

掀起你的盖头来

----- 电力板块变动的原因与机遇

发布日期: 2011.05.25

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

I 投资要点:

I “电荒”年年有,今年最特别(机遇):今夏供需形势将呈现“缺口出现更早、范围有所扩大、强度有所增强”的新特点,保守估计全国供电缺口在 3000 万千瓦左右,相当于一个半福建、两个安徽或三个重庆的发电装机容量。三季度电力旺季将至,电力缺口将进一步扩大,用电量将持续走高,过旺的电力需求将拉动电力板块不断上涨。

I 电价上调,盈利改善:据权威部门本月初预计,中电联要加快转变经济发展方式;适度上调电价,特别是进一步提升高耗能产业电价差价,采用市场手段加快促进经济结构优化调整;加快制定全社会各行业能效标准,提高行业门槛等。国家发改委于 4 月上旬上调全国 16 个省(区、市)上网电价,其中,山西涨幅最高,为 2.6 分/度,山东等五个省上调 2 分/度,河南等两个省上调 1.5 分/度,另外,有三个省上调 1 分/度,一个省上调 0.9 分/度,还有四个省上调 0.4-0.5 分/度。总体来看,16 个省平均上调上网电价约 1.2 分/度。由于电荒缺口不断增大,本月国家发改委拟补充上调江西、湖南和贵州三省火电上网电价 2 分/度,而且浙江 6 月 1 日起将对 2400 多家重点用能企业实行惩罚性电价,用电超过行业能耗限额标准的企业将加收每度 0.1 元的电价。这是浙江省对八大高能耗产业实行差别电价后,再次对能耗大户提高电价。为应对电力缺口,缓解电厂压力,施行差别电价和提高上网电价是铁板钉钉的事,电价预期的上调对发电企业的盈利状况非常利好主要看政策出台的时机和频率。

I 绝对价值低估,行业拐点来临:在政策利好推动下,估值有望得到修复。电力行业上涨的主要动力来自于股价长期下跌,大幅跑输沪深 300 指数。过去一年,与沪深 300 指数相比,电力板块跑输 14.8 个百分点。从 PB 来看,电力上市公司估值无论从历史纵向看,还是与当前其他板块横向比,都处于较低水平。从今年 1 月底开始,电力板块步入了连续的上升浪潮之中,短短 3 个月涨幅超过 25%,4 月以来已大幅跑赢大盘约 5 个百分点。进入 5 月以来,这一板块强劲依旧。从 PB 来看,电力行业 PB 估值较上月有所上升,但行业排名仍较低。按照最新净资产计算,公用事业平均 PB 为 2.5 倍,其中电力行业 2.26 倍,仅高于黑色金属、金融服务、交通运输三个行业。目前,火电企

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级 强于大市 ()

市盈率(2011): 29.4
市净率: 2.26

行业表现 2011.05.22



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.77	3.05	5.83
相对表现 (%)	2.61	4.26	-2.63

资料来源: Wind 资讯

重点公司评级

证券简称	EPS			每股净资产	评级
	2011	2012	2013		
上海电力	0.16	0.18	0.21	2.72	中性
华能国际	0.45	0.48	0.52	3.8	中性
内蒙华电	0.40	0.45	0.68	2.09	推荐
明星电力	0.45	0.57	0.72	3.9	中性
黔源电力	0.56	0.81	1.16	8.35	推荐

行业研究员: 穆运周

联系人: 雷鸣

执业编号: S0820510120007

邮箱: leiming@ajzq.com

电话: 021-32229888-3508

业经营困难，电力供应紧张可能成为经济发展瓶颈的情况下，各种有利于发电企业的政策措施将陆续出台，促进电力上市公司的估值修复，电力公司的上涨趋势仍将持续。

I 行业基本面变好，资金深度介入：目前，电力板块 PB 与 2008 年 PB 值相当，但是由于今年是“十二五”开局年，许多项目投产运行，经济处于复苏期，全社会用电量大增，行业基本面向好。一季度，我国宏观经济保持平稳运行，全社会用电量增速明显回升，第二产业用电量增速逐月提高，仍然是带动全社会用电量同比增长的主要动力，第三产业和城乡居民生活用电稳定增长；化工、建材、有色冶炼行业月度用电量与上年最高水平基本相当，3 月份钢铁冶炼行业用电量又创新高，4、5 月份水泥、有色金属、钢铁、化工等重工业的电力需求继续强劲增长，重点上市公司全年火电利用小时将超过 5500 小时，部分地区如浙江、山东等，利用小时有望达 5800—6000 小时。缺电现象得到确认，并且缺电的范围以及缺口会继续扩大。从供电端看【(电价*发点小时数)-(原料费用+设备折旧费)】，二季度水电、华东和南方地区的火电盈利将快速、大幅好转。主要原因是电量回升，用电小时数上升，部分地区上网电价上调以及依旧有上网电价上调预期，煤炭成本稳定。二季度进入丰水期，水电电量、利润率将快速回升。从资金上看，整个市场看好电力板块游资和公募基金大量涌入电力板块。电力板块将持续上涨。

目录

一、“电荒”带来的机遇 4

1.1 用电量上升、电荒对电企的利好	4
1.2 “电荒”带来的业绩上调	10
1.3 电力板块所处位置	12

二、投资策略 13

2.1 有看点的火电企业	13
2.2 有看点的水电企业	14

三、风险提示 14

图目录

图一：前四月每月日均用电量	5
图二：前四月社会发电量以及同比增速	5
图三：前四月各产业	6
图四：部分高耗能行业 1-4 月用电量增长率	6
图五：2011 年 1-4 月发电设备发电小时数及同比增量	7
图六：2011 年 1 月到 4 月部分省份用电量增速	8
图七：今年及未来两年电力缺口	8
图八：2011 年 1-4 月全国电源新增生产能力	9
图九：2011-2013，装机容量及增速	10
图十：五月十日电力子行业涨幅度	12
图十一：近期流入板块资金数（前五）	12

表目录

表一：部分省份电力缺口	7
表二：2011 年 1-4 月电源新增装机容量及同比状况	9
表三：部分省市上调上网电价	11
表四：5 月 9 日至 5 月 13 日行业板块资金净流入强势前五名（单位：亿元）	13
表五：推荐公司主要盈利预测及估值	14

一、“电荒”带来的机遇

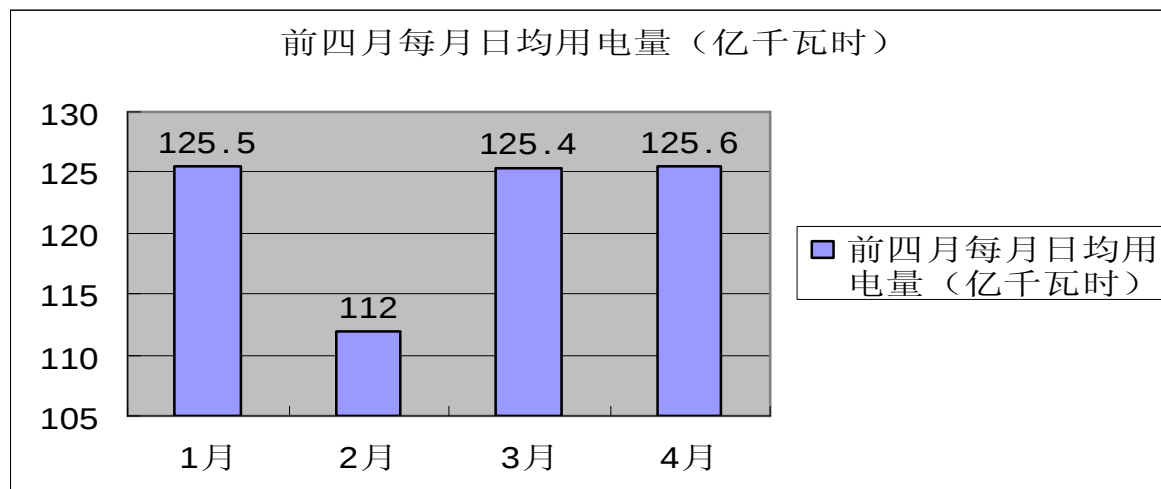
近两个月来，浙江、湖南、江西、重庆、贵州等地均不同程度地出现罕见的“淡季”缺电现象，各地相继采取限电和让电措施。大量企业再次面临“开三停一”、“每周停二”等不同形式的限电。电荒正在全国各地蔓延，特别是高耗能企业用电反弹，在需求端高耗能产业屡禁不止，在供给端水电生产受制于南方大旱，火电企业受制于煤电价格倒挂。在供需两端的挤压共振下，今年的大面积电荒已提前到来。中国电力企业联合会预警，迎峰度夏期间电力缺口保守估计将达 3000 万千瓦，还有进一步扩大可能。专家称，这是 2004 年以来中国所面临的最大一次电荒，范围和深度都是前所未有的。

缺电现象得到确认，根据调研公司电厂所在区域的电力供需情况判断，目前部分地区、部分时段缺电，但迎峰度夏期间，缺电的范围会扩大。我们判断，在火电企业经营困难，电力供应紧张可能成为经济发展瓶颈的情况下，各种有利于发电企业的政策措施将陆续出台，促进电力上市公司的估值修复，电力公司的上涨趋势仍将持续。

1.1 用电量上升、电荒对电企的利好

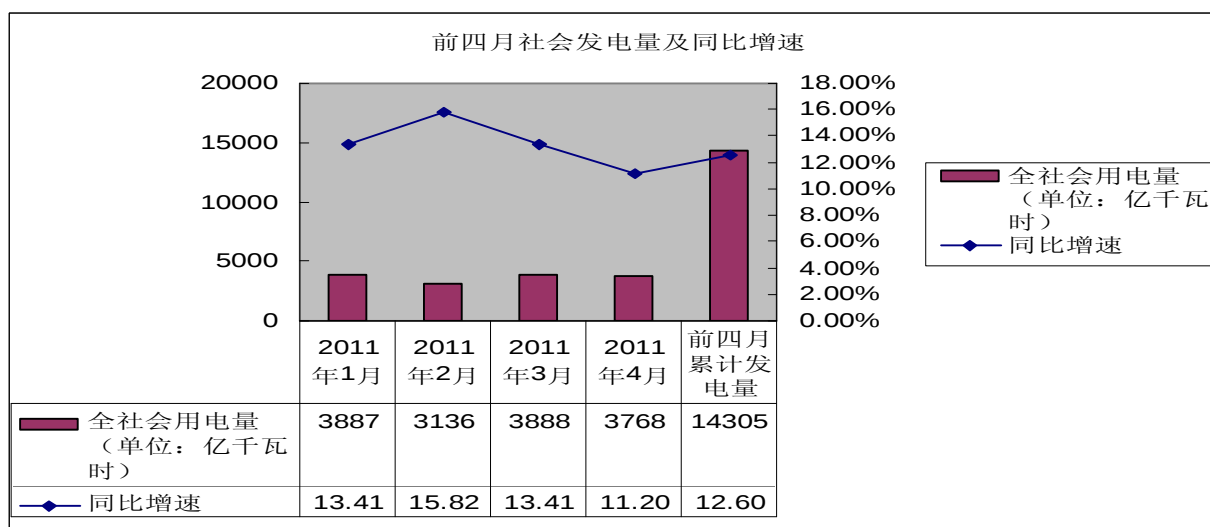
今年是“十二五”开局年，许多项目投产，高耗能产业用电反弹，全社会用电量猛增。国家能源局发布的数据显示，4 月份我国全社会用电量 3768 亿千瓦时，同比增长 11.2%，比 3 月份增速降低 2.2 个百分点，环比下降 3.1%，继续强劲增长。4 月份第二产业用电量增速略高于全社会用电量增速，第三产业和城乡居民生活用电放缓。4 月同比增速虽然有所减缓，有淡季的季节性因素，但从日均全社会用电量 125.6 亿千瓦时，与 1 月份的 125.5 亿千瓦时和 3 月份的 125.4 亿千瓦时基本相当，反映出当前社会对电力消费的需求处于稳定增长态势，显示全国用电需求持续旺盛。

图一：前四月每月日均用电量



资料来源：中电联，爱建证券

图二：前四月社会发电量以及同比增速



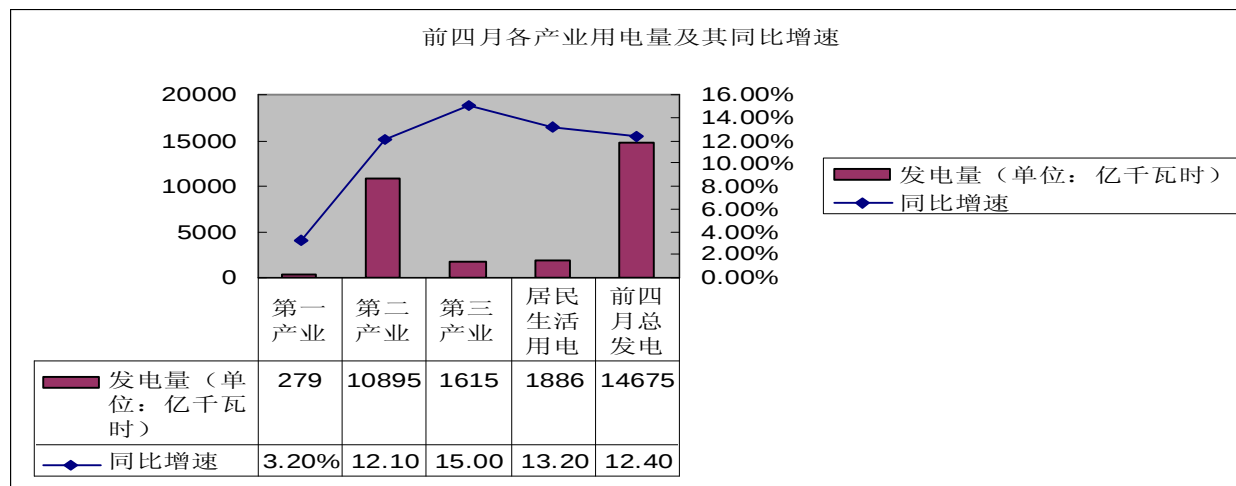
资料来源：中电联，爱建证券

数据还显示，1-4月，全社会用电量累计14675亿千瓦时，同比增长12.4%。分类看，1-4月份，全国第一产业用电量279亿千瓦时，同比增长3.2%，其中，4月份同比增长2.8%。第二产业用电量10895亿千瓦时，同比增长12.1%，占全社会用电量的比重为74.2%，比上年同期降低0.2个百分点，对全社会用电增长的贡献率为72.9%，比上年同期降低9.6个百分点。1-4月份，第三产业和城乡居民生活用电量分别为1615亿千瓦时和1886亿千瓦时，同比分别增长15.0%和13.2%，高于全社会用电增长；其中4月份同比分别增长12.9%和7.0%，第三产业用电增速比3月份回落1.2个百分点，城乡居民生活用电量比3月份减少49亿千瓦时。第二产业用电继续走强，用电量增速逐月提高，仍然是带动全社会用电量同比增长的主要动力，第三产业和城乡居民生活用电稳定增长；水泥、钢铁、

请务必阅读正文之后的重要声明

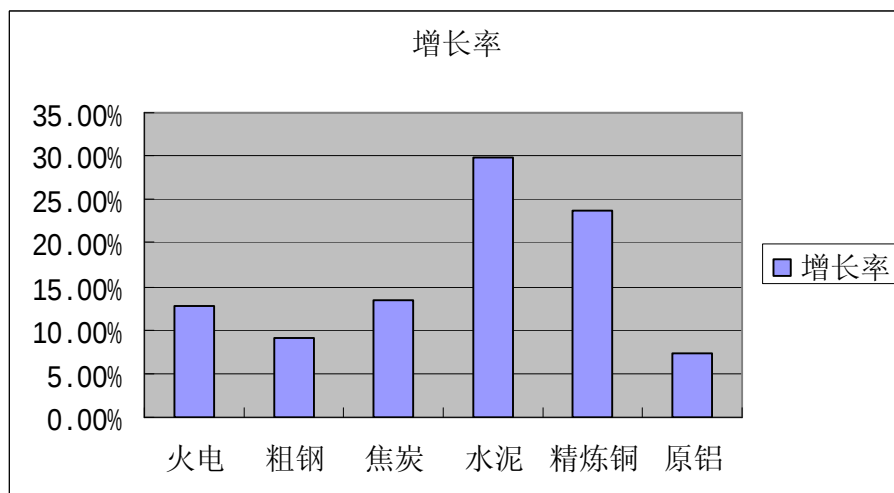
化工、建材、有色冶炼行业月度用电量与上年最高水平基本相当。

图三：前四月各产业



资料来源：中电联，爱建证券

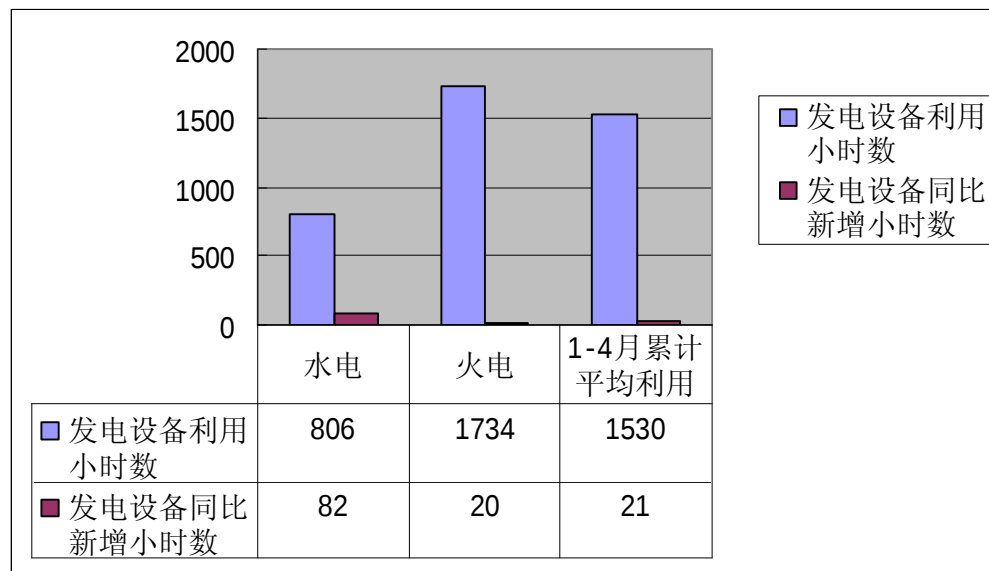
图四：部分高耗能行业 1-4 月用电量增长率



资料来源：中电联，爱建证券

1-4 月全国火电设备利用小时 1734 小时，高于 2008 年、2009 年、2010 年同期水平，反映出较为紧张的供需形势。东部和中部地区大部分省份火电设备利用小时已经超过 2007 年同期水平。

图五：2011 年 1-4 月发电设备发电小时数及同比增量



资料来源：中电联，爱建证券

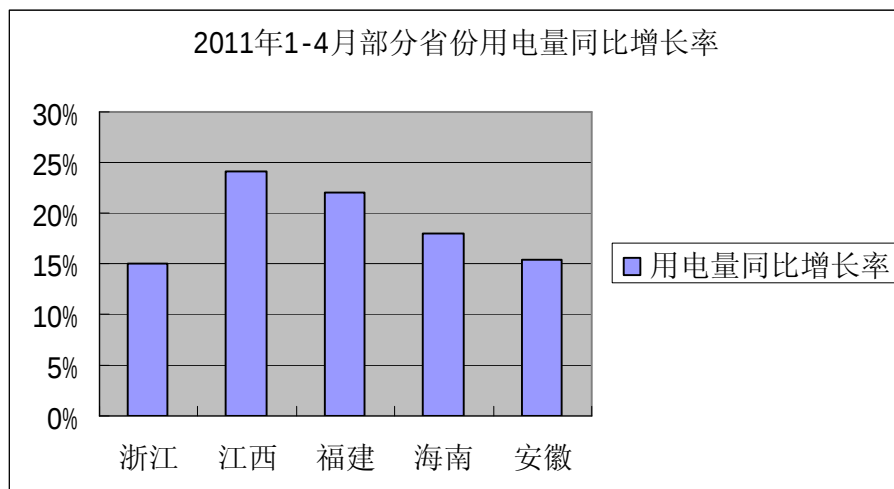
全社会用电量的激增，是电荒出现原因之一。近期虽然处于电力淡季，但全国多省地相继出现百万千瓦级的用电缺口，拉闸限电呈蔓延之势。自 3 月份浙江首先出现电力紧张现象以来，电力紧张局面愈演愈烈，大有从华东、华中地区向全国蔓延的趋势。其中，浙江、重庆、江西、湖南等省份电力紧张态势最为严重。电监会最新监测显示，“最近一周，重庆、湖南、安徽等地出现拉闸限电；浙江、贵州、广东、湖南、江西等地实行错峰用电；从中西部青海、湖北、湖南等传统缺煤省份到山西、陕西、河南等产煤大省都出现缺煤停机现象。其中浙江正在遭遇 7 年来最严重的电荒，目前浙江省供电能力仅有 3535 万千瓦，最大缺口达 250 万千瓦至 300 万千瓦。预计二季度浙江省最大缺口将达 430 万千瓦左右。

表一：部分省份电力缺口

省份	浙江	江苏	安徽	江西	重庆
电力缺口（单位：万千瓦）	386	624	204	124	91

资料来源：中电联，爱建证券

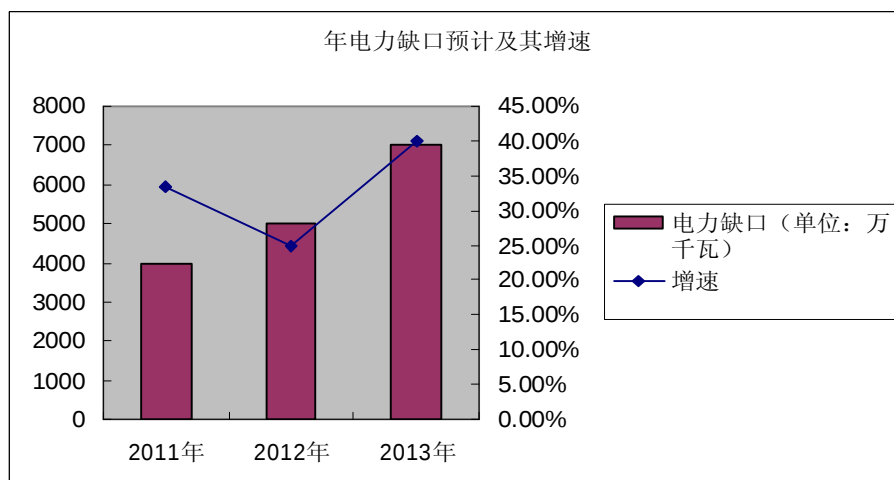
图六：2011 年 1 月到 4 月部分省份用电量增速



资料来源：中电联，爱建证券

近期，电煤储备不足、电能供需矛盾激化困扰着越来越多的省份。中国电力企业联合会 5 月 17 日称，这次“电荒”是 2004 年以来最严重的一次，而且其严峻程度“尚未探底”。中电联相关信息显示：今夏供需形势将呈现“缺口出现更早、范围有所扩大、强度有所增强”的新特点，保守估计全国供电缺口在 3000 万千瓦左右，相当于两个安徽或三个重庆的发电装机容量。国家电网公司专家更是大胆预测，如果电煤供需矛盾进一步加剧，旱情继续影响水力发电，并且出现持续异常高温天气，电力缺口将扩大到 4000 万千瓦左右。中电联预警“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，考虑气候、来水、电煤供应等不确定因素的叠加作用，缺口还可能进一步扩大”。未来两年电力供需紧张形势将不断加剧。预计 2012 年最大电力缺口约 5000 万千瓦，2013 年若情况得不到改观，最大电力缺口将超过 7000 万千瓦。

图七：今年及未来两年电力缺口



资料来源：中电联，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

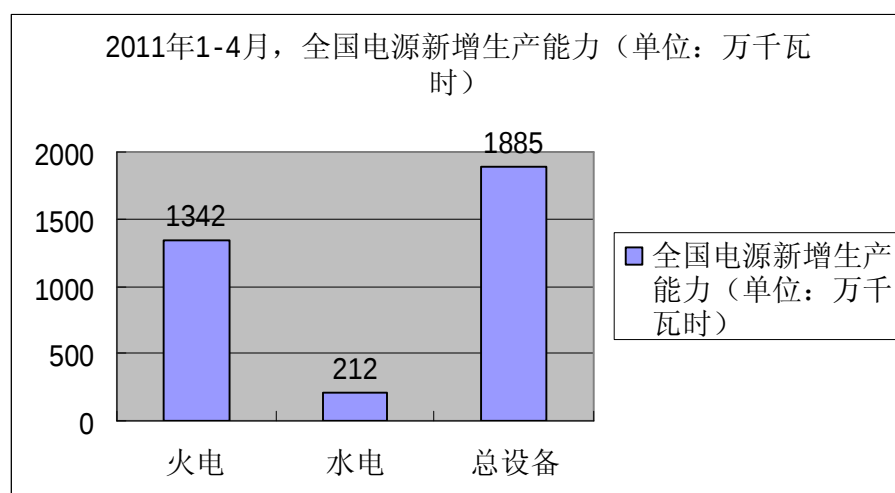
如果来水情况不好、火电企业持续亏损的情况得不到改变，缺煤停机的省份不断扩大，夏季高峰大面积出现拉闸限电的情况极有可能发生。一些东、中部省份出现电荒是由以下一些原因共同造成的：（1）水泥、有色金属、钢铁、化工等重工业的电力需求强劲增长；（2）这些地区火电装机容量吃紧，而水力发电量较低更使得局面雪上加霜；（3）“市场煤、计划电”之间的矛盾已经影响到电力投资建设和运营，回顾历年来的“电荒”，电煤都是制约电厂出力的“紧箍咒”，此次“电荒”也不例外。煤炭合同价与市场价之间的距离拉大，再加上电价管制，影响了合同煤的供应、限制了电厂在市场上购买电煤；（4）对主要的煤炭运输线路——大秦线的检修也造成了运往沿海地区的煤炭减少及煤价上涨；（5）火电装机积极性受挫，火电装机容量不足，无法应付一季度由于高载能产业抬头造成的大幅电力需求上升。中电联预计 2011~2013 年年均新增装机容量约 8500 万千瓦，增速分别为 8.2%、7.3%及 7.6%。其中，火电净投产占比呈下滑趋势，2013 年或降至约 56%。

表二：2011 年 1-4 月电源新增装机容量及同比状况

新增装机类型	火电	水电	风电	核电
新装及同比增速	26.3	59.90%	27.60%	22.90%
与去年同期比较	下降	上升	上升	上升

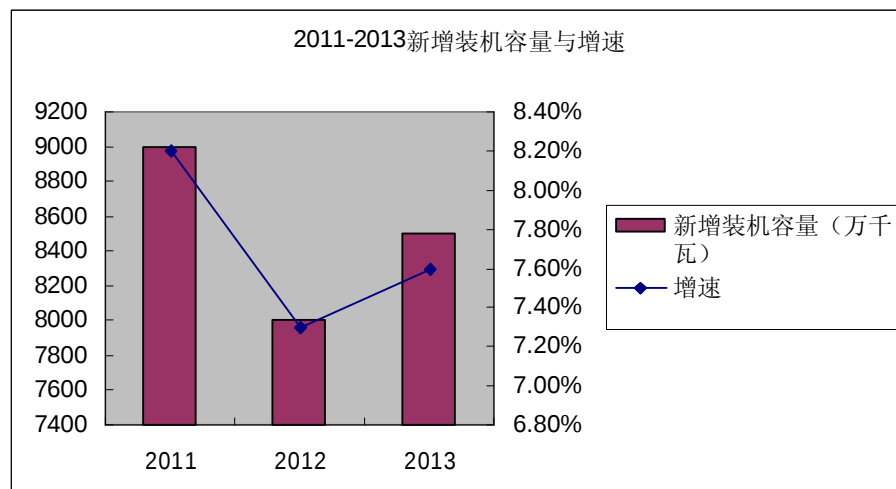
资料来源：中电联，爱建证券

图八：2011 年 1-4 月全国电源新增生产能力



资料来源：中电联，爱建证券

图九：2011-2013，装机容量及增速



资料来源：中电联，爱建证券

电力供应由过剩到紧张，供需关系变化使市场竞争的天平开始倾向于发电企业。在电力紧张情况下，发电企业在政策博弈中开始处于优势地位，能够获取更多的政策扶持。我们维持电力行业“推荐”评级，看好水电盈利能力的提升，火电盈利能力的持续改善，可再生能源的迅猛发展。电力供求紧张将加剧，保障电力供应的紧迫性会进一步上升，电力企业有望迎来业绩反转。

1.2 “电荒”带来的业绩上调

用电紧张主要原因之一是由于电价形成机制未理顺导致，应适度上调电价缓解供应矛盾。国家发改委已经于4月10日，上调部分亏损严重火电企业上网电价，调价幅度视亏损程度不等。其中煤电价格严重倒挂的山西上调上网电价0.026元/度，河南上调上网电价0.015元/度，全国有11个省份的上网电价上调在0.01元/度以上，16个省平均上调上网电价约1.2分/度，但电荒蔓延过快范围过大，继4月份上调山西、河南等十余省上网电价后，国家发改委拟补充上调江西、湖南和贵州三省火电上网电价2分/度，这将大大缓解当地火电厂经营压力。粗略估算，上调2分钱相当于到厂标煤单价上涨60元/吨左右。而河南和湖北两省上网电价上调幅度拟由此前的1.5分/度调至2分/度。专家表示，上调电网电价可以暂时缓解目前的缺电状况。粗略估算，上调上网电价2分/度，火电企业应该很快就不亏了，可以说刚刚够。

表三：部分省市上调上网电价

部分上调电价省份		电价上调价格（分/度）
山西（已上调）		2.6
河南（已上调）		1.5（预计将上调至 2 分钱）
山东		2
河北		1
湖北		1.5（预计将上调至 2 分钱）
四川		1
重庆		1
贵州		0.92
陕西		2
甘肃		2
青海		2
海南		2
新上调省份	江西	2
	湖南	2
	贵州	2

资料来源：发改委，爱建证券

从电力缺口的形势来看，我们预计还有出现上调电价的可能，而煤电是否联动也触发着市场神经。不过，此次调价仅上调亏损火电企业上网电价，终端销售电价没有联动，增加成本由电网企业承担。不少专家建议适当调整工业用电价格以遏制高耗能产业快速增长的用电需求。最近有关部门正在开会讨论上调部分电荒重灾区电价的问题，不排除上调终端销售电价（仅仅是工业）。

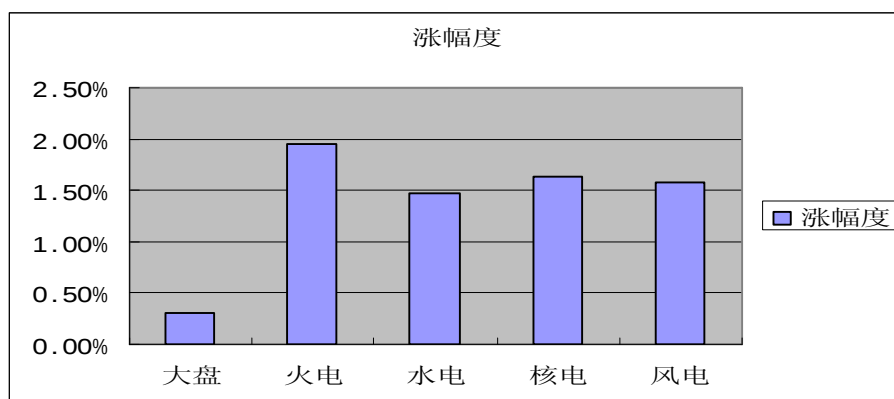
如果电荒持续下去或者进一步恶化，政府可以采取的措施包括：（1）行政性地要求大型煤炭企业按合同价增加煤炭供应，这一措施的效果通常比较有限；（2）允许提高合同煤价格并为亏损的火电企业提供补贴；（3）对高耗能行业限电、或关停一些小型的、落后的产能；（4）上调火电企业严重亏损省份的上网电价；（5）上调高耗能行业的用电价格。

全国范围大面积的电荒使电价上调(上网电价+工业销售电价)成为可能，日前电价上调（上网电价）已经是铁板钉钉的事。而电价上调又进一步成为了电力股上扬的一个利好刺激。煤价由于油价见顶，并且国家政策的约束，上涨空间不大。因此，本轮电力股将持续走好。

1.3 电力板块所处位置

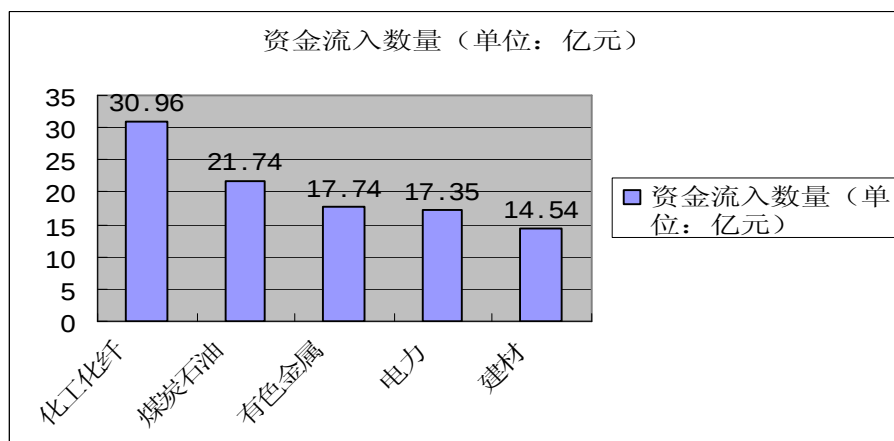
从今年1月底开始，电力板块步入了连续的上升浪潮之中，短短3个月涨幅超过25%。缺电局面和电力涨价的预期还在影响近期的电力股，电力板块4月份至今逆市大涨超过11%，位居所有板块涨幅榜首位，成为市场调整过程中的最大亮点。随着电力供求紧张将加剧，保障电力供应的紧迫性进一步上升，电力板块有望迎来业绩反转。进入5月以来，这一板块强劲依旧。广州万隆统计的资金流向显示，仅在5月9日至10日两个交易日里，电力板块连续获得了17.92亿元的资金净流入。截至今天又有8亿资金流入公用事业板块，大多在电力。

图十：五月十日电力子行业涨幅度



资料来源：爱建证券

图十一：近期流入板块资金数（前五）



资料来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

表四：5月9日至5月13日行业板块资金净流入强势前五名（单位：亿元）

板块名称	流入金额	流出金额	净流入金额
化工化纤	408.93	377.97	30.96
煤炭石油	180.07	158.33	21.74
有色金属	162.51	145.16	17.35
建材	211.81	197.28	14.54

资料来源：爱建证券

从历史数据来看，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。截至5月19日，电力行业PB为2.26倍，低于沪深300的2.39倍的平均PB水平，仅高于黑色金属、金融服务和交通运输。

目前，电力行业外部环境趋好，全力保障电力稳定供应的迫切性在提升，电价上调催生电力股上涨动力，加之行业盈利即将触底反弹电力股的绝对股价和估值都处于较低水平。二季度末，水电、华东和南方地区的火电盈利将快速、大幅好转，主要因为发电量回升，成本稳定。三季度进入电力需求高峰，但无需过虑煤价的风险。电力板块在基本面与市场资金面两因素的影响下，近期仍会出现交易性机会，其中业绩估值较好、股价调整时间较长且受益电价因素波动弹性较高的品种，值得重点关注。

二、投资策略

从近期电力板块的表现来看，一些品种出现强势上涨，表明有市场资金关注。从电力板块的估值来看，火电相对水电更具有安全边际，且受益“电荒”的效果更直接，业绩弹性更高，所以更具有交易性机会。在众多火电上市公司股票中，市场显示两类股票关注度明显提升，一类是盈利能力对电价敏感度较高，具有业绩支撑及机组分布在电力紧张区域的部分火电公司，二是利用小时上升显著的企业。其次，水电的低价、节能、环保的特征也在中长期内成为国家鼓励的能源。未来火电行业的环保成本可能逐步上升，水电行业的优势将会进一步得到体现，小水电+电网业务的优势也会体现，水电的抗周期性也将提升估值。而电价的上调预期更是使得该板块短期内吸引力陡增。

2.1 有看点的火电企业

火电企业主要关注（1）处于负荷中心，估值较低，目前环境下仍具有业绩支撑及机组分布在电力紧张区域的部分火电，攻守兼备的电力股**上海电力（600021）**。（2）高弹性股的阶段性：电力紧张局面或促使高层对加快电价改革更为积极，但其复杂性及目前CPI高企的环境使得电价上调及机制调整等政策变动具有远期确定性和短期不确定性，建议在市场氛围较为热烈或相关政策出台条件具备时可以关注的电力股**华能国际（600011）**。（3）火电补缺

请务必阅读正文之后的重要声明

口以及煤电建设重点转移中直接受益者，)受益于电力紧缺、利用小时提升、煤电联动预期的，且布局能力较强的全国性电力股**华能国际**（600011）、以及占据区域优势的地方电力股**内蒙华电**（600863）。（4）机组结构持续改善，且有向煤炭领域大举进军或拥有煤炭资源的电力股**内蒙华电**（600863）。

2.2 有看点的水电企业

由于行业的属性，水电行业主要盈利企业均是拥有小水电+电网业务模式，而且大多处于西南、华南区域，大多是资源丰富的区域。针对个股来说的，主要是**明星电力**（600101）、**黔源电力**（002039），首先公司是小水电+电网业务；其次，这些公司水电占比高+PB 估值低、以及来水改善预期带来业绩大幅回升；最后，明星电力还拥有矿山资源优势。

表五：推荐公司主要盈利预测及估值

股票名称	股票代码	EPS			PE			评级
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
上海电力	600021	0.16	0.18	0.21	33.56	28.3	25.6	中性
华能国际	600011	0.45	0.48	0.52	17.3	15.2	10.5	中性
内蒙华电	600863	0.40	0.45	0.68	30.6	25.1	19.1	推荐
明星电力	600101	0.45	0.57	0.72	28.3	24.3	20.5	中性
黔源电力	002039	0.56	0.81	1.16	42.3	28.94	19.02	推荐

资料来源：爱建证券

三、风险提示

- I 电价上调时点过晚，频率过少。
- I 来水情况不良，水枯竭。
- I 煤价上涨超预期。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 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;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述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,爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,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“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。