

研究员：程鹏 执业证书编号：S0570510120044

025-83290916 ✉ chengpeng_htsc@hotmail.com

http://t.zhangle.com/4025

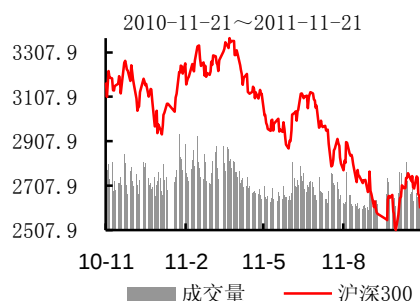
电价上调应无悬念，行业估值有待修复

——电力行业 12 月投资策略报告

行业评级：增持(首次评级)

电力 II

市场走势图



相关研究

投资要点：

◆ 电力作为资源性产品，定价偏低，资源价值实现不完全。在目前煤价高企、电价受到压制的环境下，我们认为 2011 年过半数火电厂将出现亏损。持续多年的盈利不佳也导致电力行业整体估值偏低，其资源性未充分得到体现。

◆ 我们用重置成本法对电力公司重新估值，根据我们的计算，当前主要上市公司重置价值普遍高于当前市值，其中折价最大的是黔源电力、国投电力、桂冠电力，折价率超过 60%；华电国际、国电电力折价率超过 45%。

◆ 近几月煤价波动幅度减小，有走低迹象，而以往年份四季度是传统的价格上涨时期，我们认为煤价目前已到峰值，上涨动力减弱，预计未来煤价基本保持平稳。

◆ 1-10 月，全国全社会用电量 38951 亿千瓦时，同比增长 11.87%。其中，10 月份用电量同比增长 11.36%，增速比较稳定，显示出电力需求的旺盛。我们预计全年增速为 11%-12%。

◆ 虽然目前电力行业业绩表现不尽如人意，但若上网电价得到调整，行业盈利能力将大为改善，我们认为电价调整应无悬念，行业整体估值有待修复。我们上调电力行业评级至“增持”，关注折价率以及业绩弹性两个指标，重点推荐国电电力、金山股份、上海电力、桂冠电力四家公司。

重点公司

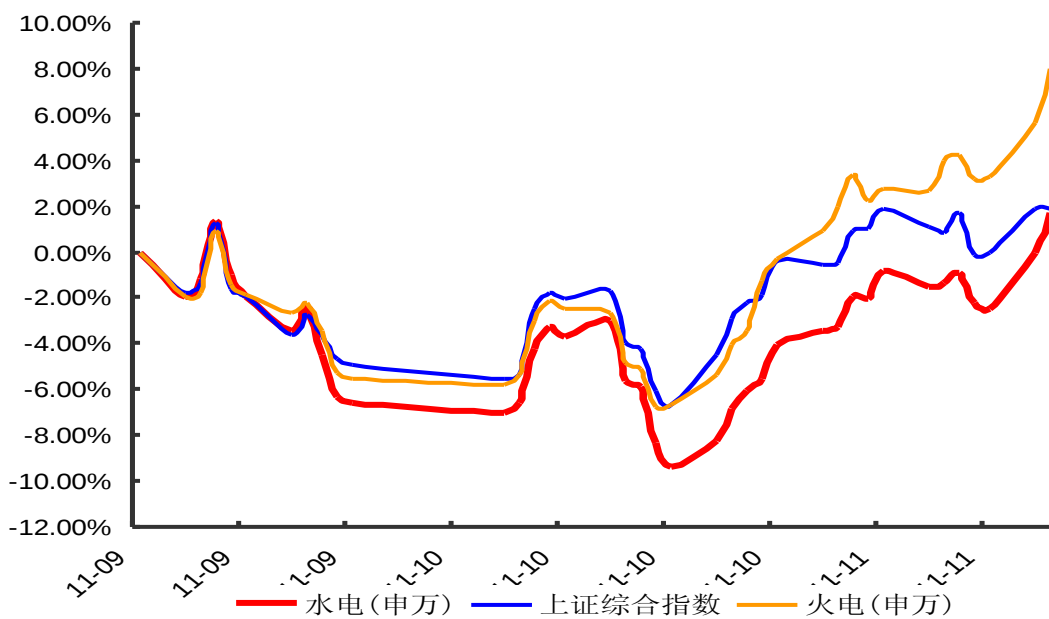
股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
上海电力	5.06	推荐	0.09	0.2	0.35	0.4	56.22	25.30	14.46	12.65
国电电力	2.62	推荐	0.29	0.18	0.21	0.34	9.03	14.56	12.48	7.71
桂冠电力	4.76	推荐	0.29	0.07	0.22	0.23	16.41	68.00	21.64	20.70
金山股份	7.63	推荐	0.018	0.30	0.5	0.71	423.89	25.43	15.26	10.75

市场表现：行业出现分化，火电强势明显

◆ 行业出现分化，火电强势明显

2011 年 9 月 16 日至 2011 年 11 月 15 日，上证综指上涨 1.914%，而同期申万火电行业指数上涨了 7.99%，水电行业指数上涨了 1.72%，行业出现明显分化，火电行业在电价上调预期支撑下明显强势，而水电因干旱导致发电量减少，业绩下滑风险较大，走势偏弱。

图表 1 上证综指与火电、水电行业指数市场表现对比 单位：%



资料来源：WIND、华泰证券

目前关于上网电价上调的预期日益增强，我们认为电价上调的市场环境正在逐步形成，同时也是火电企业脱困的客观需要，受此影响，火电行业将保持强势，而水电行业受干旱影响，业绩低于市场预期的可能性较大，表现弱于市场将是大概率事件。

◆ 资源属性被忽视，行业估值有待修复

资源性产品是人类赖以生存的基本条件，是经济社会发展必不可少的物质基础，资源性产品主要指：水、电、石油、天然气、煤炭、土地等产品。电力作为资源性产品，一直以来定价偏低，资源价值实现不完全。在目前煤价高企、电价受到压制的环境下，我们认为 2011 年过半数火电厂将出现亏损。持续多年的盈利不佳

也导致电力行业整体估值偏低，其资源性未充分得到体现。

我们用重置成本法对电力公司重新估值，重置价格的确定主要参考近期的各类电源项目工程造价，其中，火电项目参考价格为 4000 元/千瓦，风电项目价格为 9000 元/千瓦，水电项目价格为 10000 元/千瓦，光伏项目为 15000 元/千瓦，生物质能项目价格为 9000 元/千瓦。

表格 1 主要发电上市公司装机情况 单位：万千瓦

公司	控股装机	火电	水电	风电	光伏	生物质
华能国际	5642	5628		14		
大唐发电	3725	3261	416	46	2	
华电国际	2916	2735	111	67	1	2.5
国电电力	3060	2237	685	136	1	
申能股份	446.4	446.4	0			
粤电力	624.95	620	0	4.95		
深圳能源	607.15	605.2		1.95		
上海电力	600.19	597.3		2.89		
长江电力	2108		2108			
桂冠电力	415.8	66	340.9	8.9		
皖能电力	284	284				
国投电力	1268.53	688	532.08	44.45	4	
黔源电力	247	0	247			
川投能源	86	14	72			
京能热电	238	238	0			
金山股份	222.5143	220		2.5143		
湖北能源	545.66	180	361.83	3.825		
内蒙华电	492	492				

资料来源：华泰证券

我们根据如下公式计算电力板块上市公司的重置价值：

电力业务重置价值=已投产电厂重建成本+在建工程+长期股权投资+流动资产-
少数股东权益-负债

表格 2 主要发电上市公司重置价值 单位：亿元

公司	投运资产价值	在建工程	长期股权投资	流动资产	少数股东权益	负债	重置价值	总市值 (8.26)	折价率
华能国际	2263.80	275.76	130.11	380.65	80.59	1948.45	1021.28	673.25	34.08%
大唐发电	1764.60	580.64	104.62	286.40	91.49	1869.80	774.96	640.21	17.39%
华电国际	1268.95	186.14	106.20	159.21	71.41	1245.70	403.39	216.00	46.45%
国电电力	1703.60	316.31	142.94	168.76	127.81	1305.92	897.86	398.72	55.59%
申能股份	178.56	18.62	75.11	87.23	59.72	113.36	186.45	213.27	-14.38%
粤电力	252.46	98.62	61.56	66.57	30.64	248.78	199.79	129.52	35.17%

深圳能源	243.84	28.51	27.94	95.88	25.98	150.76	219.43	181.05	17.49%
上海电力	241.52	3.80	58.98	43.83	30.36	227.35	90.42	108.27	-19.75%
长江电力	2108.00	1.13	68.26	100.24	0.06	948.17	1329.40	1,089.00	18.08%
桂冠电力	375.31	39.09	11.42	32.91	14.54	161.22	282.97	109.69	61.24%
皖能电力	113.60	26.03	8.47	13.70	13.48	89.09	59.23	50.09	15.43%
国投电力	852.89	568.86	15.11	106.90	104.60	942.75	496.39	146.57	70.47%
黔源电力	247.00	10.67	0.20	4.34	16.13	120.79	125.28	28.97	76.87%
川投能源	77.60	0.24	79.90	8.62	3.11	68.81	94.43	114.47	-21.22%
京能热电	95.20	16.51	15.58	11.76	6.40	59.04	73.61	59.67	18.94%
金山股份	90.26	19.26	3.78	15.53	7.84	121.06	-0.07	25.82	-
湖北能源	437.27	13.85	19.42	42.26	6.71	206.39	299.70	128.00	57.29%
内蒙华电	196.80	21.36	34.64	22.04	24.88	178.77	71.19	174.94	-145.74%

资料来源：华泰证券

根据我们的计算，当前主要上市公司重置价值普遍高于当前市值，其中折价最大的是黔源电力、国投电力、桂冠电力，折价率超过 60%；华电国际、国电电力折价率超过 45%；而申能股份、上海电力、川投能源、内蒙华电因参股项目较多，资产被低估，从而出现溢价。

表格 3 2003 年以来电价历次调整一览

时间	调整内容
2011 年 6 月 2 日	上调火电、水电企业的上网电价和销售电价，不同区域调整幅度不同
2011 年 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。其中山西上调上网电价 0.026 元/千瓦时，河南上调上网电价 0.015 元/千瓦时，全国有 11 个省份的上网电价上调在 0.01 元/千瓦时以上。暂不调居民电价
2009 年 11 月 20 日	全国销售电价每度平均提高 2.8 分钱；暂不调居民电价
2008 年 8 月 20 日	全国火力发电企业上网电价平均每千瓦时提高 2 分钱，电网经营企业对电力用户的销售电价不做调整
2008 年 7 月 1 日	全国平均销售电价每千瓦时上调 2.5 分钱，全国火力发电企业上网电价平均每千瓦时提高 1.7 分钱
2007 年 12 月	采取分步降价或转让部分发电量指标方式，下调吉林、湖北等八省(区、市)统调小火电机组上网电价
2007 年 10 月 1 日	上调东北电网内部分电厂的上网和输电价格，以维持电力企业正常运营
2007 年 7 月 1 日	山西省、内蒙古自治区内新投产电厂送京津唐电网上网电价分别调整为每千瓦时 0.298 元和 0.297 元(不含脱硫加价)
2006 年 6 月 30 日	调整华北、南方、华中、华东、东北和西北电网的上网电价
2005 年 5 月 1 日	全国销售电价水平平均每千瓦时提高 2.52 分钱
2004 年 1 月 1 日	全国省级及以上电网统一调度的燃煤机组上网电价统一提高每千瓦时 0.7 分钱。

资料来源：Wind、华泰证券研究

2003 年至今，上网电价调整了 7 次，销售电价调整了 6 次。整体来看上网电价

约上调了 8 分左右，能够消化煤价上涨幅度约 290 元/吨，而煤价则上涨了 630 元左右，按照电力企业承担 30%煤价上升部分测算，要完全覆盖 2003 年以来煤价上涨，上网电价还需上调 4 分左右，若要弥补 2011 年中期以来煤价上涨，需上调 2 分，

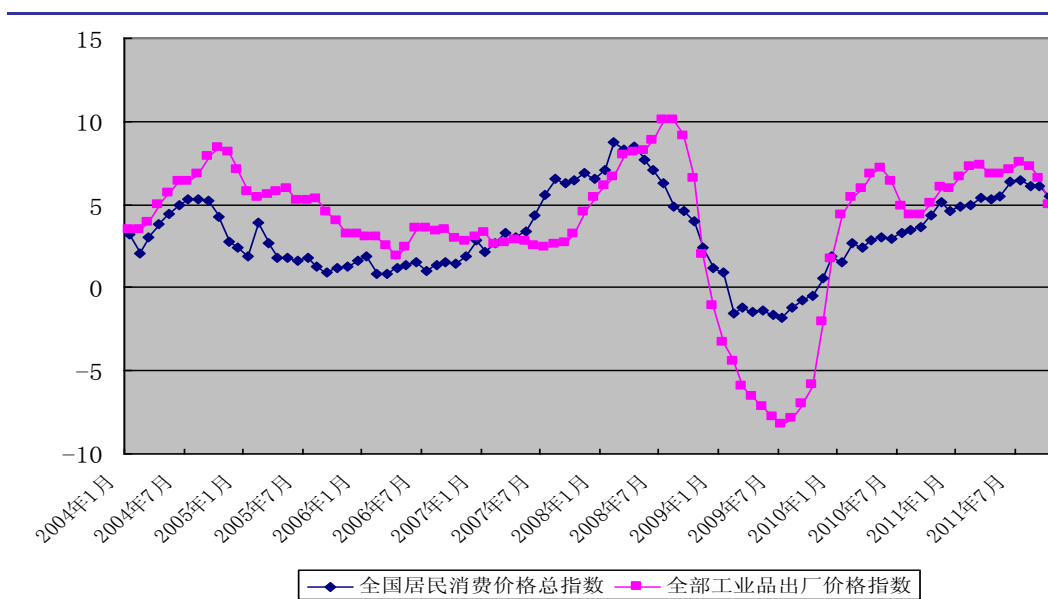
表格 4 2003 年以来上网电价历次调整市场环境 单位：分、元/吨

时间	调整幅度	CPI		PPI		秦皇岛动力煤 (5800 大卡)价格	秦皇岛动力煤 6 个月价格变动
		增速	趋势	增速	趋势		
2011 年 10 月 30 日		5.5		5		905	65
历次调整							
2011 年 6 月 2 日	+2	6.36	上升	7.12	上升	890	+50
2011 年 4 月 10 日	+1	5.34	上升	6.82	上升	840	+80
2009 年 11 月 20 日		0.56	上升	-2.08	上升	707.5	+87.5
2008 年 8 月 20 日	+2	4.9	下降	10.06	下降	975	+315
2008 年 7 月 1 日	+1.7	6.3	下降	10.03	下降	990	+420
2007 年 12 月		6.51	上升	5.43	上升	555	+60
2007 年 10 月 1 日		6.50	上升	3.21	上升	525	+40
2007 年 7 月 1 日		5.62	上升	2.39	平稳	495	-25
2006 年 6 月 30 日	+1.174	1.51	平稳	3.52	平稳	450	0
2005 年 5 月 1 日		1.9	上升	5.8	上升	455	+67.5
2004 年 1 月 1 日	+0.7	3.2	平稳	3.5	平稳	310	+40

资料来源：华泰证券

10 月 CPI 同比上涨 5.5%，物价水平逐步回落符合预期，若新一轮下行周期开启，CPI 回落为电价调整提供了条件，调整幅度在 2 分/千瓦时左右，以此测算对上市公司净利润以及 EPS 的影响。电价调整将带来行业盈利能力的明显改善，

图表 2 CPI、PPI 同比增速 单位：%



资料来源：华泰证券

我们认为电价调整是大概率事件，电力行业的资源属性将得到逐步认识，估值将有修复的动力。

表格 5 火电上网电价调整对上市公司业绩影响预测 单位：亿股、亿千瓦时、元/股、元

公司	总股本	前三季火电量	前三季 EPS	预计全年火电量	上调 2 分净利润影响	EPS 影响
华能国际	140.55	2227.80	0.10	2970.40	19.04	0.27
大唐发电	133.10	1422.80	0.09	1897.07	12.16	0.18
华电国际	67.71	1042.90	0.00	1390.53	8.91	0.26
国电电力	153.95	1033.80	0.14	1378.40	8.84	0.11
申能股份	47.29	267.38	0.23	356.50	2.29	0.10
粤电力	27.97	271.88	0.15	362.50	2.32	0.17
深圳能源	26.43	218.00	0.37	290.67	1.86	0.14
上海电力	21.40	308.09	0.09	410.78	2.63	0.25
长江电力	165.00	669.94	0.38	893.26	5.73	0.07
桂冠电力	22.80	133.95	0.11	178.60	1.14	0.10
皖能电力	7.73	101.81	0.07	135.75	0.87	0.23
国投电力	23.45	482.40	0.17	643.20	4.12	0.35
黔源电力	2.04	32.38	0.06	43.18	0.28	0.27
川投能源	9.33	24.01	0.40	32.02	0.21	0.04
京能热电	7.87	78.33	0.31	104.44	0.67	0.17
金山股份	3.41	43.88	0.22	58.50	0.38	0.22
湖北能源	20.68	133.57	0.12	178.09	1.14	0.11
内蒙华电	19.81	223.50	0.34	298.00	1.91	0.19

资料来源：华泰证券

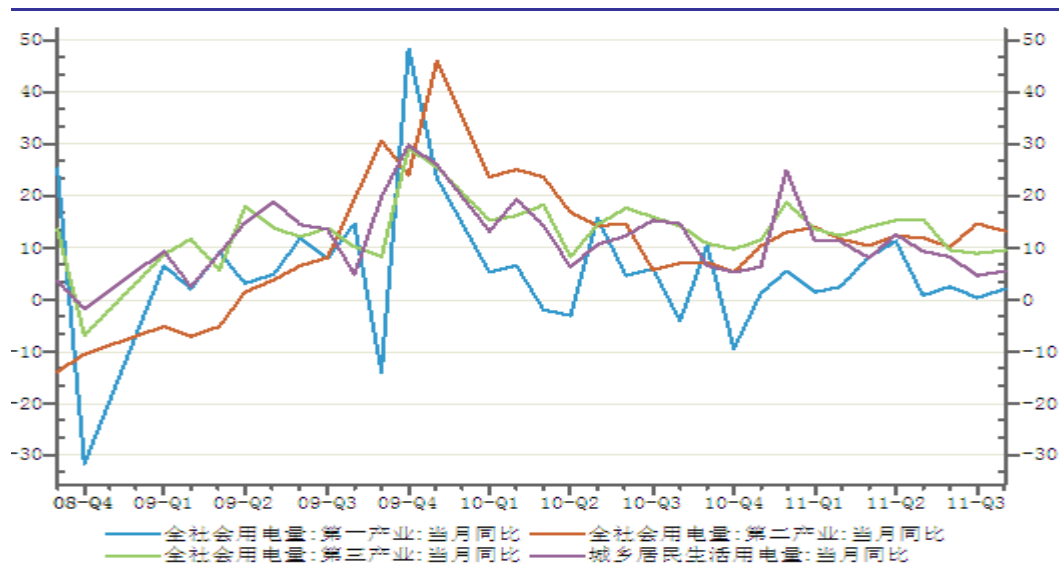
运行状况：需求旺盛，煤价见顶

◆ 电力需求旺盛，下游行业有调整迹象

1-10 月，全国全社会用电量 38951 亿千瓦时，同比增长 11.87%。其中，10 月份用电量达到 3797 亿千瓦时，连续 2 月环比回落，但同比增长 11.36%，增速比较稳定，显示出电力需求的旺盛。我们预计 11-12 月用电量同比增速将保持在 11% 左右，全年增速为 11%-12%。

从各产业用电量来看，1-10 月份，第一产业用电量 872 亿千瓦时，同比增长 4.38%，第二产业用电量 29089 亿千瓦时，同比增长 12.16%，第三产业用电量为 4252 亿千瓦时，同比增长 13.62%，城乡居民生活用电量 4737 亿千瓦时，同比增长 10.1%，用电量增速稳定的原因在于第二产业用电量增速稳定在 12% 左右。

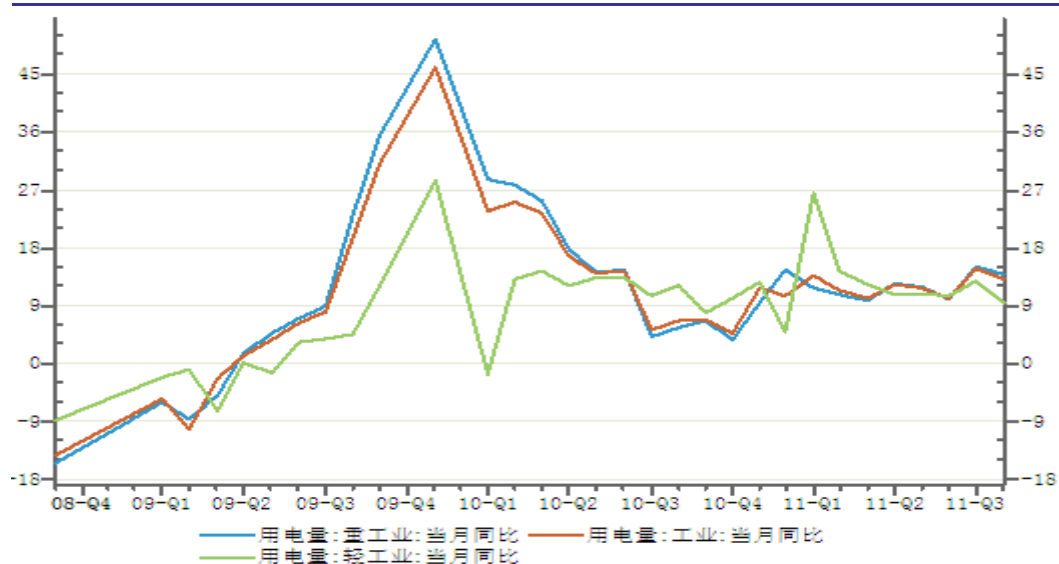
图表 3 各产业用电量月度增速 单位：%



资料来源: WIND

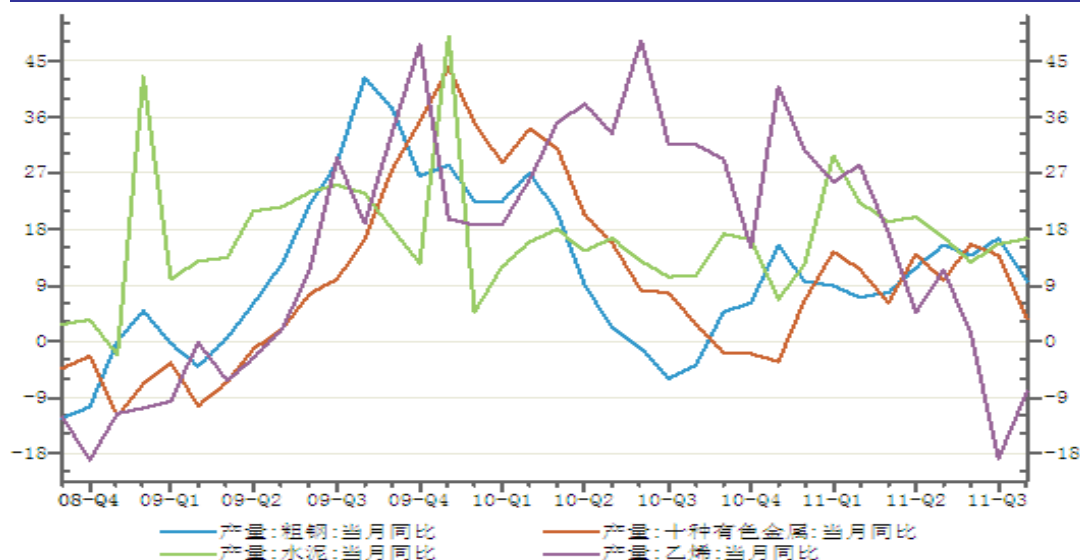
1-10 月份, 全国工业用电量 28622 亿千瓦时, 同比增长 12.04%。其中, 轻、重工业用电量同比分别增长 9.26%和 12.62%。从单月来看, 重工业用电量增速保持在 12%左右, 工业结构重型化的特征仍在强化。

图表 4 工业用电同比增速 单位：%



资料来源: WIND

图表 5 主要耗电产品产量单月增速 单位: %



资料来源: WIND

化工、建材、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大重点行业的典型产品粗钢、十种有色金属、乙烯、粗钢产量增速明显回落。投资拉动型经济增长或面临调整,年内月度电力需求由于惯性将维持 11% 左右,预计明年增速放缓。

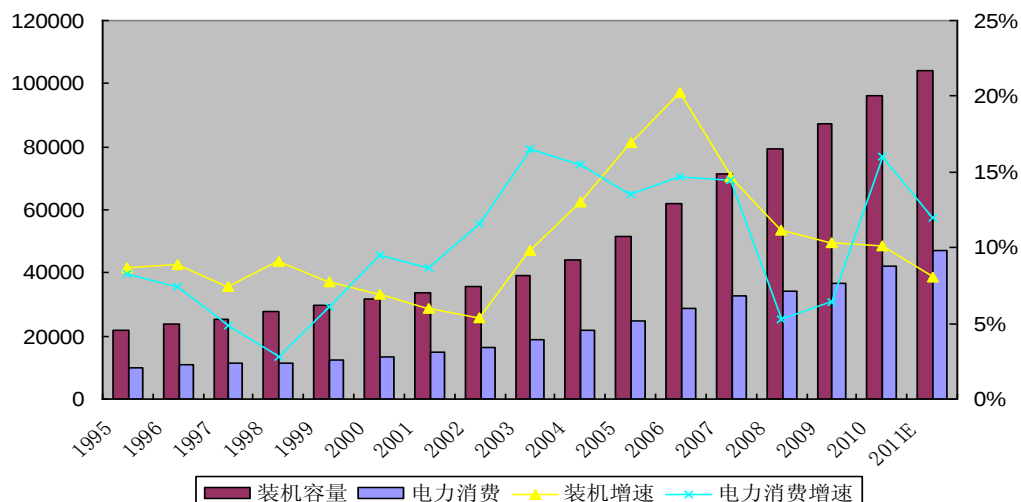
◆ 水电出力不足,火电设备利用小时快速回升

1-10 月份,全国新增发电生产能力 6037 万千瓦,同比增加 71 万千瓦。其中,火电 4111 万千瓦、水电 1014 万千瓦、风电 550 万千瓦、核电 109 万千瓦。

1-10 月份,全国发电设备累计平均利用小时 3971 小时,比上年同期提高 60 小时。其中,火电平均利用小时 4391 小时,同比增加 214 小时,水电 2639 小时,同比减少 379 小时。

我们认为水电出力不足主要原因在于主要河流来水总体偏枯,尽管 10 月份来水出现一定程度的好转,但从总体上看,主要流域来水仍然偏枯。10 月份,国家电网重点水电厂来水总体偏枯 2 成,预计全年水电利用小时同比较少 450 小时左右。

图表 6 95-11 年发电装机容量及增速 单位：万千瓦、亿千瓦时



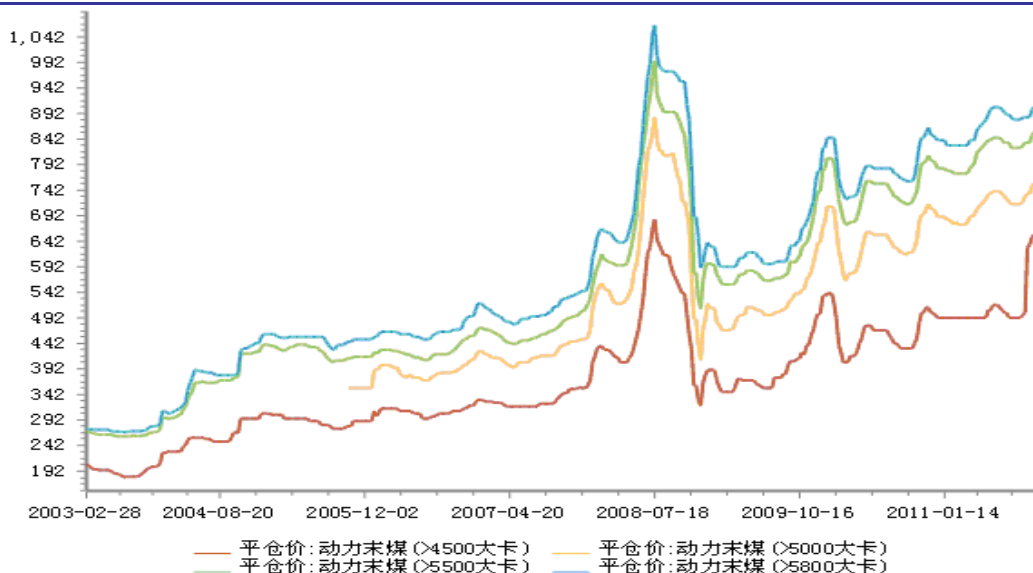
资料来源：中电联、华泰证券

全年预计新增转装机容量将在 8500 万千瓦左右，投产规模呈现降低趋势，预计 2011 年装机增速将连续两年低于电力消费增速，利用率继续回升。预计 2011 年全国发电设备机组利用率提升 4%，平均利用小时将回升到 4850 小时左右，连续 2 年机组利用水平回升。

◆ 港口煤价已到峰值，运费持续下降

2011 年 11 月 11 日，秦皇岛 5800 大卡以上、5500-5800 大卡、5000-5500 大卡动力煤平仓价分别达到 905 元/吨、860 元/吨、755 元/吨，近几月波动幅度减小，目前有走低迹象，而以往年份四季度是传统的价格上涨时期，我们认为煤价目前已到峰值，上涨动力减弱，预计未来煤价基本保持平稳。

图表 7 秦皇岛动力煤全国综合均价 单位：元/吨

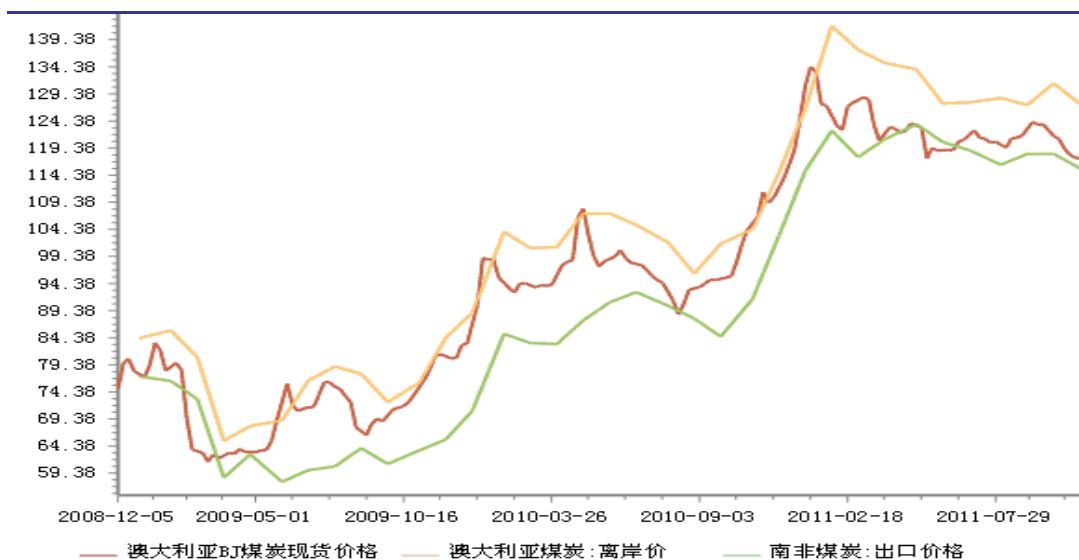


资料来源：同花顺、煤炭资源网

同时，秦皇岛港煤炭海上运费继续下滑，截至11月16日当周，秦皇岛港2-3万吨船型至上海、张家港的煤炭海上运费分别报收31元/吨及34元/吨，较上周价格水平平均下降2元/吨，七周内整体跌幅均为18元/吨；同船型至广州港方向的煤炭海上运费为60元/吨，七周内整体下跌了20元/吨。

煤炭平仓价近两小幅上扬与运费下降的叠加作用将是东南沿海电厂市场煤价格保持稳定。

图表 8 国际动力煤价格 元/吨



资料来源：同花顺、华泰证券

受全球经济增速回落，欧债危机持续，国际动力煤价格持续下跌。澳大利亚 BJ 动力煤连续 2 个月回落。国际煤价的持续低迷将利好国内煤炭进口，7-10 月，我国进口煤炭数量同比增速保持在 20%以上的高位。煤炭进口量增加会在一定程度上对煤价形成压力。

行业评级与投资策略

◆ 行业投资评级：增持

虽然目前电力行业业绩表现不尽如人意，但若上网电价得到调整，行业盈利能力将大为改善，我们认为电价调整应无悬念，行业整体估值有待修复。我们上调电力行业评级至“增持”，关注折价率以及业绩弹性两个指标，重点推荐国电电力、金山股份、上海电力、桂冠电力四家公司。

◆ 重点公司评述

国电电力(600795)：估值优势明显

国电大渡河公司负责开发的大渡河干流梯级电站的总装机容量超过 1700 万千瓦，占大渡河干流总装机容量的 72.65%。目前，公司投产电站为龚嘴电站、铜街子电站、瀑布沟电站、深溪沟电站，总装机达到 559 万千瓦，大岗山、猴子岩获得核准，双江口、金川、巴底、沙坪、枕头坝、老鹰岩 6 个水电站处于前期工作。大渡河流域电站的陆续投产大大改善了公司电源结构，同时也是公司重要的利润贡献点。

集团目前尚有 2/3 的机组未上市，是公司现有装机容量的 3 倍以上，随着集团电力资产注入步伐的加快，公司的装机规模将呈爆发性增长。此外，优质项目如大渡河梯级电站、冀蒙煤电一体化项目、英力特宁东工业园项目的逐步投产，公司将进入收获期。我们认为公司估值被严重低估，保守估计存在 20-30% 的提升空间，给予“买入”的投资评级。

金山股份(600396)：业绩爆发在即，估值优势明显

2010-2011 年公司项目集中投产，规模快速扩张。金山股份是高成长企业的典范，公司总装机容量 2010 年底将达到 277 万千瓦，目前在建丹东一期和储备项目白音华二期、苏家屯二期、丹东二期共 240 万千瓦，丰富的项目储备，推动公司步入高增长期。

2009 年 10 月，华电集团成为公司的控股股东，华电集团入主后，一方面可以解决公司发展的制度瓶颈，成为集团在东北地区资产整合的平台，集团资产注入的可能性较大，另一方面大股东的央企背景可以为公司融资提供便利，解决阻碍公司发展的资金短缺问题。

我们看好公司未来发展的重要原因在于白音华煤电一体项目将大幅提升公司盈利能力。白音华煤电项目由内蒙古和辽宁两省共同牵头推进，利用内蒙古锡林郭勒盟白音华的煤炭优势，配套建设电厂，电量直送辽宁省网，是以较低的煤炭成本享受较高的落地电价的“直送电”盈利模式的优质稀缺项目。一期 500 万吨煤炭产量，配套的 2 台 60 万千瓦的发电机组已经投产，二期同样规模的发电及煤炭开采项目已在积极进行前期准备，为公司持续增长提供动力。

公司白音华发电、苏金山、南票二期均已开始投产发电，能够保证 2011 年业绩的高增长。我们预计公司 2011-2013 年实现 EPS 分别为 0.30、0.5 和 0.71 元。我们按照 2012 年 20 倍 PE 给公司估值，目标价 10 元，目前公司估值偏低，给予公司“推荐”评级。

桂冠电力 (600236): 理性看待业绩低点

公司在役发电装机分布于广西、四川、山东三省, 在新疆、湖北、福建已完成水电资源收购, 公司近期新增装机主要为自建的火电、风电以及收购的水电项目, 这些项目盈利能力一般, 对公司业绩提升有限。2012-2013 年新增项目有限, 内生成长动力不足, 公司发展将依靠收购的方式, 而由于水电资源的稀缺性, 较大规模的水电资产收购我们认为只能来自于大唐集团内部。

2009、2010 年连续两年广西干旱, 今年大旱又卷土重来, 严重影响公司红水河流域电站出力。目前红水河来水仍不理想, 悲观预计四季度公司红水河流域电站发电量同比下降 80%, 四川境内电站发电量同比下降 10%, 全年发电量将同比下降约 17%。

近年, 由于煤价上涨, 合山电厂多年亏损, 拖累了公司业绩。2010 年, 公司把关停机组的电量争取纳入年度购电计划, 发电平均利用小时 6888 小时, 同时标煤单价较 2009 年下降 8%, 从而实现盈利。但 2011 年上半年, 合山电厂标煤单价超过 2009 年水平, 攀升到历史高位 925 元/吨, 我们预计合山电厂亏损将超过 3 亿元。

2011-2013 年公司营业收入分别达到 36.40 亿、57.61 亿、59.80 亿, 实现每股收益分别为 0.07 元、0.22 元、0.23 元, 因干旱原因公司 11 年动态 PE 业高于水电行业的平均水平, 但干旱不是经常性事件, 2011 年业绩不能体现公司资产质量。我们看好水电的资源价值, 存在长期投资价值。

上海电力 (600021): 核电项目若注入极大提升盈利能力

公司计划收购中电投集团持有的禾曦能投公司的全部股权 (禾曦能投公司的主要资产为江苏核电 30% 的股权、秦山三期 20% 的股权和秦山二期 6% 的股权), 其次用于补充公司流动资金 5 亿元。预计募集资金总额不超过 95 亿元。

三核电项目年贡献权益净利润 12 亿元左右, 若实现注入, 将极大改善公司盈利能力。

预计 2011-2013 年每股收益 0.2 元、0.35 元、0.4 元, 目标价 10 元, 给予公司“推荐”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的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;

- 投资建议的评级标准

增持: 超越大盘;

中性: 基本与大盘持平;

减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。