

煤价下降有助提升公司业绩

12 月份电力行业月度报告

报告关键点:

- 未来煤炭价格有望下降
- 电力行业盈利能力有望提升
- 维持“增持-A”投资评级

报告摘要:

- **2011年全年用电量增速放缓:** 2011年全社会用电量同比增长11.7%，符合我们的预期。不考虑2008年和2009年的特殊情况（经济危机），此为2005年以来最低值，我们猜测主要原因在于经济增速下降所引起的工业用电量增速的下降。12月份单月电力数据出现回升，我们猜测一方面与今年春节时间相对去年提前有关，另一方面与经济增速逐渐平稳有关。考虑到经济结构的转型，我们预计2012年全社会用电量增速在8%-9%左右。
- **预计2012年新机投产有所下降:** 2011年全国投产新机9000万千瓦，符合我们的预期；2011年全国新开工装机规模和火电在建规模均出现下降，我们预计2012年全国投产新机在8000万千瓦左右。考虑到2012年全社会用电量和新机投产总量的变化，我们预计2012年利用小时将与2011年持平或小幅增长，由于2011年水电利用小时偏低，若2012年来水好转，则火电利用小时预计与2011年持平。
- **未来煤炭价格有望下降:** 进入12月份以来，大同动力煤坑口价弱势小幅下跌；秦皇岛各品种价格下降明显。目前秦皇岛5500大卡动力煤价格已低于限价令价格，回到2011年年初水平；从库存来看，目前秦皇岛日库存和直供电厂库存均处于高位，秦皇岛沿线运价指数持续下跌，已经到达2010年以来的最低值，随着煤炭供应能力的上升以及下游需求的减弱，我们认为长期来看煤炭价格大幅上涨的趋势有望被终结，未来煤炭价格有望进一步下降。
- **电力行业盈利能力有望提升:** 由于煤炭价格上涨，火电行业2011年前11月利润总额同比大幅下降59%。根据部分电力上市公司公布的业绩预告，多数火电上市公司2011年业绩同比下降明显。2011年的上调电价将在2012年贡献业绩，由于2012年煤炭价格出现大幅上涨的可能性不大，电力行业盈利能力将有显著提升。
- **维持“增持-A”投资评级:** 随着经济结构转型，我们预计未来电力需求增速将下降一个台阶，电煤需求增速随之下降，连同高耗能行业增速的下降，未来煤炭需求增速将下降明显，煤炭价格有望进一步下跌，2011年的上调电价将极大改善行业基本面；另一方面，从估值角度，目前电力行业PB/大盘PB在0.85左右，具有较高的安全边际。在目前这种相对较弱的市场环境下，我们认为安全边际较高，基本面即将触底回升的电力行业获得超额收益的可能性较大，因此我们维持行业“领先大市-A”的投资评级。
- **重点推荐公司:** (1) 沿海地区煤炭增速下降和进口煤炭大幅增加，所以我们认为沿海地区煤炭价格上涨空间不大，因此看好沿海地区电厂比重较大的公司，如华能国际、粤电力、上海电力、大唐发电等；(2) 有资产注入预期的公司，如内蒙华电、京能热电、黔源电力等；(3) 非电业务贡献业绩，如大唐发电等；
- **风险提示:** 煤炭价格大幅上涨；利用小时大幅下降

公用事业 领先大市-A

上次评级

领先大市-A-

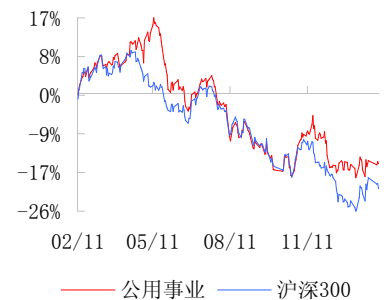
报告日期

2012-02-02

首选股票

目标价 评级

12 个月行业表现



张龙

021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

邵琳琳

021-68763673
shaoll@essence.com.cn

前期研究成果

- 煤炭电力数据周报(2012年1月31日)
2012-01-31
- 煤炭电力数据周报(2012年1月16日)
2012-01-16
- 煤炭电力数据周报(2012年1月9日)
2012-01-09

1. 2011 年发用电量增速放缓

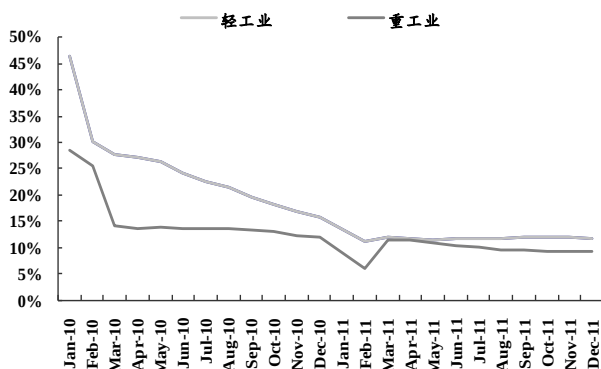
2011 年全年用电量增速放缓: 2011 年全国发电量 47217 亿千瓦时, 同比增长 11.68%; 从发电来源上来看, 由于今年全国降水偏少, 部分地区遭遇严重干旱, 水电发电量同比下降 3.52%; 2011 年全社会用电量 46928 亿千瓦时, 同比增长 11.7%, 符合我们之前的预期。不考虑 2008 年和 2009 年的特殊情况 (经济危机), 2011 年全社会用电量增速为自 2005 年以来的最低值, 远低于 2010 年的 15.08%, 若考虑到 2010 年 9 月份开始的节能减排所带来的用电量基数较低的影响, 可看出 2011 年用电量增速放缓明显。我们猜测用电量增速放缓原因主要在于经济增速下降所引起的工业用电量增速的下降, 其中轻工业和重工业用电量增速均低于近 6 年增速平均值 1.1 个百分点和 3.4 个百分点 (剔除 2008 年和 2009 年的特殊情况)。

12 月份电力数据出现回升: 从近两月的单月数据来看, 11 月份发电量同比增加 8.5%, 环比上升 2%, 用电量同比上升 9.9%, 环比上升 1%; 12 月份发电量 4038 亿千瓦时, 同比增长 9.7%, 环比增长 8.8%, 环比值高于历史均值 1.4 个百分点, 用电量 4093 亿千瓦时, 同比增长 12.9%, 环比增长 6.7%。我们可以看出 12 月份电量数据出现较明显的回升, 我们猜测出现的原因主要有两方面, 一方面为今年春节时间相对去年提前, 另一方面我们猜测与经济增速逐渐平稳有关。考虑到经济结构的转型, 我们预计 2012 年全社会用电量增速在 8%-9% 左右。

2011 年全国投产新机约 9000 万千瓦: 2011 年全国投产新机 9000 万千瓦, 其中 12 月份投产新机 2373 万千瓦, 与去年同期基本持平, 符合我们的预期; 从投产方向上看, 火电投产同比增长 1%, 水电投产同比下降 25%。从新开工装机来看, 2011 年前 11 个月全国新开工装机规模同比减少 1216 万千瓦, 其中火电新开工规模同比减少 1036 万千瓦, 截至 11 月底, 火电在建规模同比减少 1346 万千瓦, 我们预计 2012 年全国投产新机将呈现下降趋势, 预计全年投产新机在 8000 万千瓦左右。

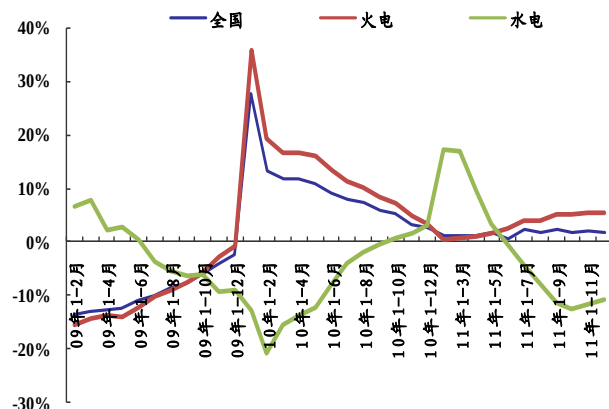
2011 年水电利用小时大幅下滑: 2011 年全国发电设备累计平均利用小时为 4731 小时, 同比增加 81 小时。其中, 水电设备平均利用小时为 3028 小时, 同期大幅下降 376 小时; 火电设备平均利用小时为 5294 小时, 与去年同期上升 264 小时。考虑到 2012 年全社会用电量同比增速将出现下滑与新机投产总量的下降, 我们预计 2012 年利用小时将与 2011 年持平或小幅增长, 但考虑到 2011 年水电利用小时偏低, 若 2012 年来水好转, 预计火电利用小时将与 2011 年持平。

图 1 轻重工业累计同比增速



数据来源: 中电联 安信证券研究中心

图 2 利用小时累计同比增速



数据来源: 中电联 安信证券研究中心

表 1 各产业用电量单月同比增速情况

全社会	第一	第二	第三	居民	工业	轻工	重工业
-----	----	----	----	----	----	----	-----

		产业	产业	产业	用电	用电	业	
2010.1	40.1%	23.5%	46.0%	25.6%	25.9%	46.2%	28.5%	50.5%
2010.2	10.5%	1.5%	12.6%	14.1%	0.3%	12.3%	21.1%	10.5%
2010.3	21.0%	4.8%	22.5%	13.6%	21.2%	22.7%	-4.7%	28.2%
2010.4	23.1%	6.2%	25.6%	17.7%	16.4%	25.6%	12.3%	28.7%
2010.5	20.8%	1.8%	23.4%	15.4%	12.7%	23.3%	15.3%	25.0%
2010.6	14.1%	0.1%	15.8%	11.6%	8.8%	15.7%	13.4%	16.1%
2010.7	13.9%	7.3%	15.4%	11.3%	8.6%	15.3%	12.1%	16.0%
2010.8	14.7%	5.9%	14.9%	18.3%	12.8%	14.7%	14.2%	14.8%
2010.9	8.3%	5.8%	5.7%	15.8%	15.3%	5.4%	9.3%	4.4%
2010.10	8.4%	-3.1%	7.0%	14.2%	14.8%	6.8%	12.1%	5.6%
2010.11	5.1%	0.7%	4.9%	8.8%	4.2%	4.6%	6.7%	4.3%
2010.12	5.4%	-10.1%	5.2%	9.9%	6.0%	1.8%	10.2%	3.7%
2011.1	10.1%	1.8%	10.7%	11.6%	6.9%	10.5%	12.8%	9.9%
2011.2	15.3%	5.5%	12.9%	18.6%	24.9%	12.9%	5.0%	14.7%
2011.3	13.4%	2.5%	14.0%	14.1%	10.1%	13.8%	23.9%	12.3%
2011.4	11.2%	2.8%	11.3%	12.9%	11.1%	11.0%	11.4%	11.0%
2011.5	10.8%	8.1%	10.6%	15.2%	9.0%	10.5%	9.1%	10.7%
2011.6	13.0%	11.9%	12.6%	16.4%	13.1%	12.5%	8.1%	13.4%
2011.7	11.8%	1.2%	11.9%	16.4%	9.5%	11.8%	8.2%	12.5%
2011.8	9.1%	2.1%	9.4%	9.8%	8.2%	9.3%	6.7%	9.9%
2011.9	12.2%	2.5%	14.4%	9.7%	5.4%	14.4%	9.1%	15.8%
2011.10	11.4%	2.5%	12.8%	10.3%	5.3%	12.8%	7.2%	14.1%
2011.11	9.9%	-2.3%	10.1%	13.1%	7.8%	10.1%	8.0%	10.6%
2011.12	12.9%	0.9%	13.4%	11.7%	12.5%	12.0%	12.8%	11.9%

数据来源：中电联 安信证券研究中心

表 2 利用小时和新机投产情况

		利用小时			同比变化			新机投产 (单位: 万千瓦)		
		全国	火电	水电	全国	火电	水电	全部	火电	水电
2010 年	1 月	416	479	176	90	126	-26			
	1-2 月	728	833	321	84	135	-79	955	801	59
	1-3 月	1125	1285	499	117	182	-93	1613	1270	131
	1-4 月	1515	1716	737	157	243	-118	2224	1729	211
	1-5 月	1906	2133	1043	187	295	-145	2819	2134	373
	1-6 月	2295	2534	1419	190	300	-122	3383	2421	615
	1-7 月	2719	2966	1850	195	303	-78	4034	2885	733
	1-8 月	3163	3419	2285	210	317	-44	4713	3291	950
	1-9 月	3540	3802	2660	197	290	-11	5186	3479	1098
	1-10 月	3916	4192	2985	188	278	23	5671	3744	1158
	1-11 月	4275	4590	3211	132	207	45	6730	4511	1344
	1-12 月	4660	5031	3429	114	166	101	9127	5872	1661
2011 年	1 月									
	1-2 月	735	835	376	7	2	55	1231	991	48
	1-3 月	1135	1292	583	10	7	84	1379	1001	123
	1-4 月	1530	1734	806	15	18	69	1885	1342	212

1-5月	1937	2165	1076	31	32	33	2449	1638	393
1-6月	2306	2592	1413	11	58	-6	3478	2331	624
1-7月	2778	3085	1774	56	119	-83	4123	2774	769
1-8月	3211	3557	2100	49	138	-178	4784	3224	817
1-9月	3603	3986	2388	78	193	-301	4962	3295	873
1-10月	3971	4391	2639	60	214	-379	6037	4111	1014
1-11月	4353	4822	2871	80	246	-373	6627	4565	1028
1-12月	4731	5294	3028	81	264	-376	9000	5886	1225

数据来源：中电联 安信证券研究中心

2. 未来煤炭价格有望下降

煤炭价格回顾：2011年市场煤炭价格变动明显，其中4月份，受到来水偏枯等影响，市场煤炭价格终止年初以来的下跌，呈现上涨态势，7月份达到年内最高值后平稳小幅下降，进入10月份后，因为冬季储煤，电煤需求上升，而大秦线检修等使得煤炭供给受到一定限制，煤炭价格出现短暂上调，进入12月份以来，由于下游电厂储备充足，采购积极性不大，大同动力煤坑口价弱势小幅下跌；秦皇岛各品种价格下降明显。截至2012年1月30号，秦皇岛各品种价格较2011年12月初下降65-70元/吨，下降幅度超过8%，秦皇岛港与大同动力煤坑口价差收紧，目前秦皇岛5500大卡动力煤价格为770-780元/吨，已低于限价令价格，回到2011年年初水平；秦皇岛沿线运价指数弱势下跌，已为2010年以来的最低值。

图3 大同坑口价 单位：元/吨

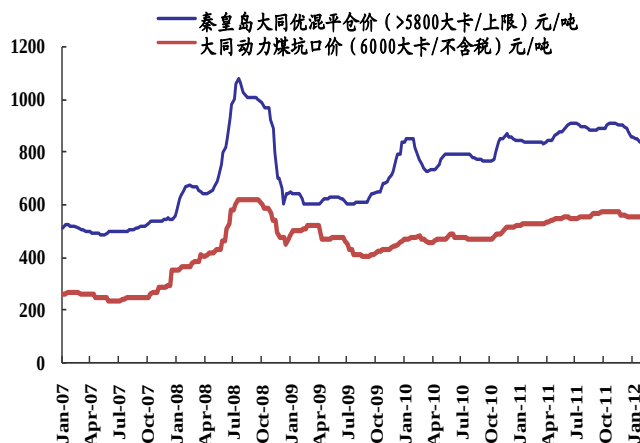
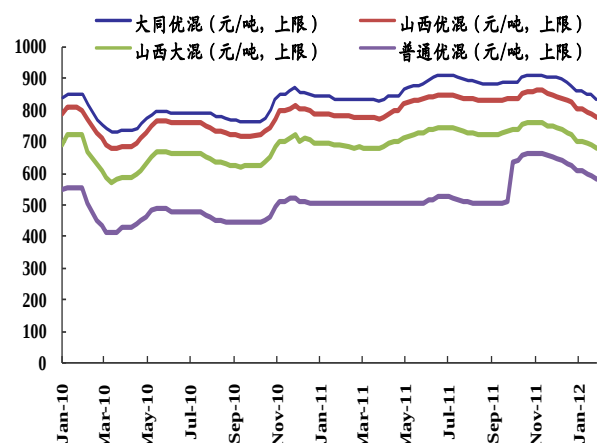


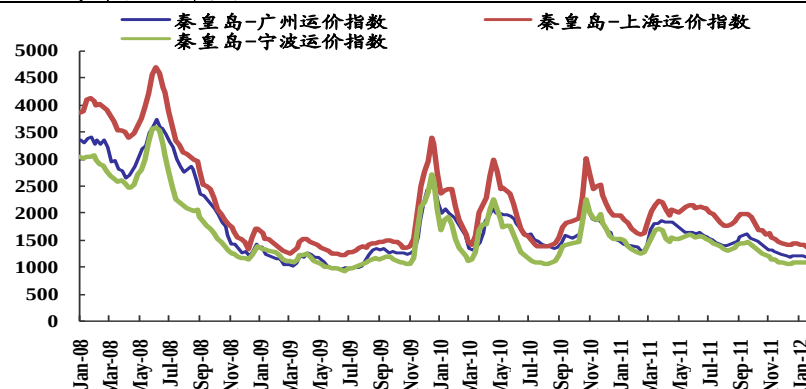
图4 秦皇岛平仓价 单位：元/吨



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图5 沿海煤炭运价指数



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

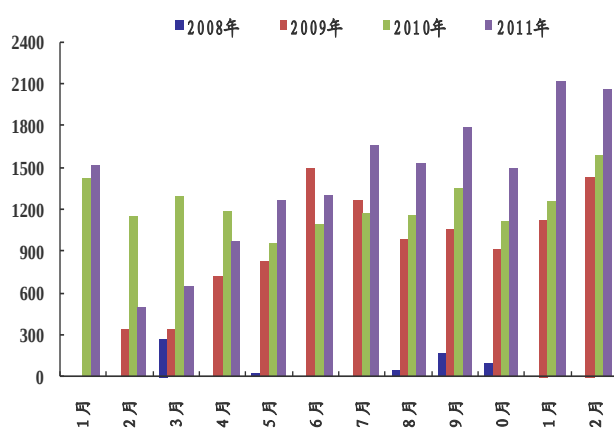
煤炭供应同比上升：2011 年全国大型煤炭企业产量 21.8 亿吨，同比增长 10.9%；铁路煤炭发运 22.7 亿吨，增长 13.4%；主要港口煤炭发运 6.6 亿吨，增长 19%。根据煤炭工业协会数据，2011 年主要产煤大省内蒙古、山西和陕西煤炭产量分别为 9.79 亿、8.72 亿和 4 亿吨，同比分别增长 24.4%、17.7%和 11.1%。进出口方面，全年进口煤炭 1.82 亿吨，同比增长 10.8%；出口煤炭 1466 万吨，下降 23%；净进口 1.68 亿吨，增长 15.2%，其中 12 月份单月进口同比上升 23.3%，已经连续 8 个月同比上升，12 月份单月出口仅为 80 万吨，同比大幅下降 44.6%，已经连续 9 个月同比大幅下降，煤炭净进口的上升也增加了国内煤炭的有效供给。中国能源局局长刘铁男表示，2012 年将新增煤炭产能 2 亿吨，煤炭供应能力将上升明显。

图 6 煤炭月度净进口量

单位：万吨

图 7 国内外煤炭价差

单位：美元/吨



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

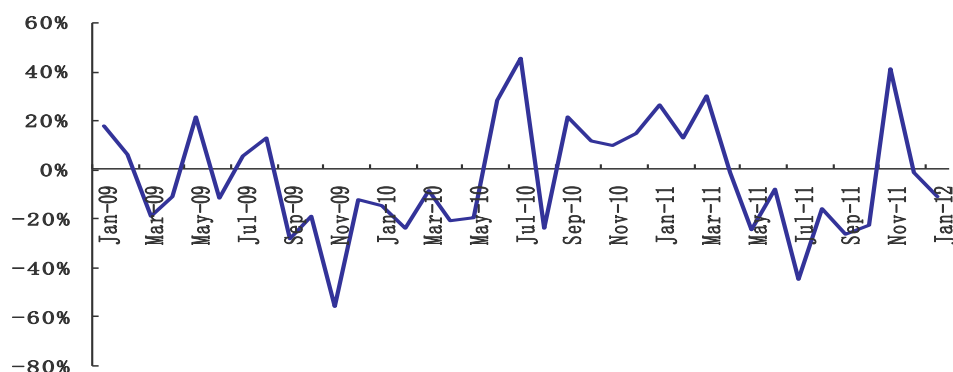


数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

煤炭下游增速放缓：根据协会初步测算，2011 年全年电力、钢铁、建材和化工行业耗煤分别增长 11.4%、6.8%、7.4%和 13.5%，其中电煤需求占整体煤炭需求约 50%。根据我们年度策略报告的观点，我们预计 2012 年电力消费增速将放缓，同时由于经济增速放缓，预计钢铁、建材和化工行业的增速将下降至约 5%、4%和 3%左右，煤炭下游增速的放缓将降低电煤需求增速。

三峡来水有所好转：2011 年 4 月份以来的来水偏枯增加了电煤的需求，2011 年全年水电利用小时同比大幅下降 376 小时，通过观察三峡来水情况，来水状况已经有所好转，若 2012 年来水较去年同期改善，电煤需求将会受到一定抑制。

图 8 三峡入库流量同比变动



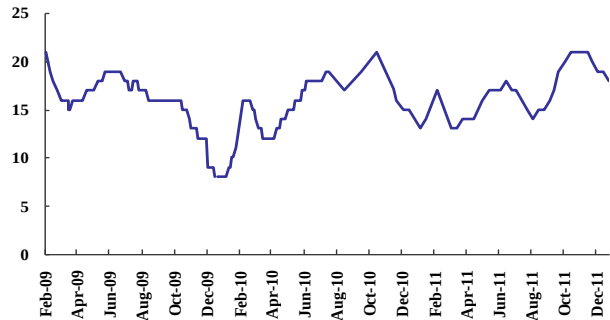
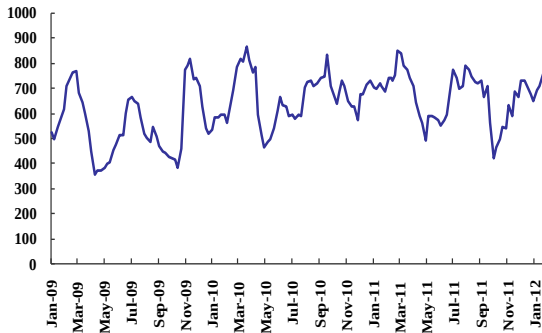
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

煤炭价格有望进一步下降：从库存来看，目前秦皇岛日库存和直供电厂库存均处于高位，秦皇岛沿线运价指数持续下跌，已经到达 2010 年以来的最低值，随着煤炭供应能力的上升以及下游需求的减弱，我们认为长期来看煤炭价格大幅上涨的趋势有望被终结，未来煤炭价格有望进一步下降。

图 9 秦皇岛港日库存

单位：万吨

图 10 直供电厂库存可用天数



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 11 CR 动力煤价格指数



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

表 3 近期秦皇岛港周装船量

单位：万吨

日期	5000 大卡煤炭装船量	5500 大卡煤炭装船量
20120123-20120129	32.8	31.7
20120109-20120115	37.3	34.6
20120102-20120108	34.8	31.5
20111226-20120101	35.3	34.6
20111219-20111225	32.1	30.7
20111212-20111218	25.6	27.3
20111205-20111211	31.8	32.7
20111128-20111204	32.6	34.5
20111121-20111127	38.7	37.4

数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

3. 电力公司盈利能力有望提升

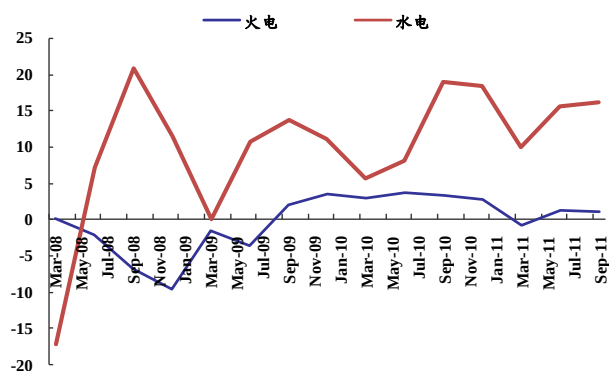
2011 年电力生产行业利润下降明显：由于煤炭价格上涨，火电行业 2011 年前 11 个月利润总额同比大幅下降 59%，汛期的多处来水偏枯使得水电发电量同比增速较低，水电行业 2011 年前 11 个月利润总额同比下降 24%，综合使得电力生产行业利润总额同比下降 25%。尽管上调了上网电价，但是火电行业不堪燃煤成本的大幅上升，2011 年 9-11 月份火电行业利润总额为-16 亿元。

表 4 2011 年 1-11 月电力行业整体利润增长情况

单位: 亿元	热力生产和供应		电力供应		电力生产		其中: 火电		其中: 水电	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速
销售收入	816	19.93%	24972	13.49%	13961	18.36%	11414	18.32%	1697	9.45%
销售成本	775	19.02%	23785	14.09%	12218	21.8%	10607	20.89%	1054	18.94%
销售费用	12	70.46%	24	9.06%	27	33.73%	11	19.87%	10	30.54%
销售税金及附加	4	27.26%	98	20.64%	77	38.59%	50	49.64%	20	16.18%
管理费用	53	20.44%	140	3.24%	281	11.12%	190	8.17%	66	12.47%
利润总额	-12	61%	681	16%	592	-25%	106	-59%	275	-24%

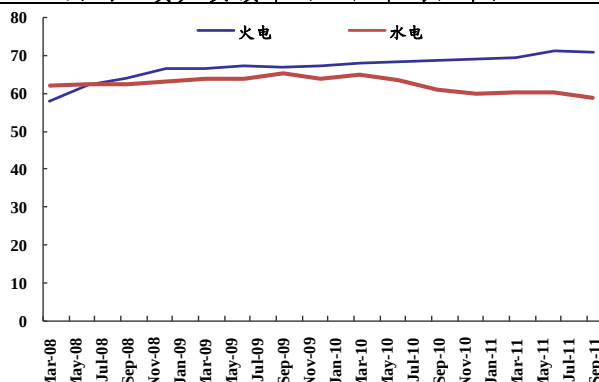
数据来源: WIND 安信证券研究中心

图 12 电力行业销售净利率 (加权平均) 单位: %



数据来源: WIND 安信证券研究中心

图 13 电力行业资产负债率 (加权平均) 单位: %



数据来源: WIND 安信证券研究中心

表 5 2009-2011 年火电行业利润情况

		2009				2010				2011			
	单位	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月
销售收入	亿元	1,282	2,107	2,378	2,487	1,653	2,671	2,643	2,644	1,875	3,154	3,267	3,118
销售成本	亿元	1,136	1,830	2,025	2,106	1,486	2,403	2,399	2,463	1,734	2,879	3,049	2,945
税金及附加	亿元	8	12	12	13	7	10	8	10	9	14	14	14
销售费用	亿元	5	8	0	7	5	6	2	2	5	-1	3	3
管理费用	亿元	26	43	47	49	28	46	49	50	31	49	51	59
财务费用	亿元	99	150	147	140	98	146	153	153	107	187	191	不祥
利润总额	亿元	13	101	158	193	54	116	51	60	4	71	47	-16
火电量	亿 KWH	4,083	6,846	7,820	7,861	5,427	8,356	8,377	7,953	5,737	9,541	9,977	9,200
日均电量	亿 KWH	69	74	85	86	92	91	91	87	97	104	108	101
单位平均电价	元/KWH	0.314	0.308	0.304	0.316	0.305	0.320	0.316	0.332	0.327	0.331	0.327	0.339
单位发电成本	元/KWH	0.278	0.267	0.259	0.268	0.274	0.288	0.286	0.310	0.302	0.302	0.306	0.320
单位发电毛利	元/KWH	0.036	0.04	0.045	0.049	0.031	0.032	0.029	0.023	0.025	0.029	0.022	0.019
毛利率		11%	13%	15%	15%	10%	10%	9%	7%	8%	9%	7%	6%
利润率		1%	5%	7%	8%	3%	4%	2%	2%	0.2%	2%	1%	-1%

数据来源: WIND 安信证券研究中心

表 6 2009-2011 年水电行业利润情况

		2009				2010				2011			
	单位	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月
销售收入	亿元	150	316	424	371	168	370	587	509	244	378	562	512
销售成本	亿元	99	177	212	233	120	235	290	281	163	244	315	332
税金及附加	亿元	2	3	3	6	2	3	7	6	3	4	7	7
销售费用	亿元	1	8	-3	1	1	3	2	3	1	3	3	3
管理费用	亿元	9	16	20	21	11	19	21	23	9	17	19	21
财务费用	亿元	32	80	42	72	37	75	81	80	42	84	86	不祥

利润总额	亿元	9	70	114	38	-9	51	206	122	21	42	143	68
水电量	亿 KWH	611	1,308	1,895	1,362	562	1,314	2,353	1,893	724	1,344	2,019	1,564
日均电量	亿 KWH	10	15	21	15	9	15	26	21	12	15	22	17
单位平均电价	元/KWH	0.245	0.242	0.224	0.273	0.298	0.281	0.250	0.269	0.336	0.282	0.278	0.327
单位发电成本	元/KWH	0.162	0.136	0.112	0.171	0.214	0.179	0.123	0.148	0.226	0.182	0.156	0.212
单位发电毛利	元/KWH	0.083	0.106	0.112	0.101	0.084	0.103	0.126	0.120	0.111	0.100	0.122	0.115
毛利率		34%	44%	50%	37%	28%	36%	51%	45%	33%	36%	44%	35%
利润率		6%	22%	27%	10%	-5%	14%	35%	24%	9%	11%	25%	13%

数据来源: WIND 安信证券研究中心

五大发电集团实现正收益: 五大发电集团 2011 年全年实现盈利, 其中利润估算情况为华能集团 61 亿元 (2010 年为 42 亿元), 中电投集团 25 亿元 (2010 年为 33.89 亿元), 华电集团约 20 亿元 (2010 年为 17.5 亿元), 大唐集团约 15 亿元 (2010 年为 -1.1 亿元), 国电集团约 60 亿元 (2010 年为 37.5 亿元), 除去中电投, 剩下四家盈利能力均较 2010 年有所提升。由于电力生产行业 2011 年前 11 月利润同比下降, 此四家全年盈利能力同比上升, 我们猜测原因主要有两方面: (1) 12 月份上网电价的上调: 12 月份火电企业上网电价上调幅度大约为 2.6 分, 12 月份火电发电量约 3425 亿千瓦时, 上网电价上调提升收益约 76 亿元, 五大发电集团 12 月份上网电价上调所能贡献收益约 38 亿元 (假设五大发电集团 12 月份火电发电量占全国的 50%); (2) 非电业务: 目前五大发电集团积极拓展非电业务, 我们猜测非电业务贡献利润也是五大发电集团最终实现正收益的原因之一。

表 7 五大发电集团利润

公司	2011 年利润总额估计 (亿元)	2010 年利润总额 (亿元)
华能集团	61	42
中电投集团	25	33.89
华电集团	20	17.5
大唐集团	15	-1.1
国电集团	60	37.5

数据来源: 北京商报 安信证券研究中心

电力行业盈利能力有望提升: 根据部分电力上市公司公布的业绩预告, 我们可以看出多数火电上市公司 2011 年业绩同比下降明显, 主要源自于燃煤价格的上涨。2011 年 6 月份及 12 月份的上调电价将在 2012 年贡献业绩, 通过我们之前的分析, 我们认为 2012 年煤炭价格出现大幅上涨的可能性不大, 整体会弱平稳或有所下降, 电力行业盈利能力在 2012 年将得到显著提升。

表 8 部分电力上市公司 2011 年业绩预告

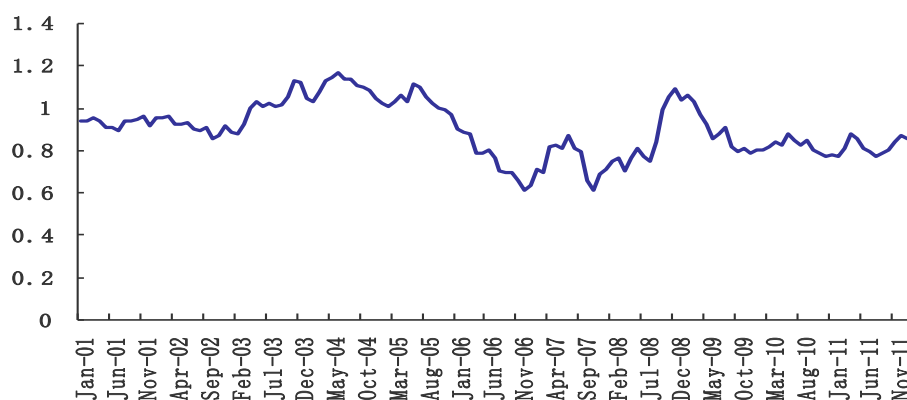
公司	业绩预告	主要原因
粤电力 A	同比下降 40%-60%	煤价上升、利率上调及资产减值损失计提
深南电 A	扭亏为盈	发电量和退税收入上升及股权转让收益
金山股份	同比大幅增长	白音华电厂投产及持股比例上升
桂冠电力	同比下降 70%左右	来水不好及电煤价格上升
长江电力	同比下降 6.05%	发电量减少
华电能源	同比下降 85%左右	煤炭价格上涨
国电电力	同比上升 50%以上	新机组投产、出售股票等
湖北能源	同比下降 37.34%-46.01%	合并范围变动及来水偏枯
赣能股份	亏损大幅增大	煤炭价格上涨、来水不好、贷款本金及利率上升
川投能源	同比上升 4.87%	田湾河和交大光芒业绩上升
上海电力	同比上升 120%以上	资产结构改善, 售电量上升, 上网电价上调等

4. 投资建议

4.1. 维持行业评级“领先大市-A”

维持行业“领先大市-A”投资评级：总体来说，一方面，随着经济结构转型，我们预计未来电力需求增速将下降一个台阶，电煤需求增速随之下降，连同高耗能行业增速的下降，未来煤炭需求增速将下降明显，煤炭价格有望进一步下跌，2011 年的上调电价将极大改善行业基本面；另一方面，从估值角度，目前电力行业 PB/大盘 PB 在 0.85 左右，具有较高的安全边际。在目前这种相对较弱的市场环境下，我们认为安全边际较高，基本面即将触底回升的电力行业获得超额收益的可能性较大，因此我们维持行业“领先大市-A”的投资评级。

图 14 电力行业 PB/全部 A 股 PB



数据来源：WIND 安信证券研究中心

4.2. 重点推荐公司

- (1) 沿海地区煤炭增速下降和进口煤炭大幅增加，所以我们认为沿海地区煤炭价格上涨空间不大，因此看好沿海地区电厂比重较大的公司，如华能国际、粤电力、上海电力、大唐发电等；
- (2) 有资产注入预期的公司，如内蒙华电、京能热电、黔源电力等；
- (3) 非电业务贡献业绩，如大唐发电等；

5. 风险提示

- (1) 电煤价格大幅上涨；
- (2) 用电量增速低于预期；

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034