

公用事业与环保

证券研究报告

证券分析师

王凡

S1060511010010
22624183
wangfan007@pingan.com.cn

曾凡

S1060511010018
22625952
zengfan323@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

电力行业快评——用发展的眼光看待调控，火电可以乐观一点

■ 用发展的眼光看待调控方案，限价效果值得期待！

此次方案以“综合措施”出现，同时考虑了上网电价、销售电价、居民销售电价、煤价、脱硝电价、可再生能源电价附加等多个问题，表明政府以全面的态度郑重地思考了当前国内能源形势。具体方案包括：火电上网电价平均上调 2.6 分/度。销售电价平均上调 3 分/度，可再生能源附加上调 0.4 分/度至 0.8 分/度，脱硝电价为 0.8 分/度。合同煤价涨幅控制在 5%；北方港口 5500 大卡平仓价控制在 800 元/吨；铁路直达和公路运输交易价格不得高于 2011 年 4 月底结算价格。

■ 调控方向发生改变，煤电联动市场化转向电煤限价

市场之前一直期待的煤电联动常规化市场化思路，可能已被搁置。政府转而以计划手段控制煤价。或许这是场倒退，但显然政府已经对倒退的合理性和可行性进行了充分的考虑。表现为政府充分考虑了煤炭企业获取合理利润的能力、此次限价没有期限、监督处罚措施更为严格、更强调增加市场供应。总体上我们认为此次综合措施的出台，有望在相当一段时间内维持电价和煤价的稳定。最终可能以煤炭供给如期增加，煤价稳定甚至下跌而告终。若此则是一个圆满结局。

■ 火电盈利恢复，估值有望提升

2011 年总共上调上网电价三次，全国平均累计上调幅度为 3.8 分/度左右，大约覆盖 91 元/吨的煤价（5500 大卡），可以覆盖今年的煤价涨幅，但距 2009 年还有较大差距。初步测算 60 万千瓦机组 2012 年主营利润将较 2011 年增长 100%左右，较 2010 年增长 40%左右，较 2009 年下滑 20%左右。龙头企业 ROE 有望恢复至 8%左右的水平，对应 20 倍 PE，可以给予 1.6 倍左右的 PB。目前优质火电龙头的 PB 基本在 1.2 到 1.4 倍之间，距离合理估值仍有 15%-30%左右的空间。

■ 火电可以乐观一点，上调华能国际和申能股份投资评级至“强烈推荐”

我们认为火电行业在未来一年跑赢市场的概率很大，获得绝对收益的概率也较大，维持“推荐”评级。个股方面，首选低估值的稳健品种，包括华能国际和申能股份等。基于行业基本面发生的积极变化，我们将华能国际和申能股份的投资评级由“推荐”上调为“强烈推荐”。另外，建议投资者密切关注有资产注入预期的主题品种，如京能热电。

一、用发展的眼光看待调控方案，限价效果值得期待！

此次方案以“综合措施”出现，同时考虑了上网电价、销售电价、居民销售电价、煤价、脱硝电价、可再生能源电价附加等多个问题，表明政府以全面的态度郑重地思考了当前国内能源形势，重视态度可见一斑。煤价控制措施的执行力度和效果，我们认为尤其值得期待。具体方案包括：

- 火电上网电价平均上调 2.6 分/度，个别水电站电价有所上调，整体上网电价平均上调 2.5 分/度。
- 销售电价平均上调 3 分/度，之所以幅度高于上网电价，主要是为了补偿可再生能源电价附加以及脱硝电价等涨幅。
- 可再生能源附加上调 0.4 分/度至 0.8 分/度，以满足快速增长的可再生能源电量要求。
- 脱硝电价为 0.8 分/度，以提高火电企业脱硝积极性。
- 合同煤价涨幅控制在 5%；北方港口 5500 大卡平仓价控制在 800 元/吨；铁路直达和公路运输交易价格不得高于 2011 年 4 月底结算价格。

调控方向发生改变！市场之前一直期待的煤电联动常规化市场化思路，可能已暂被搁置。政府转而以计划手段控制煤价。或许这是场倒退，但显然政府已经对倒退的合理性和可行性进行了充分的考虑。表现如下：

- 充分考虑了煤炭企业获取合理利润的能力。①800 元/吨或 4 月底的结算价格“能够保障煤企获得较好利润，不会影响市场供应”。②清除省级政府以下对煤炭设立的违规基金，设定省级政府对煤炭征收的价格调节基金的最高标准。
- 此次限价没有期限！待“电煤价格在全国范围内基本稳定后，将及时公告解除临时价格干预”。
- 监督处罚措施更为严格。要求各地政府 2011 年 12 月底前建立电煤价格监测制度，“按月”监测。对煤炭来自各级政府的违规负担年底前清除完毕。对违反价格干预的行为，处以违法所得 5 倍以下的罚款。
- 增加市场供应。表明政府认识到解决价格问题的根本之道在于增加供给，只不过目前在客观条件不允许的情况下，采取非常措施渡过难关。山西煤矿复产以及蒙煤外运通道建设都有望获得提速。

总体上我们认为此次综合措施的出台，有望在相当一段时间内维持电价和煤价的稳定。最终可能以煤炭供给如期增加，煤价稳定甚至下跌而告终。若此则是一个圆满结局。

二、 火电企业盈利恢复，估值有望提升

2011 年总共上调上网电价三次，全国平均累计上调幅度为 3.8 分/度左右，大约覆盖 91 元/吨的煤价（5500 大卡）。截至目前为止，秦皇岛煤价 2011 年均价较 2010 年上涨 67 元/吨，较 2009 年上涨 244 元/吨。因此今年电价上调幅度可以覆盖今年的煤价涨幅，2012 年火电盈利能力将较 2010 年有明显提升，但距 2009 年还有较大差距。

进一步定量分析。我们以 60 万千瓦机组为例，粗略测算了其 2012 年主营利润变动情况。假设利用小时回升 1%；电价上调 2.6 分；考虑合同煤价 5%涨幅和市场煤价限制在 800 元/吨，单燃成本同比上涨 1%左右。上述假设下，机组 2012 年主营利润将较 2011 年增长 100%左右，较 2010 年增长 40%左右，较 2009 年下滑 20%左右。

龙头企业 ROE 有望恢复至 8%左右的水平，对应 20 倍 PE，可以给予 1.6 倍左右的 PB。目前优质火电龙头的 PB 基本在 1.2 到 1.4 倍之间，距离合理估值仍有 15%-30%左右的空间。

图表1 重点公司PB多数创08年以来新低

PB	现值	上市以来最低	上市以来均值	08 年最低
深圳能源	1.26	1.18	2.45	1.30
粤电力 A	1.34	1.13	2.65	1.52
皖能电力	1.33	0.69	1.79	0.79
建投能源	1.36	1.12	3.50	1.12
宝新能源	2.11	0.92	4.11	1.87
华能国际	1.36	1.18	2.38	1.82
华电国际	1.31	0.97	1.89	1.61
广州控股	1.40	0.98	2.09	1.03
桂冠电力	3.41	1.57	3.12	1.57
金山股份	2.56	1.10	3.54	1.10
京能热电	2.04	1.35	2.87	1.35
申能股份	1.16	1.08	2.41	1.10
国电电力	1.55	1.26	2.67	1.86
内蒙华电	3.57	0.97	2.66	1.26
国投电力	1.20	1.23	2.83	1.64

资料来源：WIND；平安证券研究所

三、 销售电价上调凸显节能环保思路

此次全国销售电价平均上调 3 分/度，其中可再生能源附加电价上调 0.4 分/度，脱硝电价补贴 0.8 分/度。居民销售电价实行阶梯电价试点，试点实行三档电量：第一档覆盖 80%用户，起步阶段电价三年内稳定；第二档覆盖 95%用户，起步阶段上调不低于 5 分/度；第三档起步阶段上调不低于 0.3 分/度；并设定了 10 度到 15 度的低保用户免费电量。

从销售电价的调整以及答记者问中可以看出：

- 节能环保思路占首位。可再生能源附加电价翻番，意味着可再生能源基金明年将翻番，这为十二五可再生能源规划铺平了道路。风电、光伏以及生物质发电的不断发展必须建立在充足补贴基金的基础之上。居民阶梯电价的实施也鼓励居民养成节能习惯。
- 厘清电价上调对 CPI 影响有限。在 80%居民电价不上调的背景下，电价上调对 CPI 的直接影响非常有限。对 PPI 的影响，则在工业产品供大于求的背景下，亦影响有限。

四、投资建议：火电可以乐观一点，首选华能国际

2001 年至今，火电行业曾在 2003 年和 2007 年获得大幅超额收益。两次获得超额收益的共同特点是：（1）火电盈利快速增长。2003 年是受利用小时大幅提高拉动，2007 年则是在电价上调和资产注入的驱动下盈利出现高增长；（2）火电估值年初均处于较低水平，相对 A 股折价空间较大。火电行业在盈利提升和估值提高的双重驱动下大幅跑赢市场。

目前火电行业无论是盈利还是估值均符合上述条件，我们认为火电行业在未来一年跑赢市场的概率很大，获得绝对收益的概率也较大，维持“推荐”评级。个股方面，首选低估值的稳健品种，包括华能国际和申能股份等。基于行业基本面发生的积极变化，我们将华能国际和申能股份的投资评级由“推荐”上调为“强烈推荐”。另外，建议投资者密切关注有资产注入预期的主题品种，如京能热电。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS (元/股)			PE (倍)				评级
		2011-11-30	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
华能国际	600011	4.84	0.25	0.12	0.37	0.42	19.4	40.3	13.1	11.5	强烈推荐
申能股份	600642	4.48	0.29	0.30	0.35	0.39	15.4	14.9	12.8	11.5	强烈推荐
京能热电	600578	7.75	0.34	0.39	0.43	0.45	22.8	19.9	18.0	17.2	推荐
广州控股	600098	6.20	0.36	0.32	0.45	0.51	17.1	19.3	13.7	12.3	推荐
国电电力	600795	2.64	0.21	0.18	0.22	0.27	12.6	14.7	12.0	9.8	推荐
深圳燃气	601139	11.72	0.26	0.32	0.46	0.57	45.0	36.3	25.7	20.5	推荐
长江电力	600900	6.51	0.5	0.44	0.6	0.63	13.0	14.8	10.9	10.3	推荐
黔源电力	002039	14.10	0.32	0.01	1.08	0.98	44.1	1410.0	13.1	14.4	推荐
文山电力	600995	7.95	0.26	0.32	0.52	0.57	30.0	25.2	15.1	13.9	推荐

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257