

电力行业 2013 年度策略报告

——盈利继续改善，期待估值修复

报告摘要：

用电需求有望触底反弹。受宏观经济疲软的影响，今年以来电力需求增速持续放缓，前三季度用电量同比仅增 4.8%。但从 10 月份用电数据看，随着经济逐步企稳，用电量触底反弹迹象明显，预计 2012-2013 年全社会用电量增速分别为 5.0% 和 7.2%，未来全社会用电量将难实现两位数增长，合理波动区间为 6%-8%。

火电新增装机趋缓，清洁能源提速。从过去几年固定资产投资和机组核准情况看，火电装机增速将进一步趋缓，年新增装机将不超过 4000 万千瓦，水电、核电等清洁能源从明年起将进入集中投产期。

电力供需总体平衡。受需求不振的影响，今年机组利用率整体偏低，水火分化明显。随着需求的恢复，明年全国发电机组利用率同比将有所提升，供需总体保持平衡；今年全国主要河流来水处于历史高位，明年向历史均值回归的概率较大，预计水电机组利用率将有所下降，火电机组平均利用小时数将反弹至 5100 小时左右。

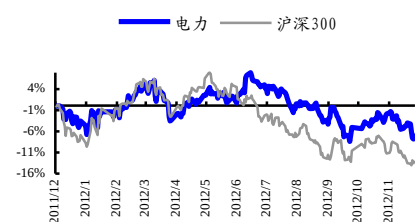
火电盈利继续向好。火电行业在去年电价上调、今年煤价持续下跌等利好的刺激下，逐渐走出经营困局，盈利逐季向好。我们认为未来动力煤价格难有趋势性上涨行情，火电将继续充分受益成本的下降，同时发电量的恢复和降息通道中财务成本的降低将进一步推动行业盈利向上，我们预计 2012-2013 年火电行业将实现利润总额为 638 亿和 863 亿，同比分别增长 209.5% 和 35.3%。电煤价格并轨在煤价上涨空间不大的情况下对火电企业影响不大，长期看煤价市场化改革将为电价改革扫清障碍，对煤炭和火电行业将是双赢局面。

水电主要看点在行业规模的扩张。今年来水丰沛，水电大发，水电行业盈利得到大幅改善，从行业历史数据看，明年盈利继续向上的空间不大。水电行业主要看点在未来大中型项目集中投产，行业规模的扩张。

行业投资策略：维持“优于大势”评级。电力行业年初至今跑赢大盘，但从行业 PB 来看，目前仅 1.5 倍左右，处在历史底部区域，估值安全边际较高。目前行业盈利仍处于向上通道，我们看好电力行业未来估值修复的机会，维持行业“优于大势”的评级。个股方面，我们推荐前期跌幅较大，估值安全边际高的优质火电公司，如深圳能源、中能股份；今年发电量受水电冲击较大，未来电量弹性大的火电公司，如粤电力 A；降息周期中，对资金成本敏感的公司，如华电国际、国投电力等。

风险提示：火电电煤成本大幅反弹，超出预期；宏观经济持续低迷，发电量不及预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2.76%	-2.86%	-12.23%
相对收益	1.71%	0.38%	2.92%

重点公司

投资评级

相关报告

《2012 年 10 月全国电力工业统计数据点评》

2012-11-14

《2012 年 9 月份全国电力工业统计数据点评》

2012-10-17

《2012 年 8 月份全国电力工业统计数据点评》

2012-09-18

《2012 年 7 月份全国电力工业统计数据点评》

2012-08-17

证券分析师：王师

执业证书编号：S0550511030001

021-20361109 wangs@nesc.cn

研究助理：马斌博

021-20361120 mabb@nesc.cn

目 录

1. 电力行业供需分析	4
1.1. 全社会用电量：用电需求有望触底反弹	4
1.2. 用电结构：二产用电比重和增速贡献度下降	5
1.3. 新增装机：火电增速趋缓，清洁能源新增投产提速	6
1.4. 利用小时：整体同比下滑，水火分化明显	7
2. 火电行业分析	9
2.1. 从毛利率走势看煤价是主导行业盈利的主要因素	9
2.2. 动力煤供给充足，难有趋势性上涨行情	10
2.3. 电煤并轨，长期来看煤炭、电力双赢	12
2.4. 新一轮降息周期助推行业盈利回升	12
2.5. 火电盈利预测	13
2.5.1. 核心假设	13
2.5.2. 盈利预测与敏感性分析	13
3. 水电行业分析	14
3.1. 今年来水较丰，水电大发	15
3.2. 水电开发力度增强，在建大中型项目未来集中投产	16
4. 行业投资策略	17
4.1. 电力行业 2012 年跑赢大盘	17
4.2. 行业估值与评级	18
4.3. 行业个股配置策略	19
4.4. 风险提示	20

图表目录

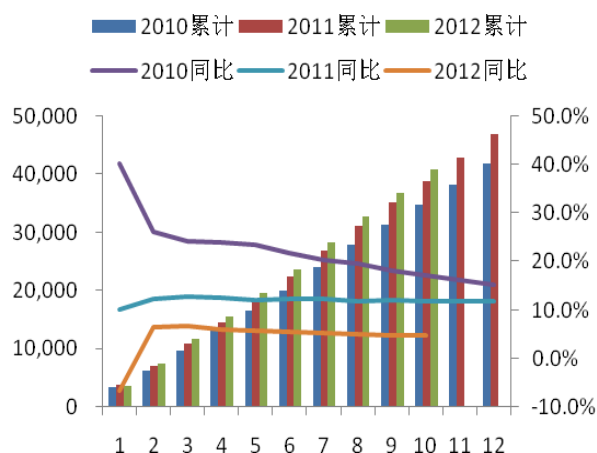
图 1: 全社会用电量累计及同比增速 (亿千瓦时)	4
图 2: 全社会用电量单月及同比增速 (亿千瓦时)	4
图 3: 历年全社会用电量增速与 GDP 增速的关系	5
图 4: 2010 年来各产业累计用电增速	5
图 5: 各产业用电占全社会用电的比重	6
图 6: 各产业对用电量增长的贡献度	6
图 7: 2012 年四大高耗能行业单月用电增速	6
图 8: 2012 年 1-9 月高耗能行业用电量占比	6
图 9: 近年来电源投资完成额 (亿元)	7
图 10: 6000 千瓦以上发电设备容量同比增速	7
图 11: 2010 年来发电设备累计利用小时数	8
图 12: 2005-2013 年发电设备利用小时数及预测	9
图 13: 2003 年至今火电行业和煤炭行业利润总额比较	9
图 14: 火电当季毛利率历年变化趋势及原因分析	10
图 15: 国际三大动力煤价格走势 (美元/吨)	10
图 16: 秦皇岛港动力煤价格走势 (元/吨)	10
图 17: 9 月中旬至 11 月上旬煤价涨幅 (元/吨)	11
图 18: 历年秦皇岛港煤炭库存变化 (万吨)	11
图 19: 历年社会煤炭库存变化 (万吨)	11
图 20: 重点电厂电煤库存及可用天数	11
图 21: 2010-2012 年煤炭行业固定资产投资 (亿元)	12
图 22: 历年动力煤月度进出口情况 (万吨)	12
图 23: 火电行业历年资产负债率和财务费用率	13
图 24: 水电当季毛利率历年变化趋势及原因分析	15
图 25: 历年三峡入库流量月度均值 (立方米/秒)	16
图 26: 水电行业历年累计利润总额及同比	16
图 27: 主要水电大省 2012 年前三季度发电量及同比	16
图 28: 历年水电装机容量及同比增速 (万千瓦)	17
图 29: 2010-2012 年水电固定资产投资 (亿元)	17
图 30: 在建大中型水电项目 2012-2017 年预计投产装机容量	17
图 31: 2012 年电力行业与沪深 300 指数走势	18
图 32: 电力行业历史 PB (整体法) 走势	18
图 33: 电力行业历史 ROE 水平	18
图 34: 申万各行业市净率比较	19
表 1: 2009-2013 年发电设备装机容量情况及预测	7
表 2: 2008-2013 年火电行业盈利情况及预测	14
表 3: 2013 年火电行业盈利对煤价和利用小时数敏感性分析 (对利润总额的影响)	14

1. 电力行业供需分析

1.1. 全社会用电量：用电需求有望触底反弹

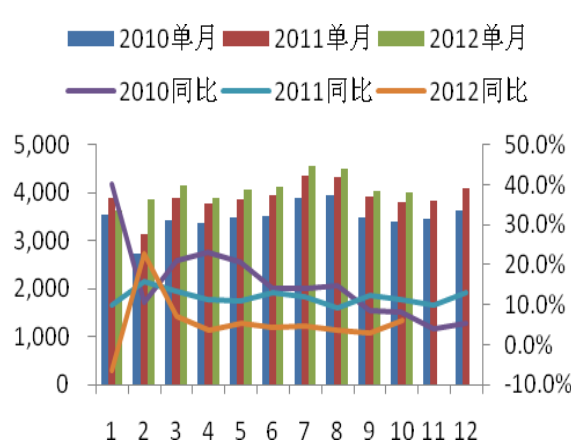
2012 年以来，随着欧洲债务危机持续发酵，海外需求疲软；国内受经济结构调整影响，投资增速下降、内需不振，宏观经济进入下行周期，经济持续低迷。受经济拖累，全社会用电增速也结束 2011 年的两位数增长，并呈现增速逐季减缓态势。前三季度全社会累计用电量 36882 亿千瓦时，同比仅增长 4.8%，较一季度和上半年增速 6.8%和 5.5%回落明显。

图 1：全社会用电量累计及同比增速（亿千瓦时）



数据来源：东北证券，Wind

图 2：全社会用电量单月及同比增速（亿千瓦时）

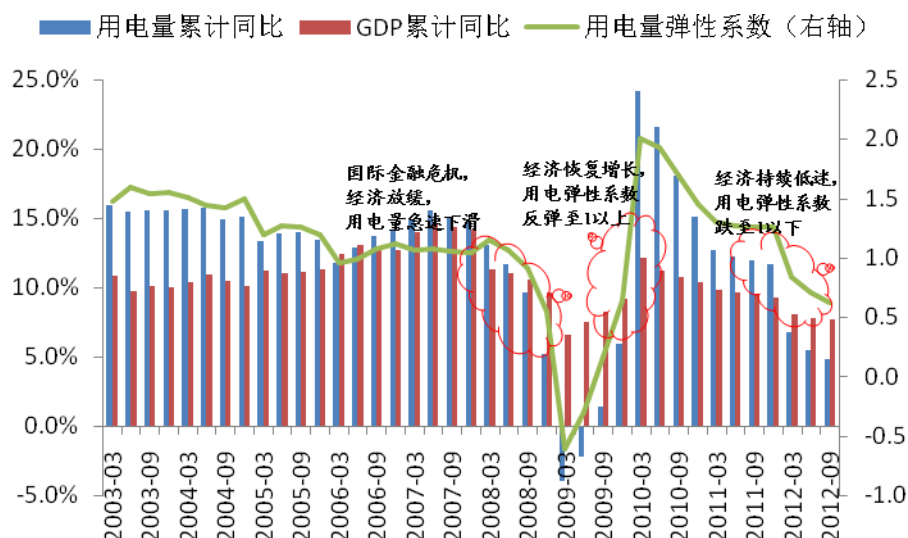


数据来源：东北证券，Wind

进入四季度，“稳增长”刺激政策效应逐步显现，从 PMI 等经济先行指标来看，宏观经济逐渐止住下滑态势，经济企稳信号明显。从 10 月份全社会用电量数据来看，第二产业用电需求正逐步恢复，特别是重工业用电反弹明显。我们认为这种用电需求反弹的趋势将在四季度维持，预计全年全社会用电量为 4.93 万亿千瓦时，同比增 5.0%。

根据东北证券宏观组研究，2013 年国内 GDP 增速预计为 8.0%左右，宏观经济有望进一步企稳并反弹。从历史 GDP 和全社会用电量增速的关系看，在经济企稳过程中，用电弹性系数变大，用电增速将明显反弹。综合历史数据，并考虑未来经济结构调整、节能减排的影响，我们预计 2013 年用电弹性系数为 0.9 左右，用电量增速 7.2%。未来在 GDP 增速预期逐渐放缓、经济结构调整、节能减排政策的影响下，全社会用电量将难再实现两位数增长，增速合理的波动区间大致在 6%-8%之间。

图 3: 历年全社会用电量增速与 GDP 增速的关系

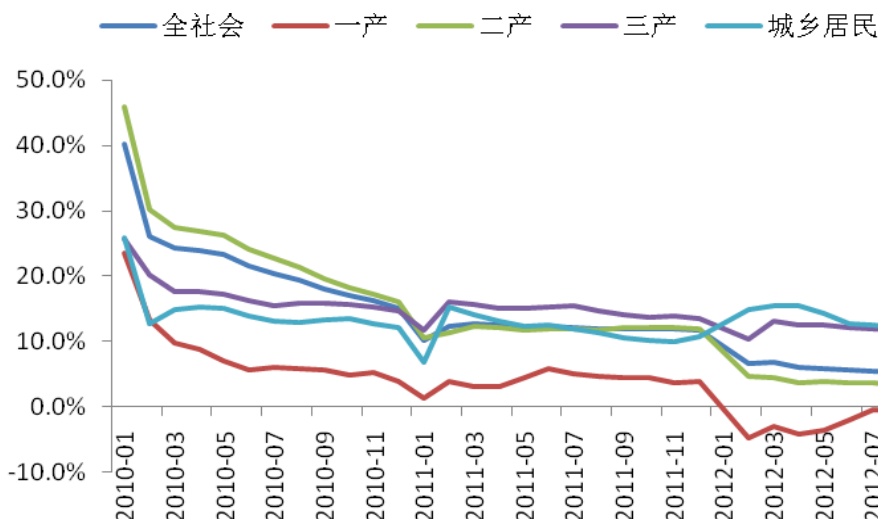


数据来源：东北证券，Wind

1.2. 用电结构：二产用电比重和增速贡献度下降

今年 1-10 月，一产、二产、三产及城乡居民累计用电同比增速分别为 -0.7%、3.2%、11.2% 和 10.9%，三产和城乡居民用电增长相对稳定，同比增速未见明显放缓，第二产业用电增速的放缓是全社会用电增速放缓的主要因素。

图 4: 2010 年来各产业累计用电增速

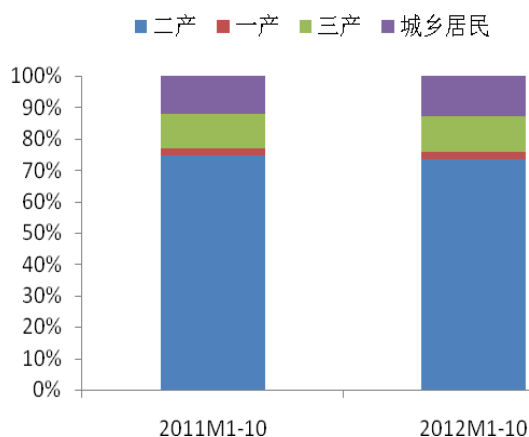


数据来源：东北证券，Wind

从分产业用电结构来看，1-10 月，一产、二产、三产和城乡居民用电量占全社会用电量的比重分别为 2.1%、73.5%、11.6% 和 12.9%，对用电量增长的贡献度分别为 -0.3%、48.7%、24.8% 和 26.8%；第二产业用电量比重较去年同期下降 1.2 个百分点，对用电量增长贡献度同比下降 28.3 个百分点，第三产业和城乡居民用电成为拉动用电量增长的主要力量。我们认为，第二产业用电比重和贡献度的下降有两方面的原

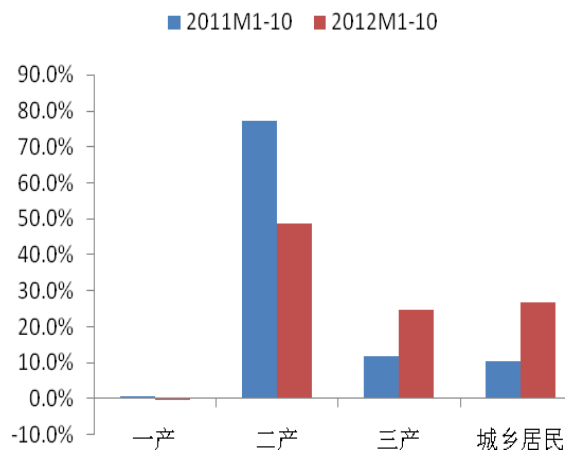
因，一方面，经济疲软致下游工业企业开工率不足，用电量增速减少；另一方面国内经济结构调整，部分行业高耗能产能遭淘汰或替换，行业耗电量减少。因而我们判断，随着经济逐步企稳，工业企业开工率的提高，第二产业用电比重和贡献度短期会出现一定程度回升，但未来经济结构调整的大趋势下，二产用电比重和贡献度趋势性下降也是大概率事件。

图 5：各产业用电占全社会用电的比重



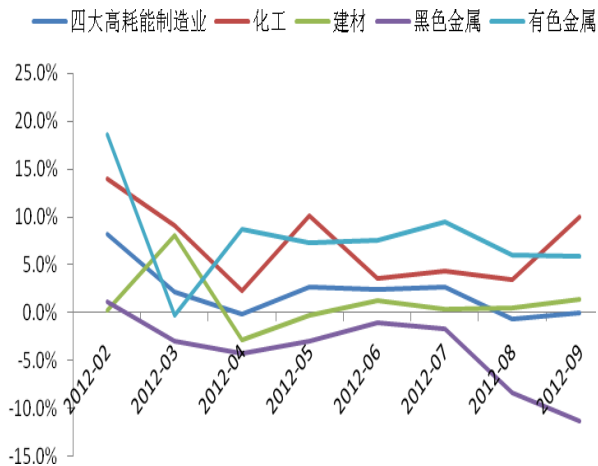
数据来源：东北证券，Wind

图 6：各产业对用电量增长的贡献度



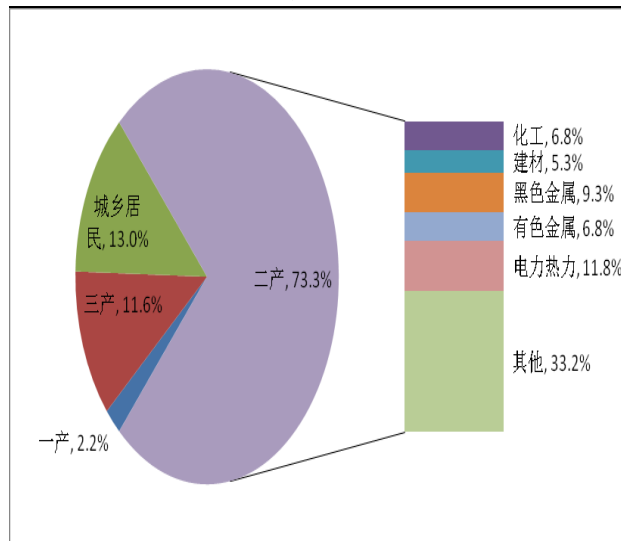
数据来源：东北证券，Wind

图 7：2012 年四大高耗能行业单月用电增速



数据来源：东北证券，Wind

图 8：2012 年 1-9 月高耗能行业用电量占比



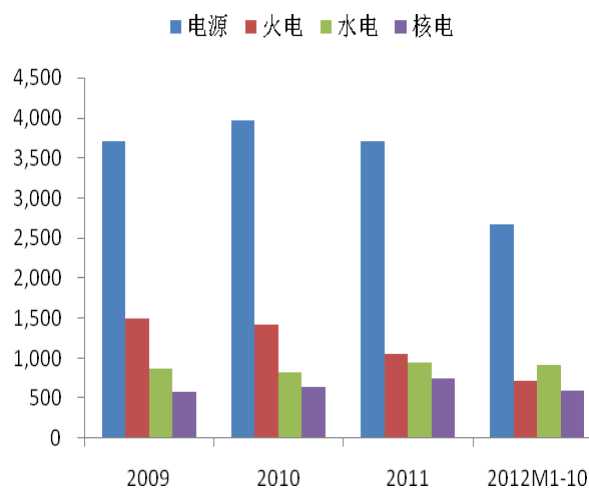
数据来源：东北证券，Wind

1.3. 新增装机：火电增速趋缓，清洁能源新增投产提速

2012 年 1-10 月，全国电源基本建设完成额为 2676 亿元，同比下降 3.0%。电源整体投资自 2010 年达到近 4000 亿的规模后，近两年均出现一定程度的下滑；同时，伴随着国内经济结构和能源结构的调整，电源投资逐渐向清洁能源倾斜，火电投资连年下滑，水电、核电等清洁能源投资稳步增长。

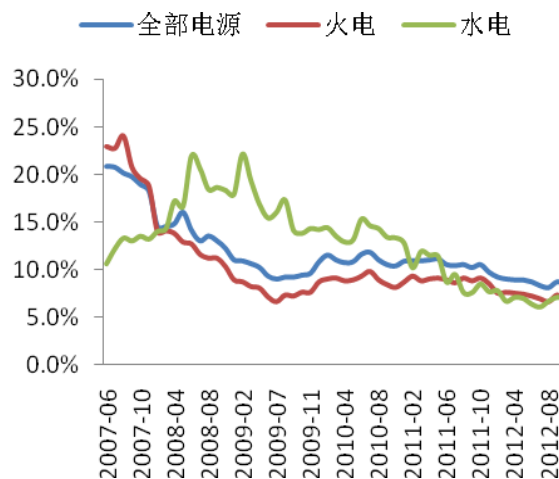
投资的下降必然带来电源装机容量增速的下滑，截止 2012 年 10 月底，全国 6000 千瓦以上发电设备容量 10.69 亿千瓦，同比增长 8.4%，较去年同期回落 2.1 个百分点。

图 9：近年来电源投资完成额（亿元）



数据来源：东北证券，Wind

图 10：6000 千瓦以上发电设备容量同比增速



数据来源：东北证券，Wind

综合过去几年电源投资完成额以及在建项目的核准和建设情况，我们预计 2012 年新增发电设备装机容量大致为 6908 万千瓦，总装机容量达 11.24 亿千瓦，同比增 6.50%。鉴于能源结构调整和节能减排的压力，未来火电新增装机容量将进一步下降，同时水电、核电等清洁能源装机将在 2013 年开始进入集中投产期，我们预计，2013 年新增发电设备达 6780 万千瓦，其中火电新增 4000 万千瓦，水电、核电和风电分别新增 1600 万、330 万和 800 万千瓦。

表 1：2009-2013 年发电设备装机容量情况及预测

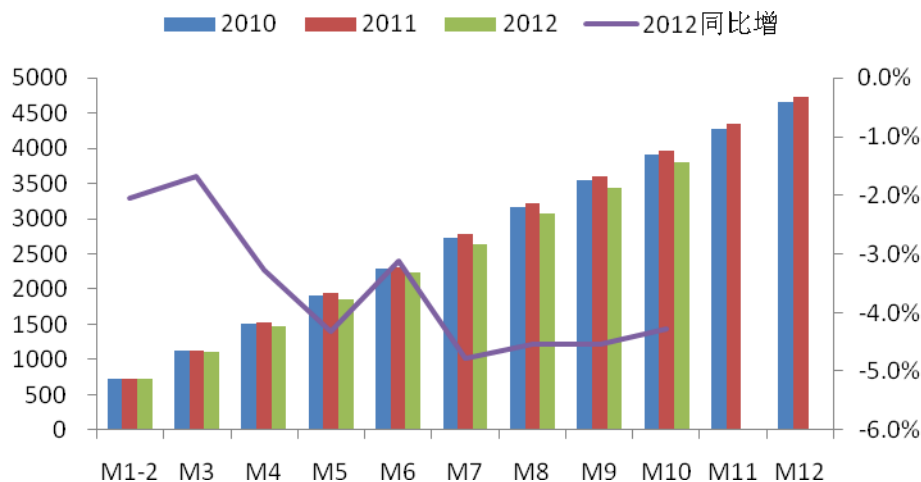
(单位:万千瓦)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
年底总装机容量	87407	96641	105576	112434	119374
新增装机容量	8970	9124	9041	6908	6780
其中：火电	6076	5831	5886	4500	4000
水电	1989	1643	1225	1250	1600
核电	108	174	175	108	330
风电	897	1457	1585	1000	800
其他	-100	19	170	50	50
小火电关停	2617	1690	346	500	400

数据来源：东北证券，Wind

1.4. 利用小时：整体同比下滑，水火分化明显

受宏观经济持续低迷的影响，下游工业行业用电需求减速，去年电力紧缺形势发生逆转，供需矛盾得到缓和，2012 年电力供需总体平衡，发电设备利用小时数同比下滑明显。2012 年 1-10 月，全国发电设备累计平均利用小时数为 3801 小时，同比减少 157 小时。

图 11: 2010 年来发电设备累计利用小时数



数据来源：东北证券，Wind

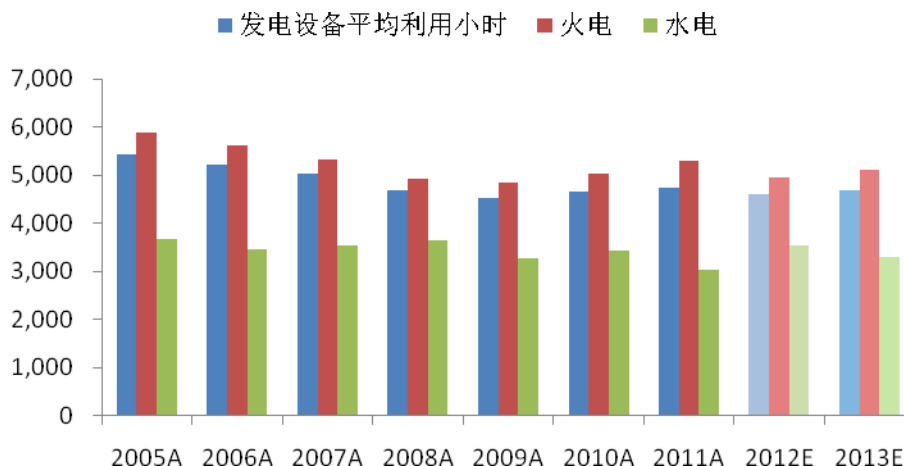
分发电类型看，水火利用小时数出现分化，核电机组利用率有所恢复。由于今年汛期主要流域来水偏丰，水电大发，前 10 月利用小时数达到 3114 小时，同比大增 488 小时；但从单月数据看，10 月水电利用率已现季节性回落，预计全年利用小时 3550 小时左右。从历史统计看，今年汛期河流来水处于历史高位，明年来水同比回落的概率较大，预计 2013 年水电利用小时数为 3300 小时左右。

火电受需求不振和水电大发的冲击，前 10 月利用小时数仅 4084 小时，同比降 296 小时，预计全年 4950 小时，同比降 350 小时左右；随着明年用电需求的恢复，火电机组利用率将有所提升，从我们对用电量增速和火电装机增速的预测倒推 2013 年火电机组利用小时数同比增 3% 左右，可达 5100 小时。

核电自 2011 年初日本核泄漏危机以来，机组利用率有所下滑，但今年已有所恢复，预计全年 7500-7700 小时；未来在不出现核安全事件的情况下，核电有望维持高运转率，全年可达 7700-7800 小时。

综合来看，随着需求的恢复，2013 年全国发电机组利用率同比将有所提升，供需总体保持平衡，预计全年平均利用小时数为 4680 小时。但是也不排除下游行业，特别是重工业用电大幅反弹，用电需求强劲回升的可能性。届时，由于火电新增机组的放缓，水电、风电等非火电源增速虽较快，但利用小时数较低，存量火电机组利用率将超出预期，电力供需矛盾将重现。

图 12: 2005-2013 年发电设备利用小时数及预测



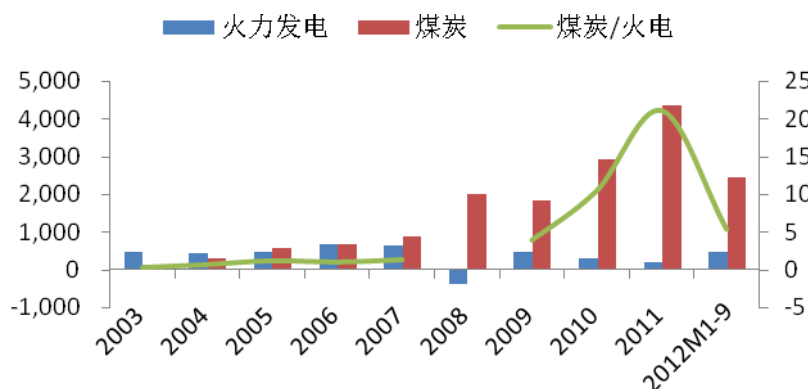
数据来源: 东北证券, Wind

2. 火电行业分析

2.1. 从毛利率走势看煤价是主导行业盈利的主要因素

2005 年以来, 国内煤炭价格的持续上涨, 同时由于电网的垄断地位, 煤、电价格无法实现联动, 火电企业需自行消化 30% 煤价涨幅, 且在煤价上涨过程中合同煤兑现率偏低, 行业盈利能力持续下滑。发改委几次上调上网电价, 但火电企业盈利的改善很快被煤价上涨所吞噬, 至 2011 年底, 煤炭行业利润总额超过火电行业 20 倍以上。

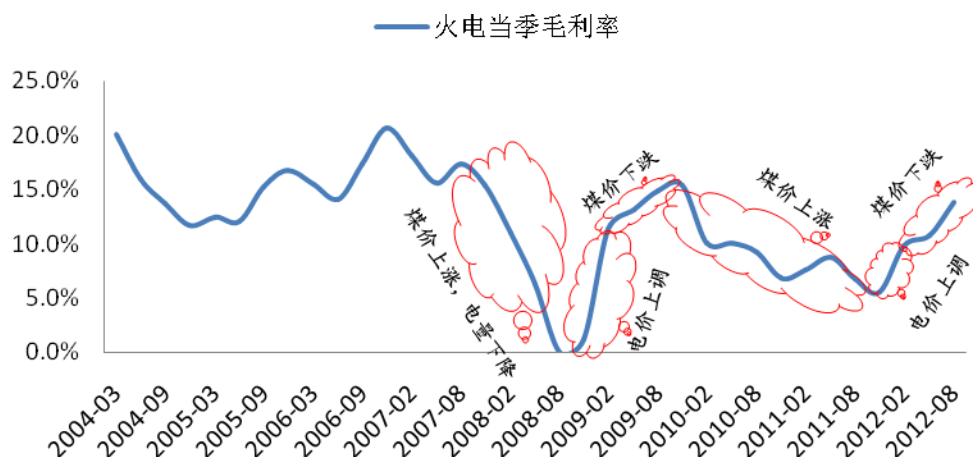
图 13: 2003 年至今火电行业和煤炭行业利润总额比较



数据来源: 东北证券, Wind

2011 年, 为改善火电盈利状况, 发改委两次上调上网电价, 全行业盈利困局得到一定程度缓解。但反观火电行业历史毛利率走势, 电价上调能够在短时间缓解火电行业盈利困难, 但行业盈利能否持续改善, 最终还要看煤价走势。

图 14: 火电当季毛利率历年变化趋势及原因分析



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 动力煤供给充足, 难有趋势性上涨行情

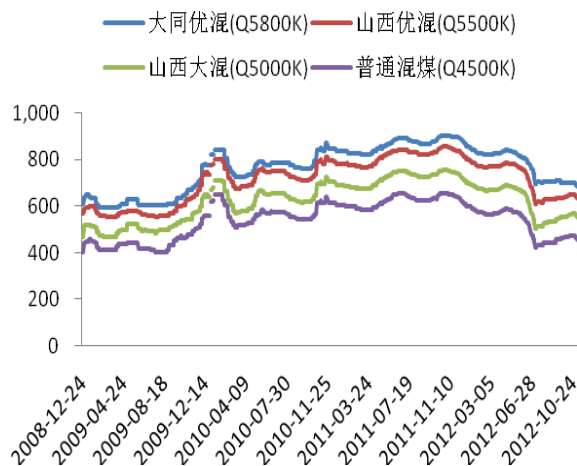
随着经济下行, 国内需求放缓, 以及国际低价煤的压制, 2012 年国内煤炭价格持续下行。截止 11 月中旬, 国际三大动力煤纽卡斯尔 NEWC、理查德 RB 和欧洲 ARA 港动力煤现货价格分别为 86、86 和 91 美元/吨, 较去年同期分别下跌 28、20 和 24 美元/吨; 国内秦皇岛 5500 大卡“山西优混”动力煤价格 635 元/吨, 同比下降 215 元/吨或 25.3%。

图 15: 国际三大动力煤价格走势 (美元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

图 16: 秦皇岛港动力煤价格走势 (元/吨)

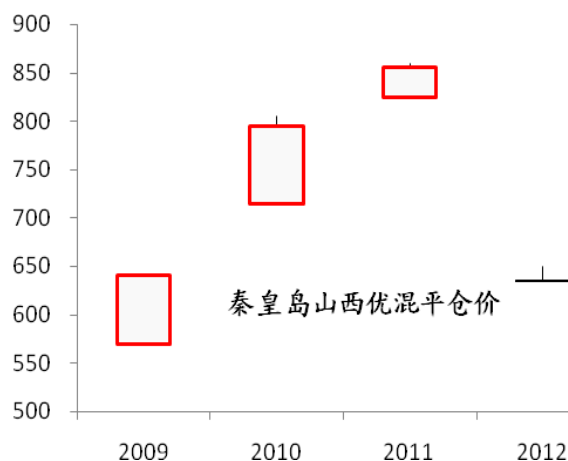


数据来源: 东北证券, Wind

按照煤炭行业的运行规律, 每年 9 月中旬至 11 月上旬, 主要耗煤行业“冬储煤”需求增加, 再加上期间西煤东送的重要通道大秦线秋季检修, 国内煤炭价格均会出现明显的上涨行情, 而今年“冬储煤”行情并未出现, 煤炭行业呈现“旺季不旺”的现象。

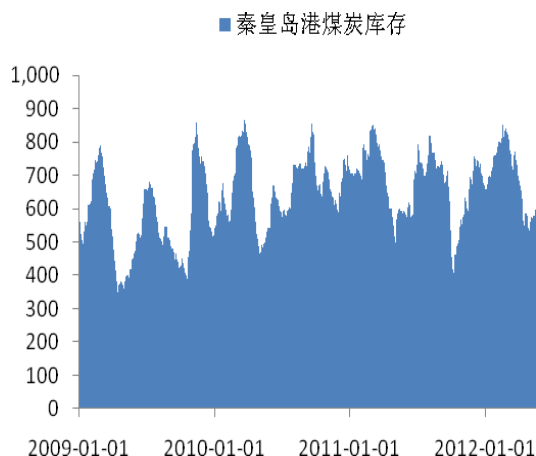
从库存方面看，受大秦线检修影响，秦皇岛港煤炭库存在九、十月份下降明显，但检修结束后迅速反弹；社会煤炭总库存自今年5月以来维持近年来高位；重点电厂10月份电煤库存可用天数达到29天，电厂继续屯煤意愿不足。

图 17: 9月中旬至11月上旬煤价涨幅(元/吨)



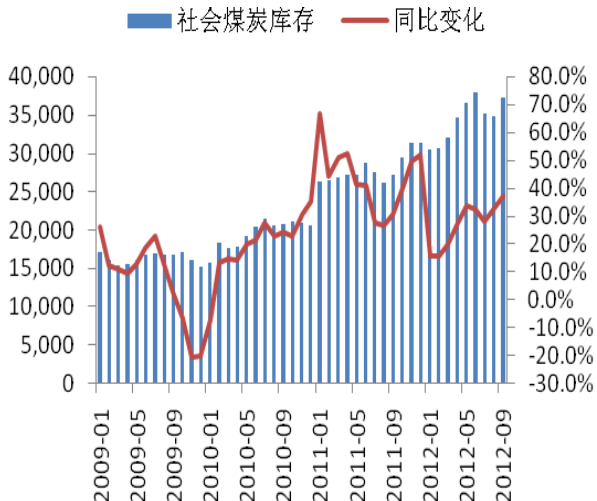
数据来源：东北证券，Wind

图 18: 历年秦皇岛港煤炭库存变化(万吨)



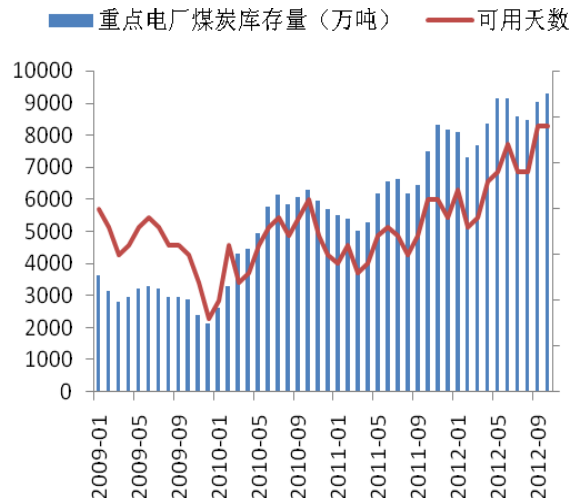
数据来源：东北证券，Wind

图 19: 历年社会煤炭库存变化(万吨)



数据来源：东北证券，Wind

图 20: 重点电厂电煤库存及可用天数

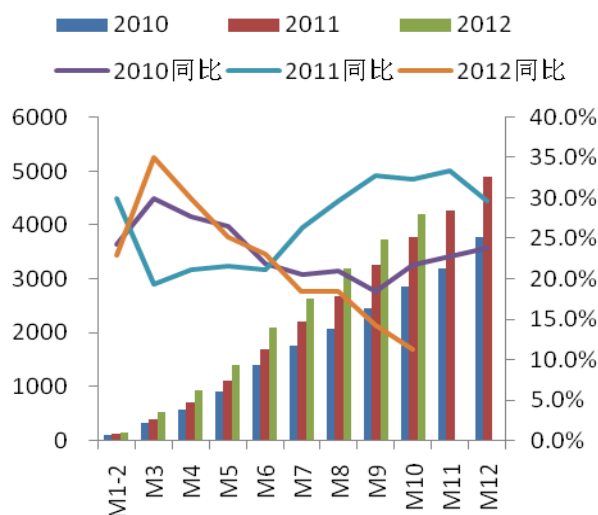


数据来源：东北证券，Sxcoal

从价格和库存两方面看，国内动力煤市场供需关系正在发生着变化，行业产能的释放、需求的减速以及进口低价煤的冲击共同导致库存高企，煤炭价格走势疲软。我们综合判断，国内动力煤价格过去几年趋势性上涨行情已经结束，未来向上和向下的空间都有限。首先，由于过去几年煤炭市场的高景气度，固定资产投资高速增长，2012年来增速虽有所下滑，但仍保持10%以上增长，从行业固定资产投资看，未来产能还将持续释放；同时，国际煤炭市场产能过剩情况也在不断加剧，进口煤对国内煤炭市场的冲击还将持续；此外，随着未来铁路运力的持续提升，沿海发达

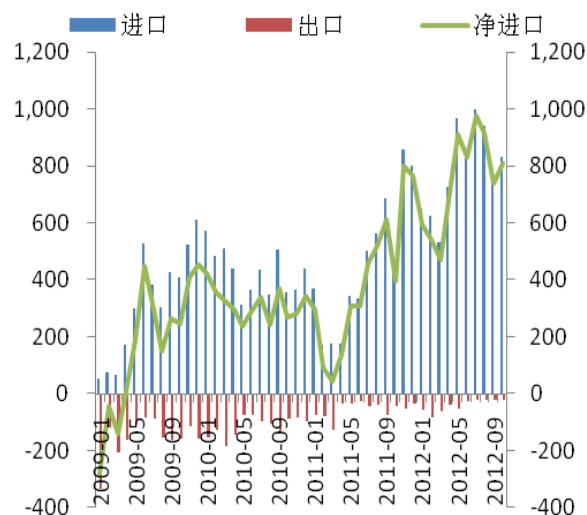
地区煤炭供应偏紧的问题也将得到缓解。受以上几个因素的制约未来动力煤价格难有大涨行情。未来下游行业需求的回暖将对动力煤价格形成一定的支撑，下行空间也不大。

图 21: 2010-2012 年煤炭行业固定资产投资(亿元)



数据来源：东北证券，Wind

图 22: 历年动力煤月度进出口情况(万吨)



数据来源：东北证券，Wind

2.3. 电煤并轨，长期来看煤炭、电力双赢

随着煤炭价格的持续回落，电厂采购市场煤到厂价格逐渐接近重点合同煤价。两者价差的收窄为煤价并轨提供了可能。近期，有关电煤价格并轨的声音越来越强烈，电煤市场化改革的趋势难以逆转。

电煤价格双轨制在特定历史阶段曾为煤炭和电力行业健康发展起到了积极的作用，但目前看带有明显计划经济色彩的“价格双轨制”严重阻碍了煤炭行业的市场化进程，同时电力行业也因此被扣上了“受体制保护”的帽子，电力体制改革无法向前推进。同时由于煤价双轨的存在，在整个煤、电产业链上衍生出复杂的利益链条，产生了众多灰色地带。电力企业为签得价格相对便宜的合同煤合同，上下打点，需要花费不小的人力和财力，其真实成本实际已远高于合同煤价格本身，而其中真正得利的是贸易商、中间商和运输部门。

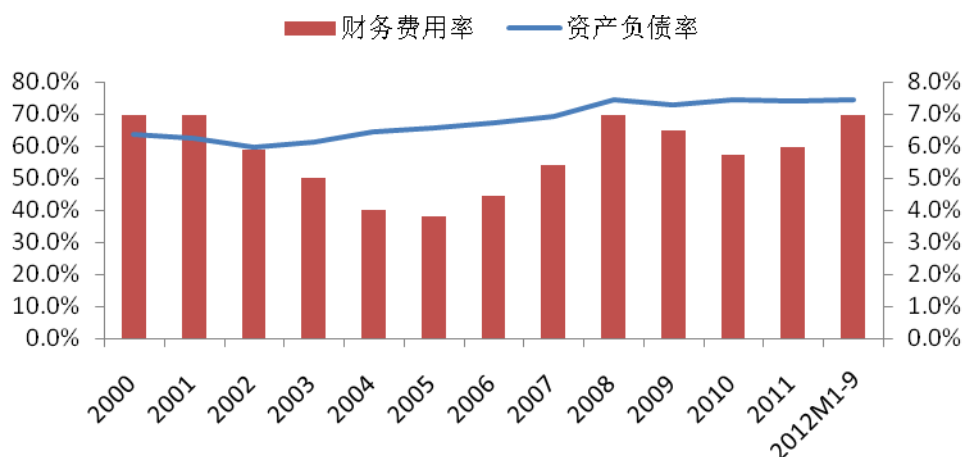
因此，我们认为长期来看电煤价格并轨，对煤炭和电力行业将是一个双赢的局面。对煤炭行业来说，价格并轨有利于推动行业完全市场化，消除产业链条上的灰色地带，这对行业盈利和整体健康发展都是有利的；对电力行业来所，煤价并轨将为电力行业摘掉“受体制保护”的帽子，为电价改革提供重要的前提，同时有利于电企自由选择低价电煤，锁定燃料成本。

2.4. 新一轮降息周期助推行业盈利回升

近年来，随着火电行业利润率的下滑，火电企业资金压力不断增大，行业的资产负

债率不断上升。巨额的财务费用也构成了行业盈利下滑的另一重要因素。

图 23: 火电行业历年资产负债率和财务费用率



数据来源：东北证券，Wind

随着宏观经济持续回落，央行于今年 6 月 8 日和 7 月 5 日分别下调人民币贷款基准利率 0.25 个百分点和 0.31 个百分点，宣告新一轮降息周期的开始。由于电力企业负债结构中，中长期贷款占比较大，行业实际资金成本的降低要滞后于基准利率的下降，我们预计四季度至明年，两次降息对行业财务费用的影响将逐步显现，助推行业在 2013 年盈利的提升。当下宏观经济刚刚企稳，其持续性需要更多货币政策的刺激，预计央行未来继续下调基准利率的概率较大，火电行业将持续受益本轮降息周期带来的财务成本的降低。

2.5. 火电盈利预测

2.5.1. 核心假设

基于以上分析，我们对 2012-2013 年火电行业盈利进行了测算，测算核心假设为：

- 1) 2012-2013 年火电新增装机 4500 万千瓦和 4000 万千瓦，年末分别达到 8.1 亿千瓦和 8.5 亿千瓦；
- 2) 2012-2013 年火电机组平均利用小时数分别为 4950 小时和 5100 小时；
- 3) 2012-2013 年全国火电平均上网电价维持目前 0.43 元/千瓦时的水平；
- 4) 2012-2013 年全国电厂动力煤采购到厂均价（含税）为 730 元和 680 元，折合不含税标煤单价为 753 元和 740 元，电厂平均供电煤耗为 325 克/千瓦时和 322 克/千瓦时；
- 5) 2012-2013 年全国电厂厂用电率平均为 6.19%和 6.15%；增值税适用 17%税率。

2.5.2. 盈利预测与敏感性分析

基于以上假设,根据现阶段煤价、电价和资金成本的实际情况,我们预计 2012 至 2013 年全行业可实现利润总额为 638 亿元和 863 亿元,同比分别增长 209.5%和 35.3%,度电利润分别为 0.018 元和 0.022 元。

表 2: 2008-2013 年火电行业盈利情况及预测

(人民币亿元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
主营业务收入	8267	9480	11027	12717	13294	14468
YOY	4.6%	14.7%	16.3%	15.3%	4.5%	8.8%
主营业务成本	7806	8071	9826	11794	11619	12544
YOY	20.0%	3.4%	21.7%	20.0%	-1.5%	8.0%
毛利率	5.6%	14.9%	10.9%	7.3%	12.6%	13.3%
营业税金及附加	46	59	45	56	67	72
YOY	-9.8%	28.3%	-23.7%	24.4%	20.3%	6.2%
营业费用	17	25	38	13	25	30
YOY	-5.6%	47.1%	52.0%	-65.8%	92.3%	20.0%
管理费用	233	241	310	223	235	260
YOY	2.6%	3.4%	28.6%	-28.1%	5.4%	10.6%
财务费用	584	582	604	757	910	880
YOY	38.1%	-0.3%	3.8%	25.3%	20.2%	-3.3%
利润总额	-267	599	437	206	638	863
YOY	-137.1%	-324.3%	-27.0%	-52.9%	209.5%	35.3%
上网电量(亿千瓦时)	25960	27826	31180	35945	36172	39366
度电利润(元/千瓦时)	-0.010	0.022	0.014	0.006	0.018	0.022

数据来源: 东北证券, Wind

针对未来电煤价格和利用小时数的不确定性,我们还作了以下敏感性分析。以我们对行业 2013 年煤价和利用小时数的预测为基数,在煤价涨 5%、利用小时数涨 5% 的情形下,利润总额下降 26.7%;在煤价降 5%、利用小时数降 5% 的情形下,利润总额升 21.3%。总体来讲,煤价仍然是主导行业盈利的最重要因素。

表 3: 2013 年火电行业盈利对煤价和利用小时数敏感性分析(对利润总额的影响)

利用小时/标煤成本	-5%	-3%	-1%	0%	1%	3%	5%
-5%	21.3%	0.8%	-19.7%	-29.9%	-40.2%	-60.7%	-81.2%
-3%	34.4%	13.5%	-7.5%	-17.9%	-28.4%	-49.3%	-70.3%
-1%	47.4%	26.1%	4.7%	-6.0%	-16.7%	-38.0%	-59.4%
0%	53.9%	32.4%	10.8%	0.0%	-10.8%	-32.4%	-53.9%
1%	60.5%	38.7%	16.9%	6.0%	-4.9%	-26.7%	-48.5%
3%	73.5%	51.3%	29.1%	17.9%	6.8%	-15.4%	-37.6%
5%	86.6%	63.9%	41.2%	29.9%	18.6%	-4.1%	-26.7%

数据来源: 东北证券

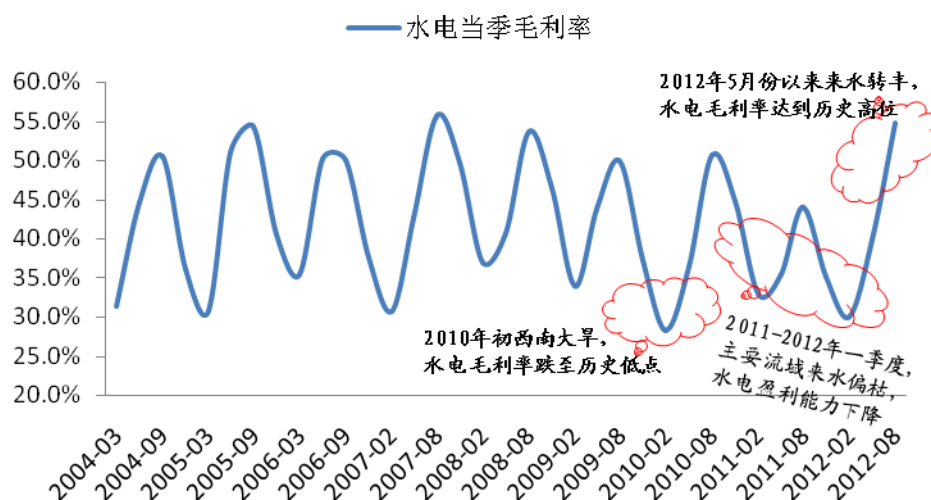
3. 水电行业分析

3.1. 今年来水较丰，水电大发

对水电行业来说，成本结构中固定成本较大，机组运转率对水电企业盈利影响巨大，因而来水好坏是决定水电行业盈利的最关键因素；同时水电行业盈利能力呈现明显的季节周期波动，冬春枯水期和夏秋汛期间毛利率在 30%-55% 之间波动。

2011 年来，受来水偏枯的影响，水电行业盈利能力成下行趋势。至今年一季度，行业整体毛利率降至 30%，接近 2010 年初西南大旱时的盈利水平。

图 24：水电当季毛利率历年变化趋势及原因分析

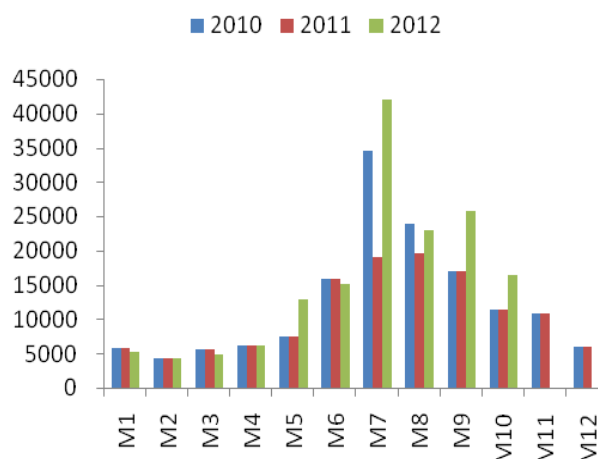


数据来源：东北证券，Wind

不过，自今年 5 月份西南地区进入汛期开始，来水实现了枯丰转换。今年 5-10 月，国家电网内重点电厂水库来水总体偏丰两成以上；平均蓄能值 178 亿千瓦时，同比增加 20 亿千瓦时。从三峡库区水文信息看，今年 5 月份以来三峡入库流量月度均值总体明显高于往年，其中 7 月份平均入库流量达到 42100 亿立方米/秒，同比增 121%。

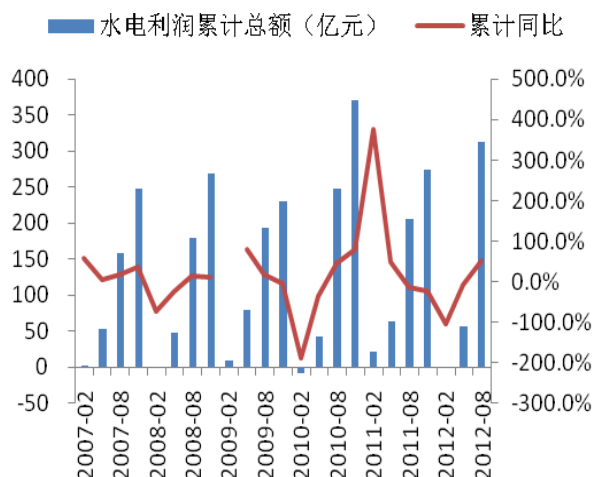
截止 9 月底，全国水电累计发电量 5732 亿千瓦时，同比增 24.3%；行业实现利润总额 376.04 亿，同比增长 61.3%。从几个水电大省发电量来看，前三季度累计发电均实现同比较快增长，其中福建省同比增 80.3%，湖北省增长 24.6%，超越四川，成为水电第一大省。

图 25: 历年三峡入库流量月度均值 (立方米/秒)



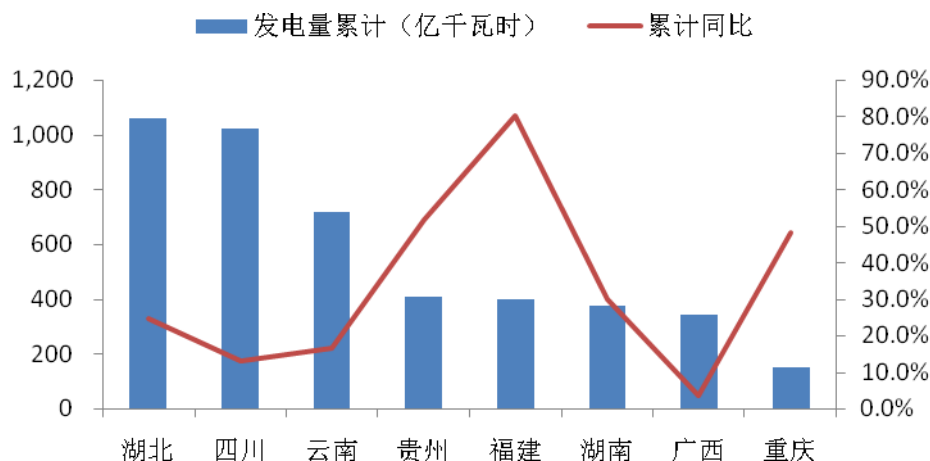
数据来源: 东北证券, Wind

图 26: 水电行业历年累计利润总额及同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 27: 主要水电大省 2012 年前三季度发电量及同比



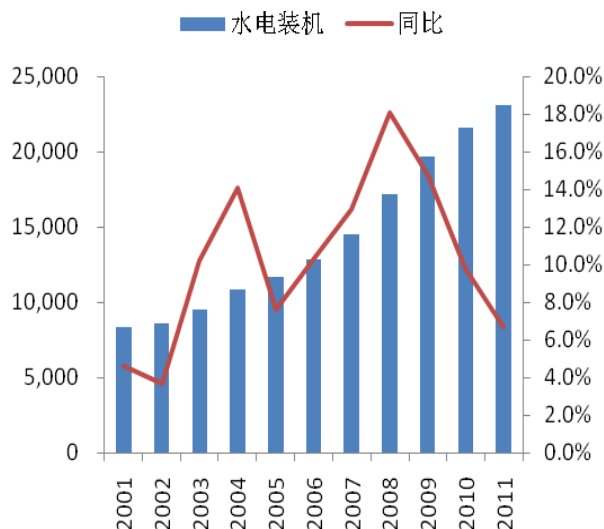
数据来源: 东北证券, Wind

3.2. 水电开发力度增强，在建大中型项目未来集中投产

我国水能资源储量丰富，但一直以来受开发难度、环境影响、移民等因素影响，开发利用相对不足。目前我国水电装机容量为 2.3 亿千瓦，可开发利用的水能资源大概有 4 亿千瓦，尚有不小的开发空间。

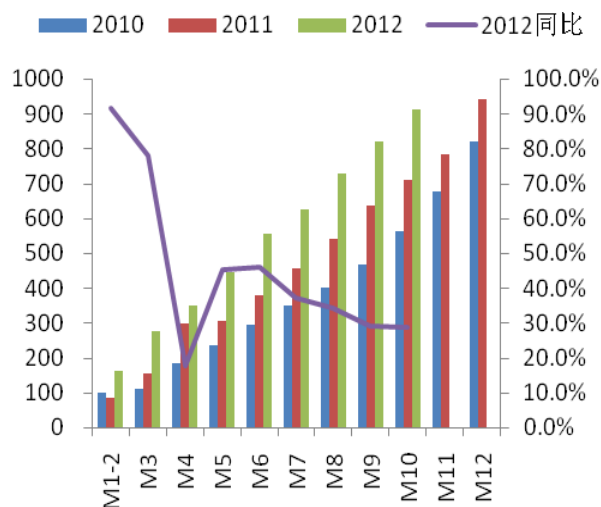
中国电力工业“十二五”规划指出，要优先发展水电。2010 年始，国家能源局表态加大水电的比重，以“十三大”水电基地为依托的新水电项目陆续获发改委核准。今年上半年，发改委新核准大渡河、金沙江流域 6 个大中型水电项目，累计装机容量 880 万千瓦。从行业固定资产投资看，水电开发也有加速的趋势，在电源整体投资下降的背景下，水电投资整体呈上升态势，2012 年前 10 个月累计投资 912 亿，同比增 28.9%。

图 28: 历年水电装机容量及同比增速 (万千瓦)



数据来源: 东北证券, Wind

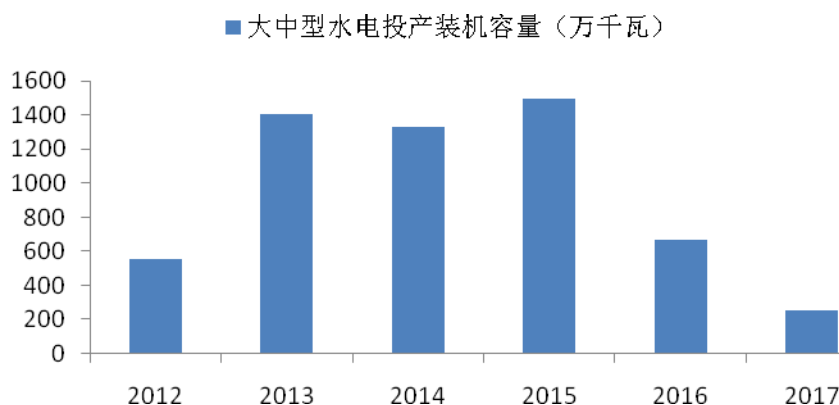
图 29: 2010-2012 年水电固定资产投资 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

根据我们统计, 以雅砻江、金沙江、大渡河等为代表的“十三大”水电基地目前已核准在建的大中型水电项目总装机容量达 5600 万千瓦, 自今年起至 2018 年前将陆续投产, 2013-2014 年进入投产高峰期。

图 30: 在建大中型水电项目 2012-2017 年预计投产装机容量



数据来源: 东北证券, Wind

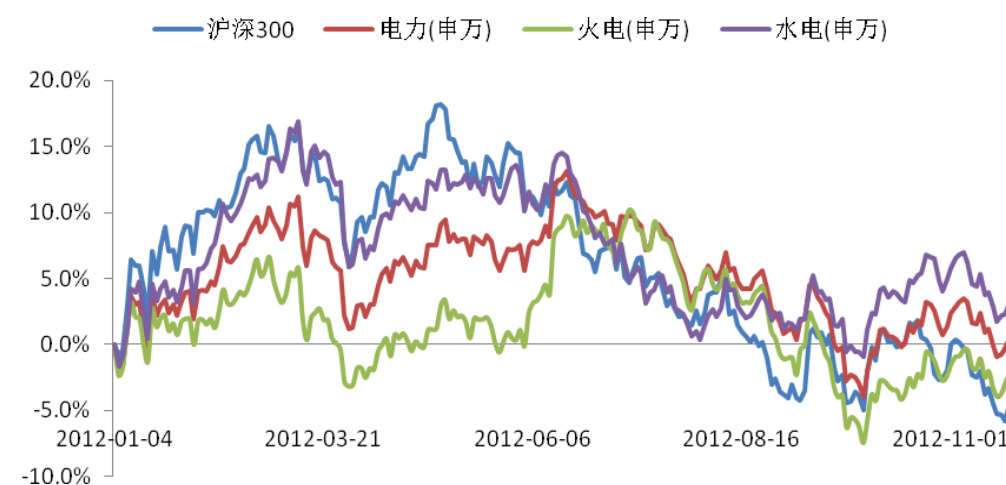
4. 行业投资策略

4.1. 电力行业 2012 年跑赢大盘

2012 年初至今, 受宏观经济景气不振的影响, 沪深股市在 5 月初反弹至高点后持续走弱, 多数行业在业绩增速趋缓的背景下估值整体下行。弱市背景下, 电力板块表现出较好的防御价值, 截止 11 月 22 日, 沪深 300 指数累计跌幅 4.5%, 申万电力板

块累计涨 0.6%，跑赢市场 5.1 个百分点。

图 31: 2012 年电力行业与沪深 300 指数走势



数据来源：东北证券，Wind

4.2. 行业估值与评级

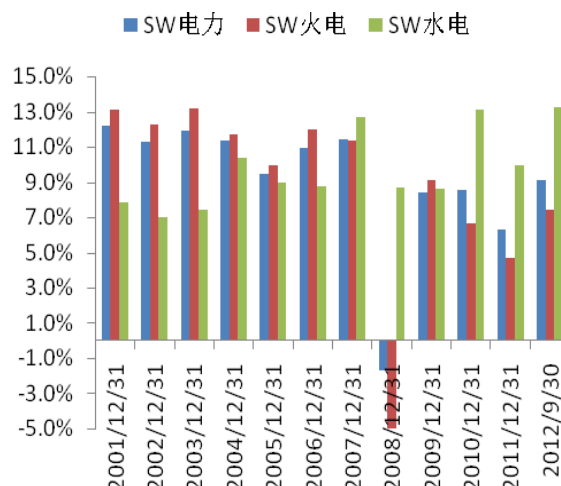
从板块估值来看，申万电力行业目前 PB 为 1.52 倍，其中申万火电 1.46 倍，申万水电 1.6 倍，均已低于 2008 年金融危机时期估值水平，处于历史底部；与所有申万一级行业相比，PB 仅高于黑色金属、交通运输、金融服务和建筑建材等行业，行业间相对估值优势也较明显。

就盈利而言，受去年电价上调、今年煤价回落和来水较丰等利好的刺激，电力行业盈利向好已成既成事实；尽管受宏观经济影响，用定量的下滑一定程度上制约了盈利回升的速度，但行业整体 ROE 水平同比还是有大幅提升。前三季度申万电力行业 ROE 水平由 2011 年全年的 6.3% 提升至 9.1%（年化），其中火电由 4.7% 提高至 7.5%，水电由 9.9% 提升至 13.3%。

图 32: 电力行业历史 PB（整体法）走势



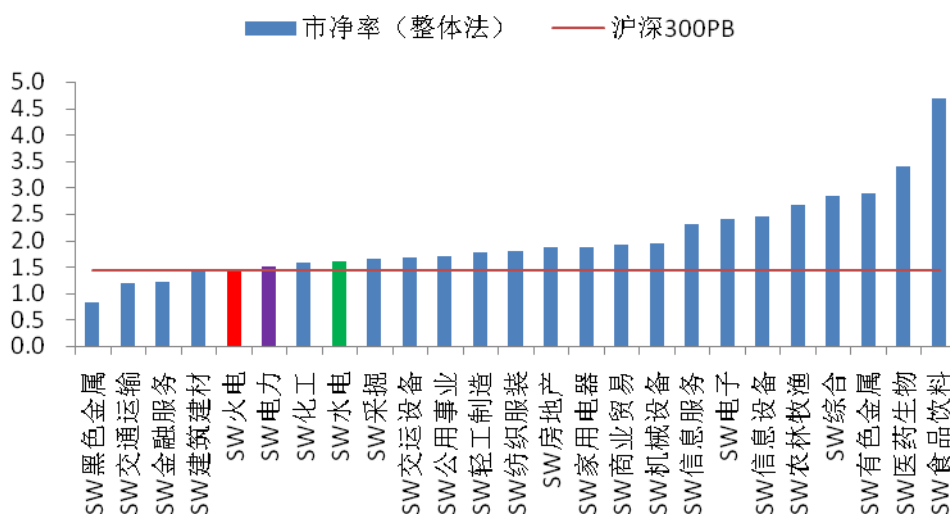
图 33: 电力行业历史 ROE 水平



数据来源：东北证券，Wind

数据来源：东北证券，Wind

图 34：申万各行业市净率比较



数据来源：东北证券，Wind

火电，随着动力煤供求关系的逆转，未来动力煤价格小幅波动的概率较大，考虑到今年上半年煤价尚处高位，行业 2013 年燃料成本同比有望继续降低；从近期的宏观数据和各行业用电数据看，全社会用电量正企稳回升，2013 年火电机组利用率逐渐回升概率较大；同时新增装机的减少也有利于存量机组利用率的提升；此外降息周期中有利于高财务杠杆的火电企业节省财务费用，2013 年火电板块有望迎来盈利继续改善的契机。参照历史业绩和估值，火电板块在燃料成本无明显上涨预期时，平均毛利率 12%-14%，平均 ROE 水平在 9% 左右，板块合理 PB 为 1.6-2.0 倍，对应合理 PE 为 17.8-22.2 倍。

水电，机组特性决定了水电行业的盈利很大程度上依赖来水的好坏。从历史来水情况看，水电行业全年毛利率在 30%-55% 之间波动，ROE 区间为 8%-14%。由于近年来来水情况处在历史高位，2013 年水电来水向历史均值回归的可能性较大，我们取行业 2013 年相对中性的 ROE 为 11%，行业合理 PB 为 1.8-2.2 倍，对应合理 PE 为 16.4-20.0 倍。

综合以上分析，电力板块目前 PB 仅 1.52 倍，安全边际较高，板块合理 PB 大致为 1.7-2.0 倍，在行业 2013 年盈利有望继续改善的情况下，我们看好行业整体估值修复的机会，未来尚存在 10% 至 30% 的空间，我们维持行业整体“优于大势”的评级。

4.3. 行业个股配置策略

基于以上分析，我们建议投资者把握以下几条主线进行个股配置。

前期跌幅较大，估值安全边际高的优质火电公司。受发电量下降的影响及 A 股市场整体走弱的拖累，电力板块（特别是火电板块）今年三季度持续下跌，部分公司股价跌回前期低点，估值下移。我们认为在行业整体盈利向好的情况下，股价的下跌

为相关公司提供了更高的安全边际，建议关注盈利稳定，估值偏低的优质火电公司，典型公司如深圳能源、中能股份等。

今年发电量受水电冲击较大，未来电量弹性大的火电公司。导致今年火电机组利用率偏低的主要因素是用电需求的不振和水电冲击。我们认为，2013 年来水向历史均值回归的概率较大，今年受水电冲击较大地区的火电机组，明年发电量弹性更大。受水电大发、南方电网西电东送的影响，广东省今年火电机组利用率受到冲击较大，建议关注该地区火电龙头粤电力 A。

降息周期中，对资金成本敏感的公司。电力行业是典型的高杠杆行业，资产负债率常年维持在 70%以上，在 A 股所有行业中仅次于建筑建材（金融业无可比性，除外）排名第二，行业财务负担较重。央行年中两次降息对电力行业构成重大利好，但由于电力行业带息负债多为中长期贷款，贷款合同利率调整要滞后于降息时点，从三季报来看，降息对电力行业盈利的推动作用尚未充分体现。我们认为今年两次降息以及未来可以期待的货币政策的调整将在明年成为推动行业盈利继续向上的主要因素之一，建议关注对资金成本敏感的华电国际、国投电力等公司。

4.4. 风险提示

- ✓ 火电电煤成本大幅反弹，超出预期
- ✓ 宏观经济持续低迷，发电量不及预期

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760