述改革后，逐步实行输配分离，售电环节引入竞争机制	未推出

来源：国务院 国金证券研究所

- 根据 2002 年国务院《电力体制改革方案》和已经实施的举措，我们将实行《电力体制改革方案》最终目标的过程划分为两个阶段。

图表30：最终的电力改革会分为 2 个阶段

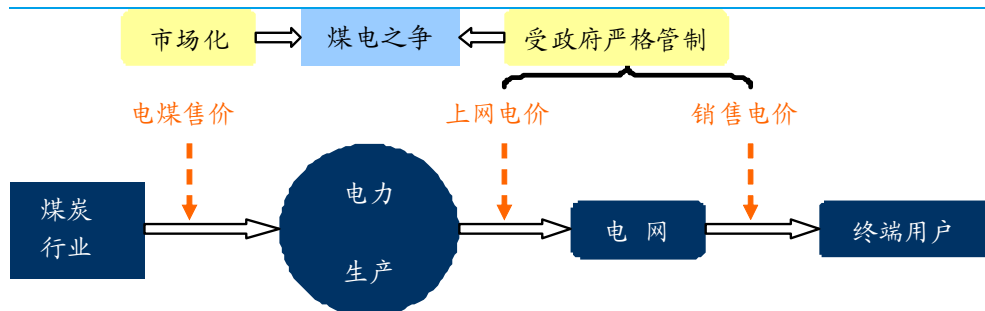


来源：国金证券研究所

- 经历第一次电力改革后，相比成熟、高效的市场化电力体系，目前电力体系存在的问题主要有三大方面：
 - ◆ 厂网虽然分离，但上网电价仍由政府定价，发电市场并未实现高度的竞争，同时又受到市场化煤价的严重冲击。

- ◆ 输配不分离，输配电价定价机制未明，电网企业成本缺乏约束。
- ◆ 终端用户无购电自主权，且销售电价补贴等行为干扰了通过销售电价来引导产业发展的政策。
- 上述问题在 2008-2009 年集中激化，一次电力改革遗留问题已经到了威胁电力工业安全和稳定的程度，再次改革刻不容缓。
- ◆ 2004 年出台的煤电联动政策治标不治本，2008 年受压于高煤价，发电行业全行业亏损。

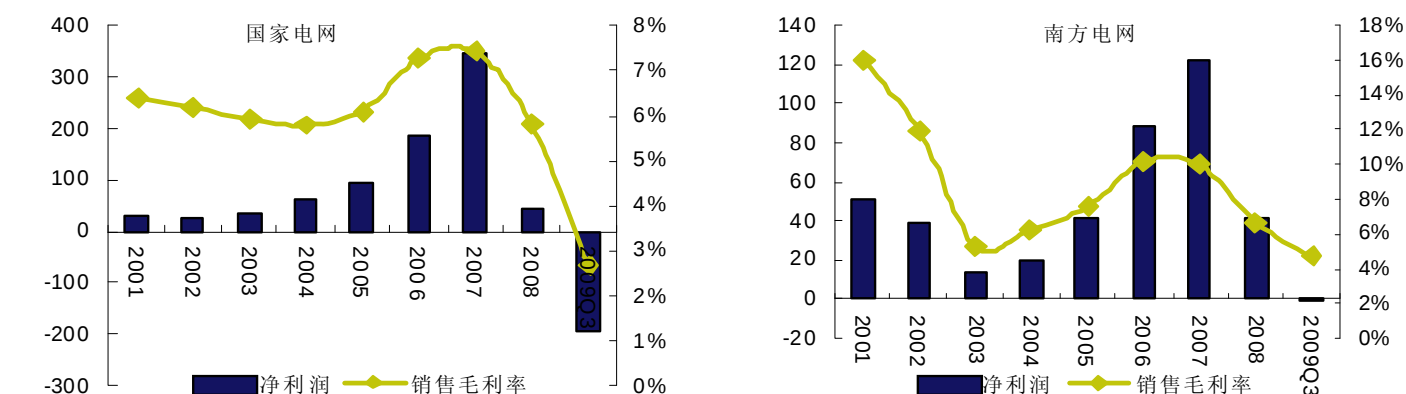
图表31：价格传导机制未打通是发电企业困局之源



来源：国金证券研究所

- ◆ 上调上网电价但因担心经济未同步上调销售电价后，两大电网公司又于 2009 年双双亏损。

图表32：两大电网集团 2009 年全部亏损



来源：wind 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