

史为鉴，论兴替 ——2013年公用事业投资策略 (中)

公用事业行业首席分析师 陆凤鸣

SAC执业证书编号: S0850511010021

2013.01.04

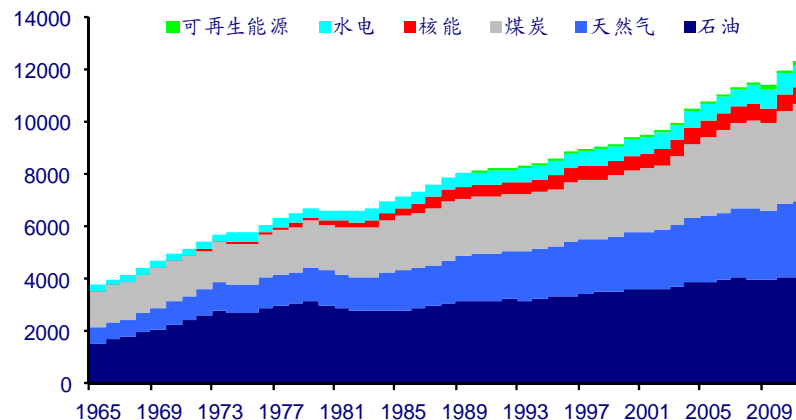
电力能源部分

- 长期能源趋势：多元化、去煤炭化
- 中期能源趋势：沿海地区将最先感受到能源结构变化
 - 沿海经济发展进入后工业阶段，能源需求增速放缓
 - 新增能源需求将主要以水电、核电、气电等形式来满足
 - 海外能源的冲击影响更趋明显
- 13年情况：火电盈利改善趋势仍将延续，水电投产规模快速扩张
 - 假设经济稳中缓升，GDP增长7-8%，则对应电力需求小幅增长6-7%（12年电力需求预计增长5.5%）
 - 根据目前的在建规模，预计13年新增电力装机容量同比增长6-7%，火电利用小时预计与12年持平或略增（12年预计在5000小时）
 - 以上市火电为例，当前盈利仅回复到2007年以来中下水平。以当前的煤电联动基准来看，沿海、内陆电厂的盈利分化格局将延续
- 个股选择
 - 自上而下：关注沿海及部分内陆火电，如华能国际、粤电力、宝新能源、内蒙华电、皖能电力等；关注水电分红及规模增长，如长江电力、国投电力、川投能源等
 - 自下而上：关于增发及解禁相关，如内蒙华电、ST漳电、桂冠电力等

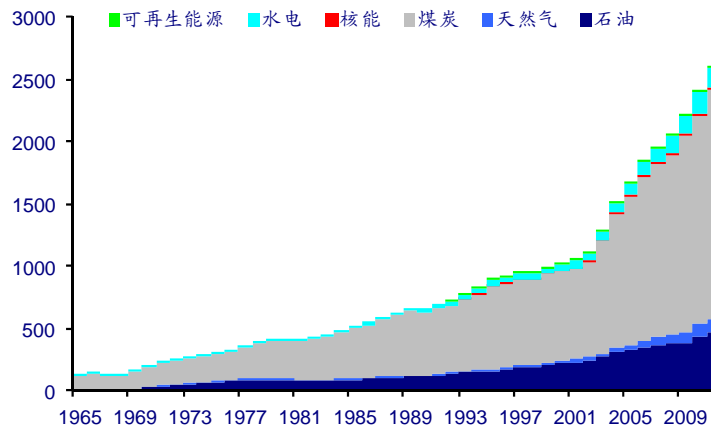
长期能源趋势：多元化、去煤炭化

- 我们在前文中也写到：
 - 经济发达国家的历史发展经验显示，出于对自身能源安全的考虑，能源需求的“多元化”趋势明显
 - 而当前我国对于煤炭一次能源的依赖度过高
 - 2011年我国煤炭消费量为1839百万吨油当量，占国内一次能源消费比重为70%；而同期，全球煤炭占一次能源消费比重为30%

图、全球一次能源结构比重变化
(1965-2011年, 百万吨油当量)



图、中国一次能源结构比重变化
(1965-2011年, 百万吨油当量)



资料来源：BP

中期能源趋势：沿海地区最敏感

- 沿海地区有望最先感受能源结构变化

- 需求方面：

- 沿海地区中，上海已经进入后工业化，山东、江苏、浙江、广东已经进入工业化后期
- 经济发达地区能源需求增速放缓，低于全国

- 供给方面：

- 跨区域的水电特高压输送、及核电投产，将使未来3年上海、浙江、广东等当地火电发电量增速低于5%、甚至负增长
- 受国内外煤炭价格差影响，2012年前11个月我国煤炭进口量2.45亿吨，同比增长32%

沿海经济发达地区陆续进入工业化后期

表、沿海地区2011年所处经济发展阶段（按地区从北到南排序）

	人均GDP (2009年美元)	产业占GDP比例			就业占比			城镇化率	所处经济发展阶段
		第一产业	第二产业	第三产业	第一产业	第二产业	第三产业		
山东	6930	8.80	52.90	38.30	34%	34%	32%	50.95	工业化后期
江苏	9120	6.20	51.30	42.40	22%	42%	36%	61.9	工业化后期
上海	12088	0.70	41.30	58.00	3%	40%	56%	89.3	后工业化
浙江	8675	4.90	51.20	43.90	15%	51%	35%	62.3	工业化后期
安徽	3757	13.20	54.30	32.50	39%	25%	36%	44.8	工业化中期
福建	6937	9.20	51.60	39.20	26%	38%	36%	58.1	工业化后期
江西	3829	11.90	54.60	33.50	34%	30%	35%	45.7	工业化中期
广东	7439	5.00	49.70	45.30	24%	42%	34%	66.5	工业化后期

表、钱纳里工业化分析模型

衡量指标	前工业化	工业化实现			后工业化	我国 (2012E)
		工业化初期	工业化中期	工业化后期		
人均GDP (2009年美元)	451~1263	1263~2526	2526~5052	5052~9473	9473~22736	5512
三次产业结构	农业大于工业	农业大于20% 农业小于工业	农业小于20% 工业大于第三产业	农业小于10% 工业大于第三产业	农业小于10% 第三产业大于工业	农业5%, 工业52%, 第三产业43%
就业结构	农业人口大于60%	农业人口占45-60%	农业人口占30-45%	农业人口占10-30%	农业人口小于10%	农业35%, 第二产业29%, 第三产业36%
城市化水平	小于30%	30 - 50%	50 - 60%	60 - 75%	超过75%	52.07%

数据来源：钱纳里《工业化和经济增长的比较研究》，国家统计局

沿海经济发达地区能源需求增速明显放缓

- 与全国总体相比,沿海经济发达地区无论是经济增速、还是能源需求增速都明显放缓。典型的地区如:
 - 全国,2012年前3季度GDP增长7.7%,同期用电量增长4.83%。10、11月用电量同比增速分别为6.10%、7.58%。
 - 上海,2012年前3季度GDP增长7.4%,同期用电量增长0.8%。10、11月用电量同比增速分别为0.7%、2.3%。
 - 广东,2012年前3季度GDP增长7.9%,同期用电量增长5.1%。10、11月用电量同比增速分别为5.3%、2.5%。

表、全国、及沿海经济发达地区经济及能源需求增速变化

	GDP增速 (%)						用电量增速 (%)						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012年前9月	2008	2009	2010	2011	2012年前9月	Oct-12	Nov-12
全国	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	5.23	5.96	15.08	11.74	4.83	6.10	7.58
山东	14.3	12.0	12.2	12.3	10.9	9.7	4.7	7.6	12.5	10.4	3.7	3.8	7.7
江苏	14.9	12.7	12.4	12.7	11.0	10.1	5.4	5.5	17.2	10.9	6.2	6.1	9.6
上海	14.3	9.7	8.2	10.3	8.2	7.4	6.0	0.2	13.2	3.2	0.8	0.7	2.3
浙江	14.7	10.1	8.9	11.9	9.0	7.7	5.8	6.5	14.2	10.5	1.9	2.2	7.8
安徽	13.9	12.7	12.9	14.6	13.5	12.0	11.0	10.5	13.4	13.0	10.9	10.8	15.4
福建	15.2	17.0	12.3	13.9	12.3	11.4	7.5	5.6	16.0	15.1	3.6	3.8	7.2
江西	13.0	13.2	13.1	14.0	12.5	10.6	6.5	11.5	14.8	18.3	2.3	2.7	8.6
广东	14.7	10.4	9.7	12.4	10.0	7.9	3.6	2.7	12.8	8.4	5.1	5.3	2.5

数据来源: wind, 中电联

沿海地区非煤炭能源供给增加

- 新增能源需求将主要以水电、核电、气电等形式来满足
 - 据电力工业“十二五”规划,计划新投产水电约8000万千瓦、核电约3000万千瓦。其中,2013-2015年是投产高峰期,且沿海是主要消纳地区。

表、部分重点西南水电特高压外输项目

水电站	装机结构 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	投产进度				特高压走向	外输容量 (万千瓦)
			2012E	2013E	2014E	2015E		
合计		3325	415	1515	1275	120		2980
向家坝水电站	8x80	640	160	320	160		向家坝-上海800千伏	640
锦屏二级	8x60	480	60	180	180	60	锦屏-苏南800千伏	720
锦屏一级	6x60	360		120	180	60		
溪洛渡水电站	18x70	1260		700	560		溪洛渡-浙西800千伏	800
							溪洛渡-广东500千伏	320
糯扎渡水电站	9x65	585	195	195	195		糯扎渡-广东800千伏	500

表、部分重点在建核电站装机规模及其投产时间(以核准时间排序)

批准时间	项目名称	所在地区	机组结构(万千瓦)	装机容量(万千瓦)	预计投产时间
合计				2196	
2008/12/3	福建福清核电一期工程	福建	2x100	200	2013~2014年
2009/2/25	广东阳江核电工程	广东	6x100	600	2013~2017年
2009/2/25	浙江秦山核电厂扩建项目	浙江	2x100	200	2013~2014年
2009/4/28	浙江三门核电一期工程	浙江	2x125	250	2013~2014年
2009/10/26	山东海阳核电一期工程	山东	2x125	250	2014~2015年
2010/1/4	广东台山核电厂一期工程	广东	2x175	350	2014年
2010/4/30	海南昌江核电项目	海南	2x65	130	2015年
2010/12/31	福建福清3、4号工程项目	福建	2x108	216	2015~2016年

数据来源:能源局、海通研究所

沪、浙、粤本地火电受非煤能源供给冲击较大

● 各地区测算

— 沿海地区的电力需求

- 根据2011、12年用电增速，估计13-14年的新增用电需求量（假设略低于2011年的水平）

● 各地区测算

— 沿海地区的电力供给

- 假设现有供应格局不变，仅考虑新增省外的特高压容量、新增核电站容量，测算对本地火电负荷的影响

表、沿海地区用电增速、及区域内火电发电量增速预测（2013-2015年）

		2011年前 11个月	2012年 前11个月	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	备注
上海	总用电量同比	3%	1%	3%	1%	3%	3%	3%	
	火电发电量同比	7%	-6%	8%	-10%	-11%	-8%	1%	向家坝水电特高压送上海
浙江	总用电量同比	11%	3%	11%	3%	9%	9%	9%	
	火电发电量同比	12%	-5%	12%	-11%	2%	4%	4%	秦山三门核电、溪洛渡水电特高压送浙西
广东	总用电量同比	8%	5%	8%	5%	7%	7%	7%	
	火电发电量同比	19%	-3%	22%	-10%	5%	1%	-2%	台山阳江核电、糯扎渡溪洛渡水电送广东
江苏	总用电量同比	11%	6%	11%	7%	10%	10%	10%	
	火电发电量同比	12%	3%	13%	8%	6%	6%	10%	锦屏一、二级特高压送苏南
山东	总用电量同比	11%	3%	11%	3%	9%	9%	9%	
	火电发电量同比	4%	-3%	2%	-1%	10%	7%	8%	海阳核电投产
福建	总用电量同比	16%	4%	15%	4%	13%	13%	13%	
	火电发电量同比	48%	-12%	42%	-12%	12%	13%	12%	宁德、福清核电投产

数据来源：海通证券研究所

上海地区（电量单位：亿度，装机容量单位：万千瓦，同比增速单位：%，机组利用小时单位：小时）

				2010年前 11个月	2011年前 11个月	2012年前 11个月	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
省内	用电量			1185	1222	1232	1290	1337	1350	1391	1433	1476
	同比增速			13.49	3.14	0.82	13.16	3.17	1	3	3	3
合计	供电量			1136	1167	1306	1306	1344	1458	1502	1547	1594
	损耗率			-4.14%	-4.50%	6.01%	1.24%	0.52%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
省内	供电量	合计		798	861	798	944	1021	928	828	765	776
	现有	其他	供电量	10	14	4	2	4	10	10	10	10
		火电	供电量	788	847	794	942	1017	918	818	755	766
			装机容量	1899	1926	1984	1843	1928	1984	1984	1984	1984
			利用小时	4404	4498	4041	4829	4960	4353	3878	3579	3629
省外	供电量	合计		338	306	508	362	323	530	674	782	818
	现有	供电量		338	306	508	362	323	530	530	530	530
		上海输出	合计	47	57	92	47	59	98	98	98	98
		输入上海	合计	385	363	600	409	382	628	628	628	628
			江苏	114	93	80	124	102	88			
			浙江	11	9	147	12	9	147			
			湖北	202	204	238	211	214	252			
			四川	58	57	135	62	57	141			
	新增	供电量								144	252	288
	水电	装机容量								320	560	640
		利用小时								4500	4500	4500

资料来源：中电联，能源局，海通证券研究所

浙江地区 (电量单位: 亿度, 装机规模单位: 万千瓦, 同比增速单位: %, 机组利用小时单位: 小时)

				2010年前 11个月	2011年前 11个月	2012年前 11个月	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
省内	用电量			2574	2846	2921	2825	3117	3211	3499	3814	4158
	同比增速			15.24	10.56	2.64	14.23	10.50	3	9	9	9
合计	供电量			2507	2781	2795	2821	3122	3029	3301	3598	3922
	耗损率			-2.60%	-2.27%	-4.31%	-0.16%	0.16%	-6%	-6%	-6%	-6%
省内	供电量	合计		2270	2475	2460	2567	2791	2669	2784	2955	3202
	现有	其他		236	273	345	261	292	376	376	376	376
		火电	供电量	1881	2109	2000	2082	2342	2082	2114	2199	2278
			装机规模	4015	4289	4392	4360	4620	4557	4557	4557	4557
			利用小时	4724	5192	4764	5203	5706	5141	5221	5431	5625
		水电	供电量	153.2	94	115.70	223.52	156.65	211	211	211	211
			装机规模	767	771	774.61	969	974	977	977	977	977
			利用小时	2047	1385	1913	2120	1487	2000	2000	2000	2000
	新增	核电	供电量							83	169	338
			装机规模							110	225	450
			利用小时							7500	7500	7500
省外	供电量		合计	237	306	336	253	331	360	517	643	720
	现有		供电量	237	306	336	253	331	360	360	360	360
		浙江输出	合计	17	13	16	19	13	17	17	17	17
		输入浙江	合计	254	319	352	272	344	377	377	377	377
			上海	26	35	61	26	37	64			
			江苏	30	30	41	33	33	44			
			安徽	163	197	210	177	213	227			
			福建	34	57	40	36	61	41			
	新增	供电量								158	284	360
	水电	装机规模								350	630	800
		利用小时								4500	4500	4500

资料来源: 中电联, 能源局, 海通证券研究所

广东地区 (电量单位: 亿度, 装机规模单位: 万千瓦, 同比增速单位: %, 机组利用小时单位: 小时)

			2010年前 11个月	2011年前 11个月	2012年前 11个月	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	
省内	用电量		3735	4037	4245	4060	4399	4619	4942	5288	5658	
	同比增速		13.26	8.38	5.03	12.78	8.35	5	7	7	7	
合计	供电量		3670	3926	4275	4066	4403	4527	4843	5182	5545	
	损耗率		-1.74%	-2.74%	0.71%	0.15%	0.10%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	
省内	供电量	合计	2835	3263	3294	3162	3713	3474	3679	3905	4124	
	现有	其他	362	413	480	366	444	524	524	524	524	
		火电	供电量	2278	2710	2624	2514	3062	2750	2879	2899	2837
			装机规模	5119	5541	5799	5293	5639	5799	5859	5859	5859
			利用小时	4702	5110	4623	4967	5764	5034	5216	5253	5140
		水电	供电量	195	140	190	282	207	201	201	201	201
			装机规模	1217	1295	1355	1217	1295	1355			
			利用小时	2077	1628	1584	2237	1926	1674			
	新增	核电	供电量						75	281	563	
			装机规模						100	375	750	
			利用小时						7500	7500	7500	
省外	供电量	合计	835	663	981	904	690	1052	1165	1277	1421	
	现有	供电量	835	663	981	904	690	1052	1052	1052	1052	
		广东输出	合计	134	199	159	139	218	169	169	169	
		输入广东	合计	969	862	1140	1043	908	1221	1221	1221	
			湖北	163	135	150	174	148	157			
			湖南	99	97	97	108	102	103			
			广西	78	67	101	83	68	109			
			海南	2	0	0	2	0	0			
			贵州	333	254	411	355	267	439			
			云南	294	309	381	321	323	413			
	新增	供电量							113	225	369	
	水电	装机规模							250	500	820	
		利用小时							4500	4500	4500	

江苏地区（电量单位：亿度，装机规模单位：万千瓦，同比增速单位：%，机组利用小时单位：小时）

				2010年前 11个月	2011年前 11个月	2012年前 11个月	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
省内	用电量			3515	3912	4162	3856	4286	4586	5022	5499	6021
	同比增速			17.47	11.28	6.41	17.20	10.91	7	9.5	9.5	9.5
合计	供电量			3395	3740	3957	3858	4272	4728	5124	5554	6021
	耗损率			-3.5%	-4.6%	-5.2%	0.1%	-0.3%	3%	2%	1%	0%
省内	供电量	合计		3059	3426	3577	3499	3935	4300	4561	4829	5296
	现有	其他	供电量	175	183	228	180	187	249	249	249	249
		火电	供电量	2882	3241	3339	3305	3735	4038	4299	4567	5034
			装机规模	5913	6234	6993	5998	6379	7066	7066	7066	7066
			利用小时	4752	4518	4535	5178	4953	4834	5146	5467	6026
		水电	供电量	3	2	10	14	12	13	13	13	13
			装机规模	110	110	110	114	114	114	114	114	114
			利用小时	1066	968	914	1160	1050	1100	1100	1100	1100
省外	供电量	合计		336	315	380	359	337	428	563	725	725
	现有	供电量		336	315	380	359	337	401	401	401	401
		江苏输出	合计	154	146	141	167	161	154			
		输入江苏	合计	490	461	521	526	497	555			
			山西	149	147	156	162	159	165			
			上海	21	20	32	21	21	34			
			浙江	4	3	1	4	3	1			
			安徽	185	201	197	201	217	213			
			湖北	132	90	99	138	97	101			
			四川	0	0	38	0	0	42			
	新增	供电量							27	162	324	324
	水电	装机规模							60	360	720	720
		利用小时							4500	4500	4500	4500

资料来源：中电联，能源局，海通证券研究所

山东地区（电量单位：亿度，装机规模单位：万千瓦，同比
 增速单位：% ，机组利用小时单位：小时）

				2010年前 11个月	2011年前 11个月	2012年前 11个月	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
省内	用电量			3012	3320	3456	3300	3640	3749	4087	4454	4855
	同比增速 (%)			15.24	10.56	2.64	14.23	10.50	3	9	9	9
合计	供电量			2791	3121	3169	3106	3434	3537	3855	4202	4580
	耗损率			-7.9%	-6.4%	-9.1%	-6.3%	-6.0%	-6%	-6%	-6%	-6%
省内	供电量	合计		2784	2889	2922	3091	3181	3279	3598	3945	4323
	现有	其他	供电量	31	35	144	21	42	157	157	157	157
		火电	供电量	2751	2852	2777	3064	3138	3121	3440	3693	3977
			装机规模	5944	6469	6625	6002	6492	6637	6637	6637	6637
			利用小时	4752	4518	4535	5178	4953	4819	5310	5701	6140
		水电	供电量	2	2	1	6	1	1	1	1	1
			装机规模	101	101	101	107	107	107	107	107	107
			利用小时	3211	2871	3351	3429	3028	3471	3471	3471	3471
	新增	核电	供电量							0	94	188
			装机规模							0	125	250
			利用小时								7500	7500
省外	供电量	合计		7	232	247	15	253	258	258	258	258
	现有	供电量		7	232	247	15	253	258	258	258	258
		山东输出	合计	0.44								
		输入山东	合计	8	232	247	15	253	258			
		宁夏		8	232	247	15	253	258			

资料来源：中电联，能源局，海通证券研究所

福建地区 (电量单位: 亿度, 装机规模单位: 万千瓦, 同比增速单位: %, 机组利用小时单位: 小时)

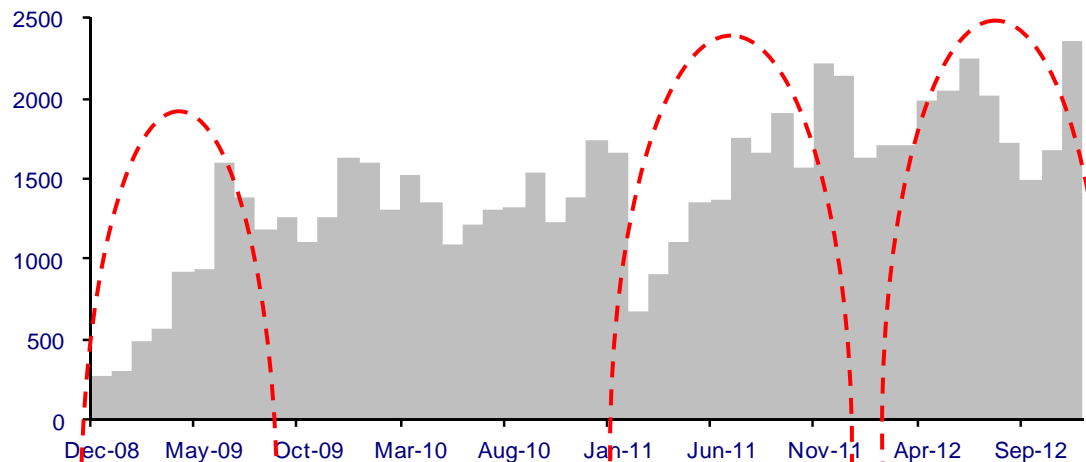
				2010年前 11个月	2011年前 11个月	2012年前 11个月	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
省内	用电量			1205	1393	1449.94	1316	1513	1574	1778	2009	2270
	同比增速 (%)			16.25	15.63	4.06	16.05	15.05	4	13	13	13
合计	供电量			1205	1393	1450	1327	1521	1574	1778	2009	2270
	耗损率			0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.6%	0%	0%	0%	0%
省内	供电量	合计		1238	1450	1489	1360	1578	1613	1817	2048	2310
	现有	其他	供电量	11	19	25	13	22	27	27	27	27
		火电	供电量	790	1167	1022	893	1267	1116	1245	1401	1576
			装机规模	2240	2436	2618	2245	2441	2620	2620	2620	2620
			利用小时	3802	4845	3968	4352	5295	4343	4847	5455	6133
		水电	供电量	437	265	442	455	289	470	470	470	470
			装机规模	762	764	762	1111	1125	1125	1125	1125	1125
			利用小时	3949	2306	3882	4079	2505	4082	4082	4082	4082
	新增	核电	供电量							75	150	237
			装机规模							100	200	316
			利用小时							7500	7500	7500
省外	供电量	合计		-33	-57	-39	-33	-57	-39	-39	-39	-39
	现有	供电量		-33	-57	-39	-33	-57	-39	-39	-39	-39
		福建输出	合计	34.47	56.88	40	34.5	56.9	40			
		输入福建	合计	1.71	0.25	1.19	1.71	0.25	1			
			浙江	1.71	0.25	1	1.7	0.3	1			

资料来源: 中电联, 能源局, 海通证券研究所

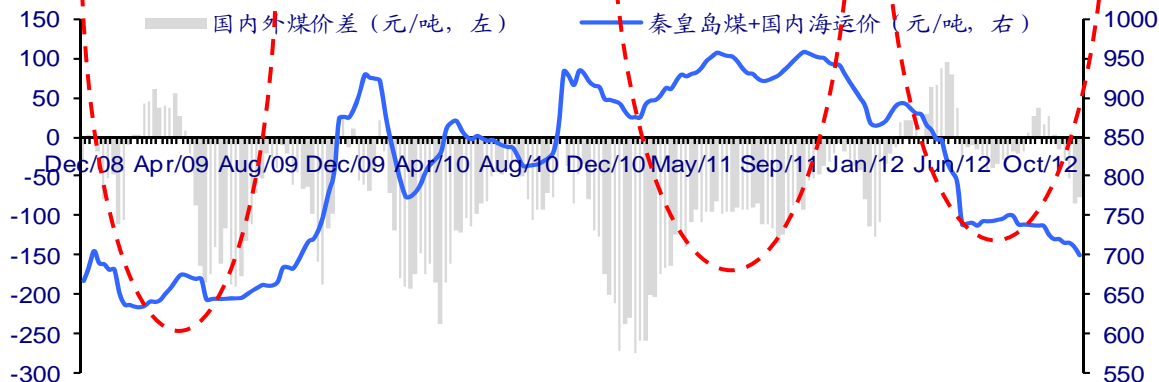
进口煤炭供应持续增加

- 由于过去几年我国煤炭价格持续高企,进口煤炭量持续增加。
 - 2008年以来,国内外煤炭价格差最大出现在2012年6月。当时国内煤价高于国外煤价约96元/吨,促使当月我国进口煤量达到2253万吨,创历史最高;
 - 而在2011年2月,当时国内煤价低于国际煤价274元/吨,当月煤炭进口量仅为676万吨;
- 受今年国内外煤价波动影响,2012年前11个月我国煤炭进口量2.45亿吨,同比增长32%
- 随着国际贸易更趋成熟,价格差驱使下的国际煤炭对国内冲击将长期存在

图、我国进口煤炭量变化(万吨,2008/12-2012/11)



图、进口煤和国产煤价格比较(含运费,元/吨,2008/12-2012/12)



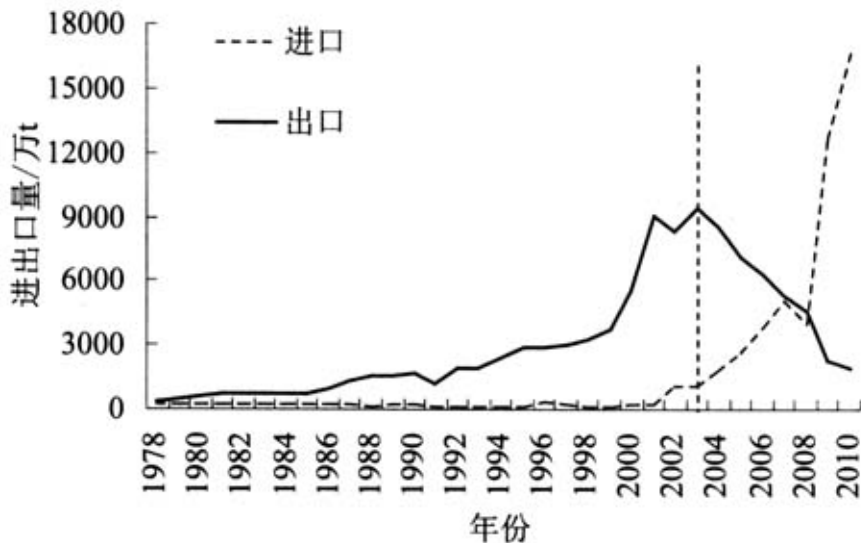
资料来源: wind, 国内外煤价差为国内含运费煤价, 减去国际含运费煤价, 此处以广州港为例

进口煤对国内冲击日益显现

• 2004年以来,进口煤对国内市场的冲击影响持续扩大

- 数据显示,2011年我国电厂发电供热合计耗煤量大约在19.5亿吨(占当年总煤炭消费量的57%),同期我国煤炭进口量为1.8亿吨,进口量占电煤使用比重仅为9%;

图、我国煤炭进出口变化趋势(1978-2010)



注:中国出口信用保险公司《2012年中国煤炭供需状况及价格走势判断》

- 2012年预计国内煤炭产量达到37-38亿吨(上半年为19亿吨),而目前全社会煤炭库存在3亿吨左右。由此推测,2012年国内煤炭消费量在34-35亿吨。

- 同时,2012年前11个月国内火电累计发电量同比仅持平,累计供热耗煤1.5亿吨、同比增5%。考虑到火电厂单位煤耗下降,由此推测,2012年我国电厂发电供热合计耗煤量在19-20亿吨,占全国煤炭消费量比重为56%。

- 而2012年前11个月进口煤炭数量就已经达到2.45亿吨以上,月进口量至少在0.2亿吨,则预计2012年进口煤总量在2.65亿吨,占同期电煤消费比重升至13.6%

沿海地区受进口煤冲击更为明显

- 尤其是在沿海地区,从下表中可以看到,进入**12年**之后,进口煤炭占当地电煤消耗量比重有明显跃升。
 - 其中,广东、福建等地比例超过**30%**以上;
 - 山东、上海、浙江也接近**20%**比重。
 - 上述比例与上市公司(粤电力、华能国际)等进口煤炭采购量比重也较吻合。

表、沿海各省市进口煤炭占电煤消费量比重(亿吨)

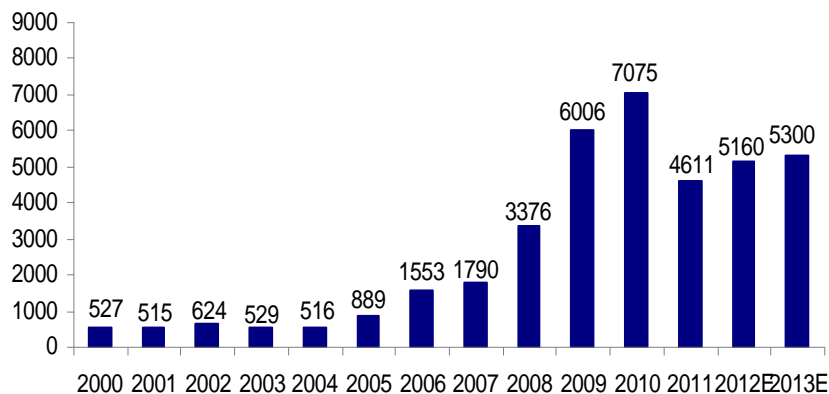
地区	煤炭使用量	其中,电煤消耗量			进口煤炭量			进口煤/电煤消耗量比例		
	2010	2010年前11月	2011年前11月	2012年前10月	2010	2011	2012年前10月	2010	2011	2012年前10月
全国	31.22	16.07	17.74	13.42	1.66	1.83	1.83	9.48%	9.47%	13.60%
山东	3.73	1.25	1.24	1.15	0.20	0.17	0.21	14.54%	12.43%	18.28%
江苏	2.31	1.24	1.35	1.25	0.10	0.11	0.16	7.12%	7.68%	12.42%
上海	0.59	0.29	0.31	0.25	0.04	0.04	0.05	13.04%	11.78%	19.99%
浙江	1.40	0.72	0.80	0.68	0.12	0.16	0.13	15.69%	17.98%	18.91%
福建	0.70	0.52	0.60	0.42	0.19	0.24	0.17	33.94%	36.50%	41.75%
广东	1.60	0.90	1.08	0.94	0.28	0.32	0.30	28.85%	26.99%	32.12%

资料来源: wind, 中电联(福建为估算值)

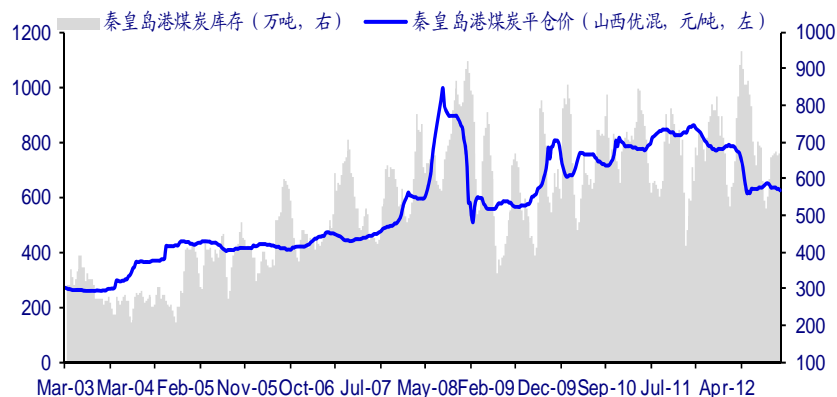
我国煤炭供需

- 未来3-5年,我国煤炭供需总体将处于宽松
 - 根据公开统计数据,全国在建煤炭产能预计在**13-14亿吨**(2012年全年产量约**37-38亿吨**),将陆续在2013年-2016年投产
 - 从影响煤炭有效供给的运力因素来看,**14年开始将会有新的煤炭运输通道投运、有效供给释放显著**;而13年随着“路网效应”逐步显现,若经济增速与12年持平,则总体铁路运力仍将相对宽松
 - 而从电煤需求来看,如前所述,在“去煤炭化”的过程中,我国总体煤炭需求增速放缓趋势已经非常明确

图、全国铁路基建投资(亿元,2002-2011,2012-2013E)



表、秦皇岛港电煤库存及平仓价格变化(2003-2012)



资料来源: wind, 海通证券研究所

2013年展望

表、预计13年电力需求增长6%-7%

- 经济稳中缓升、电力需求小幅增长
 - 考虑到当前的宏观经济形势、及调控政策,预计2013年GDP增速在7-8%
 - 而当前经济转型已经开始,总体能源需求强度减弱,预计对应电力需求增长**6-7%**

年份	电力消费同比增速 (%)	国内生产总值同比增速 (%)	电力消费弹性系数 (%)
1985	9.00	13.50	0.67
1990	6.20	3.80	1.63
1991	9.20	9.20	1.00
1992	11.50	14.20	0.81
1993	11.00	14.00	0.79
1994	9.90	13.10	0.76
1995	8.20	10.90	0.75
1996	7.40	10.00	0.74
1997	4.80	9.30	0.52
1998	2.80	7.80	0.36
1999	6.10	7.60	0.80
2000	9.50	8.40	1.13
2001	9.30	8.30	1.12
2002	11.80	9.10	1.30
2003	15.60	10.00	1.56
2004	15.40	10.10	1.52
2005	13.50	11.30	1.19
2006	14.63	12.70	1.15
2007	14.40	14.20	1.01
2008	5.60	9.60	0.58
2009	7.20	9.10	0.79
2010	13.26	10.40	1.28
2011	11.7	9.30	1.26
2012Q3	5.09	7.70	0.66

资料来源:统计局,中电联,海通证券研究所

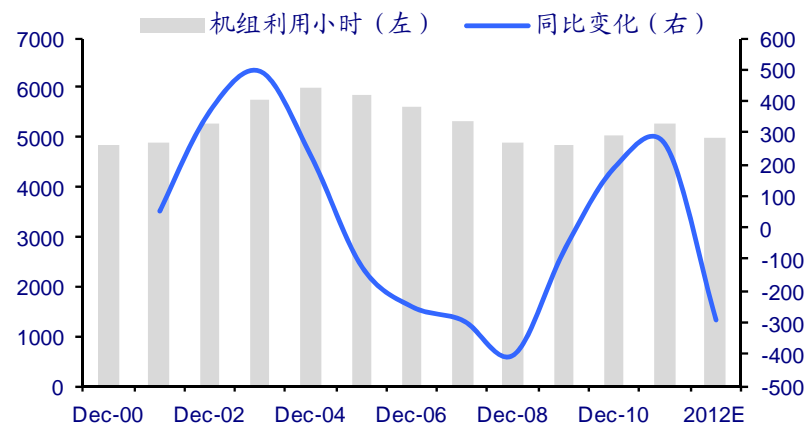
2013年展望

- 电力供给增长平缓，火电利用小时持平或略增
 - 如我们前文所述，2012年开始，“十一五”开工的西南水电进入密集投产期；而2013年开始，前期开工的沿海核电站进入密集投产期，预计**2013年水电将新增2000万千瓦装机、核电将新增至少400万千瓦装机**
 - 考虑到火电2013年预计将投产3000-4000万千瓦装机，而受到其他清洁电源的挤占，估计**2013年火电机组利用小时与2012年持平或略增（约5000小时）**，仍将高于2009年最低值4839小时

表、预计13年电力装机增长6-7%

亿千瓦	2011A	12年前11月新增	2012E	2013E
总装机	10.55	0.57	11.35	12.2
火电装机	7.65	0.36	8.05	8.45
水电装机	2.3	0.13	2.5	2.7
核电装机	0.126		0.13	0.19
风电装机	0.45	0.08	0.6	0.73
其他	0.02		0.046	0.06

图、火电机组利用小时于2009年触底

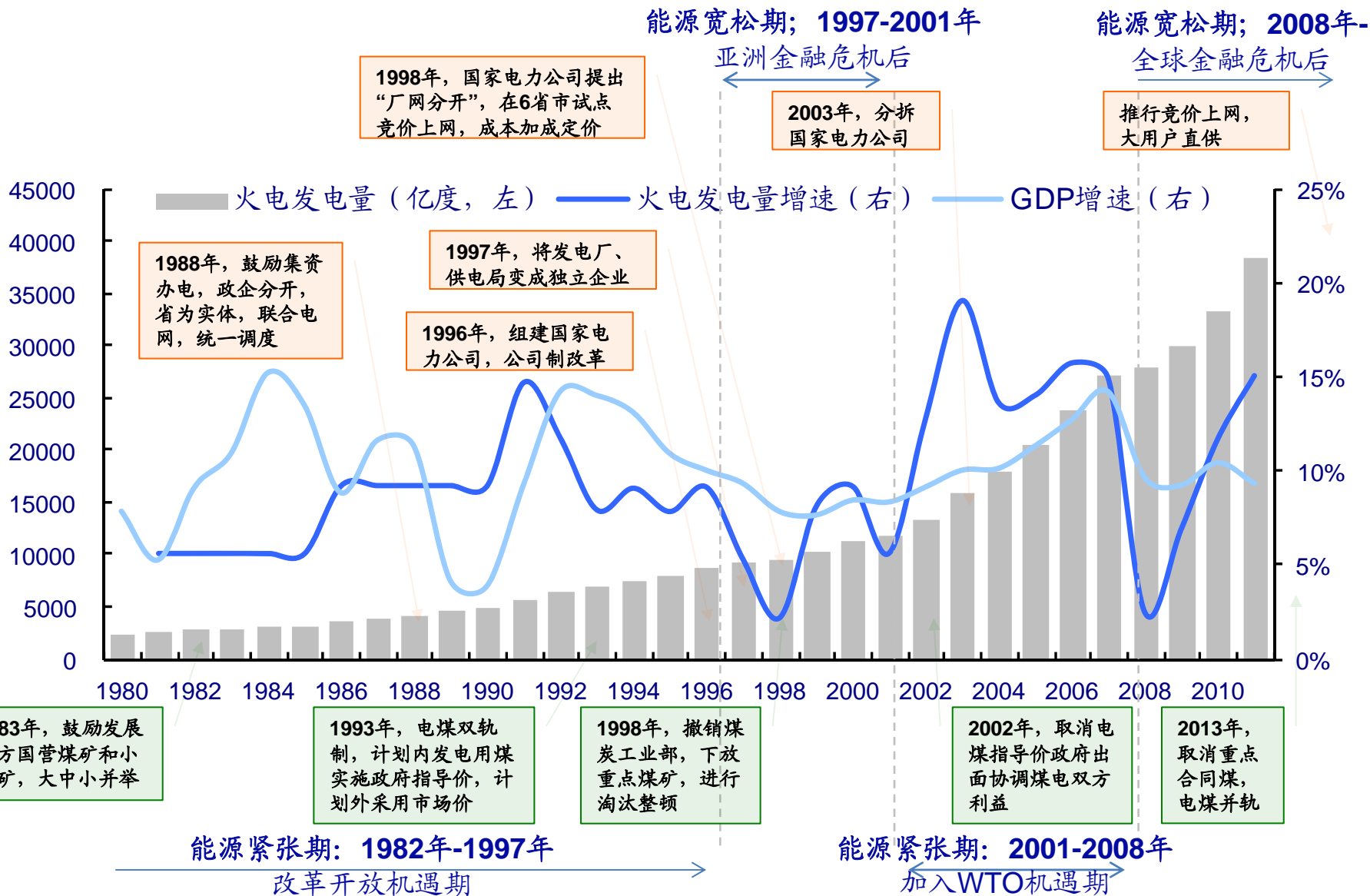


资料来源：统计局，中电联，海通证券研究所

企业盈利变化：煤电周期10年轮换

- 我国能源需求推动体制改革
 - 在能源宽松期更利于推动市场化改革
 - 电煤并轨、煤电联动机制完善，将从更长远的角度，维护火电企业的合理盈利
- 行业盈利改善路径及程度
 - 重资产行业改善遵循“先现金、后利润”，再投资扩产
 - 大多上市火电企业当前盈利仍处于2007年以来中下游水平
- 盈利与市场表现
 - 盈利回升是第一要务。2012年的火电股走势分化显著；2003年在煤炭行业盈利改善情况下，板块虽跑赢大盘，个股表现也不同
 - 2013年乐观预期下，沿海火电对应动态PE在7倍左右，而内陆电厂则在10倍左右，部分内陆电厂仍处在平衡线附近
 - 沿海总体机会多于内陆，可精选部分内陆标的

能源宽松期更倾向于推行市场化运行机制



资料来源: 海通证券研究所

市场化机制更长远保护火电合理盈利

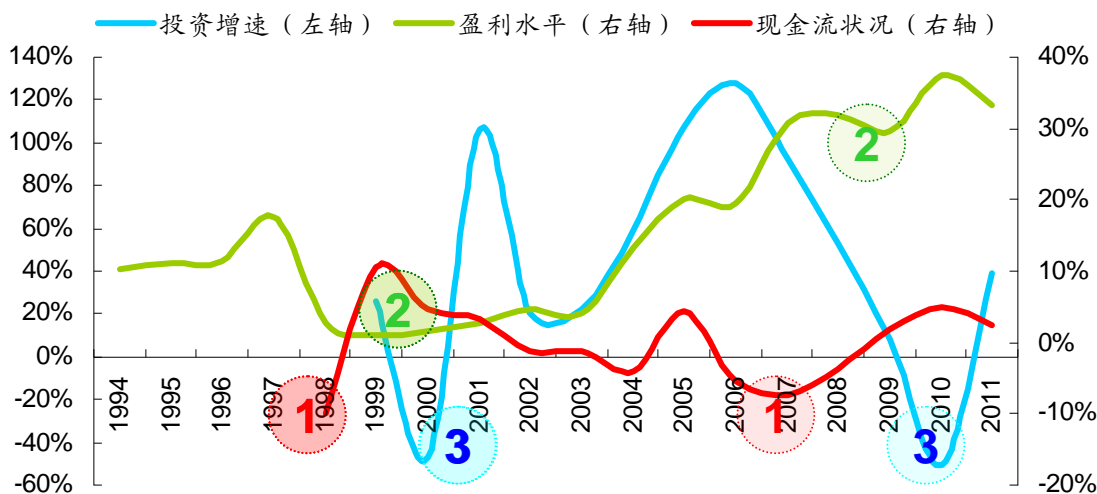
- 近期煤电政策频繁出台
- 2012年12月21日,发改委出台《关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》
 - 决定从2013年1月1日起,解除对电煤的临时价格干预措施。
- 2012年12月25日,国务院出台《关于深化电煤市场化改革的指导意见》
 - 提出自2013年起,取消重点合同,取消电煤价格双轨制,发展改革委不再下达年度跨省区煤炭铁路运输力配置意向框架。煤炭、电力企业自主衔接签订合同,自主协商确定价格。鼓励双方签订中长期合同。
 - 同时,完善煤电价格联动机制。继续实施并不断完善煤电价格联动机制,当电煤价格波动幅度超过5%时,以年度为周期,相应调整上网电价,同时将电力企业消纳煤价波动的比例由30%调整为10%。
 - 此次电煤价格并轨后上网电价总体暂不作调整。个别地区视情况再做调整。
- 我们认为
- 一则电煤市场化定价是大势所趋
 - 当前电煤价格(625元/吨)与合同煤价(598.5元/吨)较为接近,正是管理层推出相关政策的最佳时机;
- 二则中央对火电经营困境认识清楚
 - 将火电企业自行消纳煤价涨幅的比例从30%下调为10%,以及,从2011年以来及时煤电联动,都反映了决策层的关心;
- 三则不上调电价意在稳定火电长期合理盈利空间
 - 本次推行合同市场电煤并轨,并未如企业呼吁的将火电企业上网电价进一步上调,显示
 - 电力作为能源加工环节,只能给予类似制造业的合理投资回报率;
 - 电价没有因为12年煤价大跌而下调,表明中央给予火电一定的盈利修复期;
 - 当前的盈利格局将延续——即沿海火电将保持在一个较高的盈利水平,而内陆火电仍然会经营较为困难,利于行业内部优化。

注:详细可参见点评报告《国务院发文推进电煤并轨、减少煤电联动中火电自行消化煤价涨幅比例,促进行业长期盈利改善》20121226

重资产行业盈利改善遵循“先现金、后利润”

- 煤炭与电力企业都是典型的重资产行业——非流动性资产占总资产比重超过50%
- 由于折旧摊销等固定成本较大,因此在其盈利改善的经营扩张期,基本都遵循“现金流先好转、其次是盈利改善”,之后是企业投资增加。
 - 这里我们以上市较早、且主要从事动力煤生产的伊泰B作为研究对象。其典型扩张期表现如: 1999-2001年, 2009-2011年。
 - 而在2009-2011年期间,其他煤炭上市公司也基本遵循了这一规律。

图、伊泰B历史现金流、盈利、投资变化 (1994-2011)



表、上市煤炭公司指标统计 (2009-2011, 个数)

年份	公司个数	现金流指标同比改善	盈利指标同比改善	投资增速同比为正
2009	33	23	15	13
2010	34	13	18	21
2011	34	13	7	20

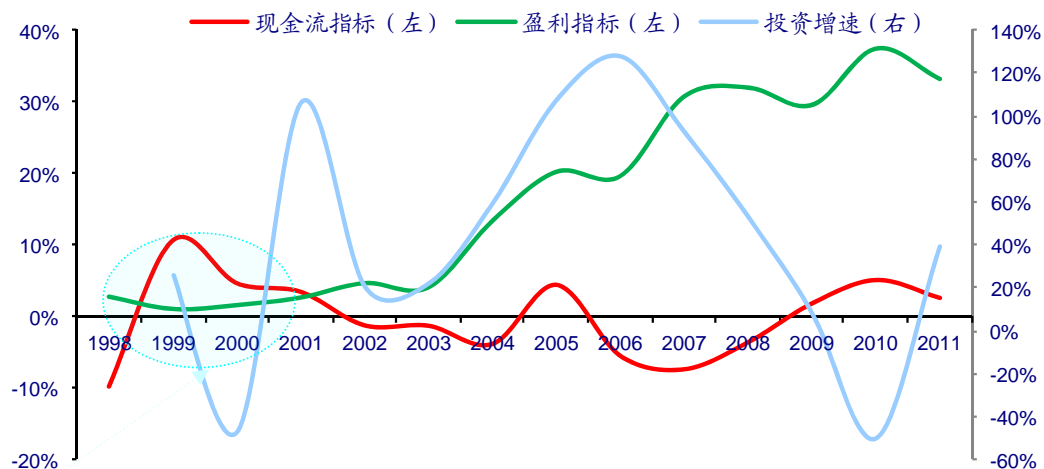
资料来源: wind, 海通证券研究所

指标解释: 现金流状况采用其销售商品获得的现金/利润收入-增值税; 盈利水平为利润表净利润率; 投资增速为购买固定资产等所支付的现金同比增速

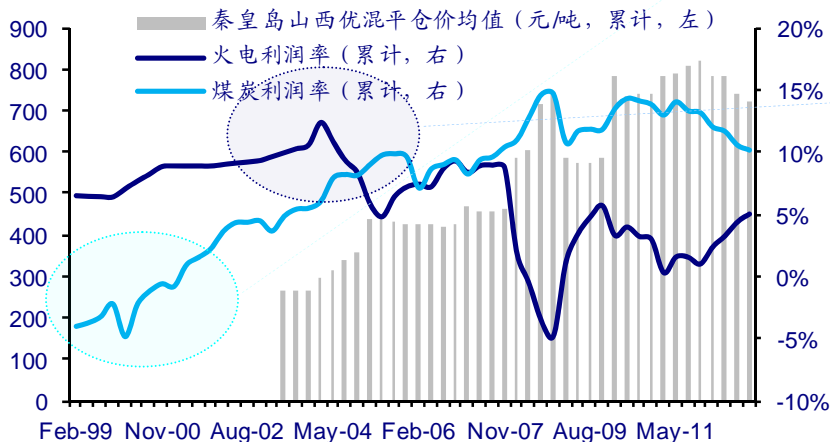
行业盈利趋势变化, 煤电公司对比

- 从上市公司和行业数据能看到, **2003年火电行业盈利见顶**, 行业平均利润率达到**15%**, 华能国际等优秀公司净利润率**达到25%以上**。
- 而煤炭行业及企业则从**1999年**以来盈利持续改善, 到**2010年**最高, 行业平均利润率达到**15%以上**, 伊泰等优秀公司净利润率**达到30%以上**。

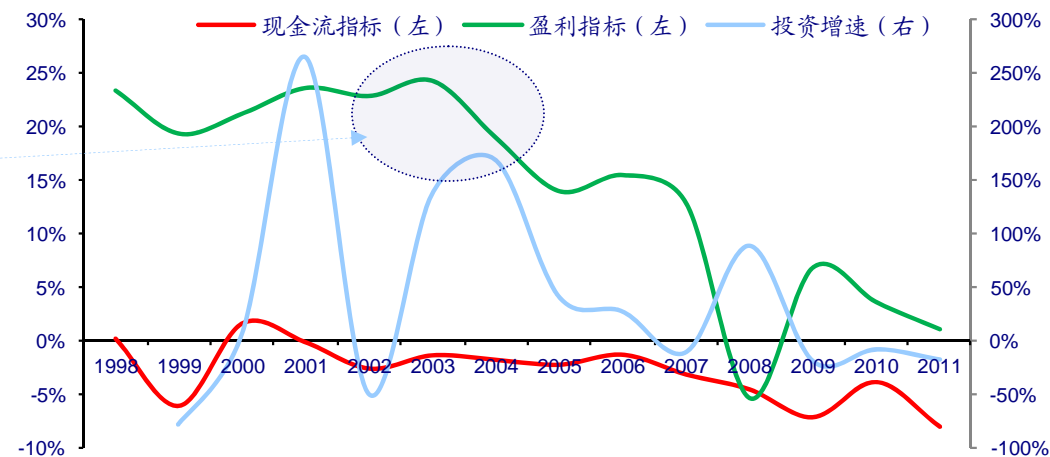
图、伊泰B历史现金流、盈利、投资变化 (1998-2011)



图、火电、煤炭行业盈利及秦皇岛煤价对比 (1999-2012)



图、华能国际现金流、盈利、投资变化 (1998-2011)



资料来源: 统计局, wind, 海通证券研究所



上市火电盈利整体仍处于2007年以来中下水平

- 仍以华能为例,其单季度盈利水平在经历2012年2季度市场煤大幅下跌之后,恢复到2009年中期、为2007年来较好水平;
- 但从整个火电上市公司来看,2012年盈利水平仍处于2007年以来中下游;
- 而如果从全国来看,其盈利水平较已上市资产更为逊色。因此,当前火电企业经营仍较为困难

表、大多火电当前盈利为2007年以来中下水平

	样本总数	最好	次好	居中	次差	最差
火电合计	25	2	5	8	10	0
其中, 内陆	15	2	3	5	5	0
其中, 沿海	6	0	2	2	2	0

注1: 为了更好的度量企业盈利水平, 取各年度净利润率, 然后将其2012年与2007到2011年进行比较。

注2: 样本中剔除2007年后重组的金马集团、水电业务占比

扩大的国投电力、采用燃油的深南电;

注3: 细分沿海及内陆电厂中剔除了业务多元化较多的国电电力、大唐发电、广州发展、中能股份

注4: 内陆创历史最好盈利水平的京能热电和皖能电力部分因为上大压小及资产出售

表、12年3季度, 华能国际净利润率水平恢复到2009年中期水平, 仍远低于历史最好时期

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Q1	20.9%	22.7%	22.6%	11.0%	13.8%	12.1%	1.7%	3.6%	4.7%	0.8%	3.4%
Q2	25.8%	23.3%	17.8%	10.2%	11.4%	14.8%	-5.4%	7.7%	4.0%	2.9%	4.3%
Q3	24.3%	26.8%	16.9%	16.0%	14.7%	12.4%	-12.4%	10.8%	4.0%	0.7%	7.3%
Q4	20.1%	23.4%	18.6%	17.4%	20.2%	11.7%	-6.3%	5.0%	1.6%	-0.3%	

资料来源: wind, 海通证券研究所



上市火电公司盈利指标一览

随着新煤电联动政策的实施,当前沿海与内陆电厂的盈利分配格局仍将延续

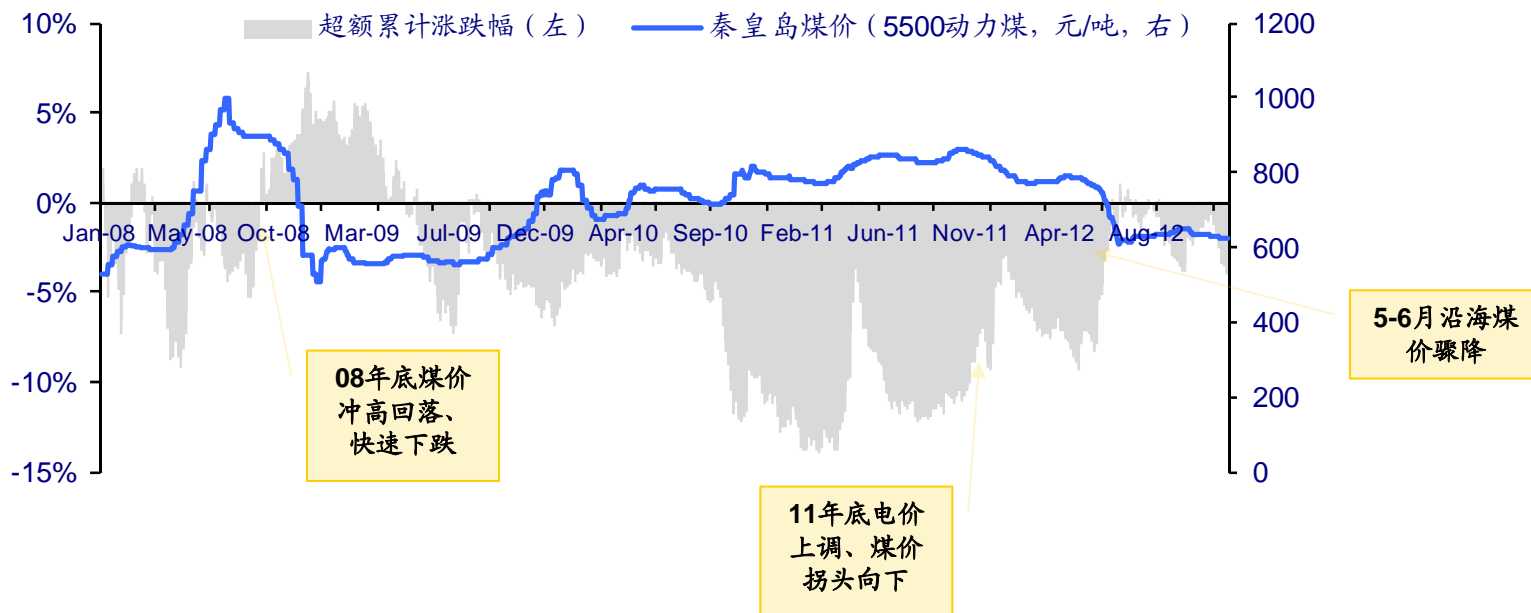
区域	性质	简称	分业务毛利率 (%)						利润率 (%)						扣非后ROE (% ,加权)								
			2007	2008	2009	2010	2011	2011 H1	2012 H1	2007	2008	2009	2010	2011	2011 Q3	2012 Q3	2007	2008	2009	2010	2011	2011 Q3	2012 Q3
沿海	全国	华能国际	19	1	16	11	9	10	14	15	-6	8	4	2	2	7	11.5	-10.3	13.5	6.1	1.7	2.2	7.6
	地方	上海电力	10	-11	8	8	9	9	11	10	-17	4	3	5	4	7	4.7	-34.8	5.1	1.3	0.5	2.3	8.1
		申能股份	0	0	0	16	13	15	21	36	9	17	11	10	10	10	12.3	4.2	10.4	6.3	7.3	5.7	5.6
		粤电力A	21	5	21	14	9	10	10	12	-2	14	9	3	4	7	7.3	0.2	11.6	7.8	4.8	5.6	5.2
		深圳能源	27	11	25	15	12	15	17	22	12	25	16	11	14	14	3.1	6.5	11.5	9.1	7.2	6.5	5.3
		广州发展	29	19	26	23	100	14	16	27	10	17	15	7	10	10	8.3	4.2	7.9	7.5	3.8	3.5	5.3
		宝新能源	40	18	32	22	19	21	17	27	29	24	14	7	8	14	11.5	4.1	17.2	10.1	6.4	5.2	6.7
		穗恒运A	28	8	29	20	15	14	21	12	-3	21	12	5	6	12	15.3	-8.0	21.4	12.5	3.4	3.0	9.8
		深南电A	-6	-47	-5	-42	-55	-51	-65	5	2	7	-6	1	-9	-23	0.9	-3.2	3.0	-13.8	-16.5	-14.4	-14.8
内陆	全国	大唐发电	29	12	20	21	18	18	22	19	1	6	8	5	4	7	11.8	0.2	4.6	6.9	4.1	2.7	3.9
	地方	华电国际	20	3	16	8	10	9	15	9	-10	5	1	0	0	2	8.5	-25.3	7.3	-6.6	-5.4	-5.1	1.4
		国电电力	0	0	21	15	17	18	20	18	1	13	9	10	9	10	12.5	0.3	9.5	6.0	8.8	6.6	7.4
		华电能源	11	14	6	7	10	7	12	3	1	-13	0	1	-6	-4	1.2	0.2	-18.9	-8.4	-12.8	-14.7	-11.3
		吉电股份	0	0	15	12	19	19	13	7	-28	11	2	1	-2	-10	3.6	-18.7	0.9	-4.8	-1.9	-4.0	-16.1
		金山股份	33	18	18	18	23	27	23	18	1	3	3	6	5	5	11.0	1.2	4.8	1.5	6.0	3.4	7.5
		内蒙华电	16	12	25	24	23	27	25	6	-5	13	19	19	22	20	4.9	-24.8	9.5	16.6	13.9	13.7	8.5
		*ST漳电	11	-19	2	-11	-10	-6	-1	16	-35	2	-15	-20	-18	-4	13.6	-48.3	-10.2	-62.7	-112.1	-54.0	-61.3
		京能热电	28	26	23	24	25	27	27	15	11	12	12	12	13	18	11.2	8.3	6.1	8.9	8.9	7.9	11.0
		金马集团	0	0	0	0	18	18	21	13	3	-7	-3	19	22	28	12.6	9.4	-3.0	-7.8	1.3	0.8	7.9
		通宝能源	22	9	11	10	17	8	12	17	1	1	7	9	10	9	7.2	0.0	1.2	1.9	7.0	4.3	8.1
		建投能源	28	15	16	11	12	11	14	18	2	3	1	1	0	4	12.6	1.5	2.3	0.2	-1.8	-1.1	2.9
		豫能控股	0	-64	-42	9	9	7	4	3	-132	-3	1	1	-4	-1	-6.0	-102.4	-82.4	4.3	3.8	-33.3	-3.8
		*ST能山	15	-8	5	0	-3	-3	5	-7	-16	1	-1	-7	-7	-5	-5.7	-35.7	-8.2	-11.8	-32.3	-22.0	-20.8
		皖能电力	13	3	3	-1	-1	-2	7	5	1	4	5	-1	0	6	3.9	-0.6	0.9	3.0	-0.2	1.4	5.7
		长源电力	12	-6	11	4	1	0	8	3	-22	1	-4	1	-8	-1	1.6	-58.3	2.9	-29.1	-44.9	-61.5	-10.7
		华银电力	13	-9	9	-1	-1	-3	2	2	-32	1	1	-2	-9	-8	0.2	-53.1	-8.9	-42.4	-52.8	-60.8	-58.3
		*ST赣能	7	15	15	9	0	2	14	0	1	4	-2	-10	-9	6	1.9	3.6	5.2	-2.9	-23.1	-14.0	4.2

资料来源: wind, 海通证券研究所

火电板块走势与煤价波动直接正相关

- 我们在之前的行业报告中曾经总结过，2008年以来，火电板块的表现都是在煤价下跌时出现的。从2011年12月以来，上市火电公司的走势也验证了这一判断。
 - 期间，两次出现明显超额收益的时间，一次是因为2011年12月沿海煤价因需求疲软出现拐头，另一次则是因为2012年5月因需求大幅低于预期、港口库存及进口煤冲击，沿海煤价出现骤降。

图、火电板块超额收益与煤价走势直接相关（2008/01~2012/12）

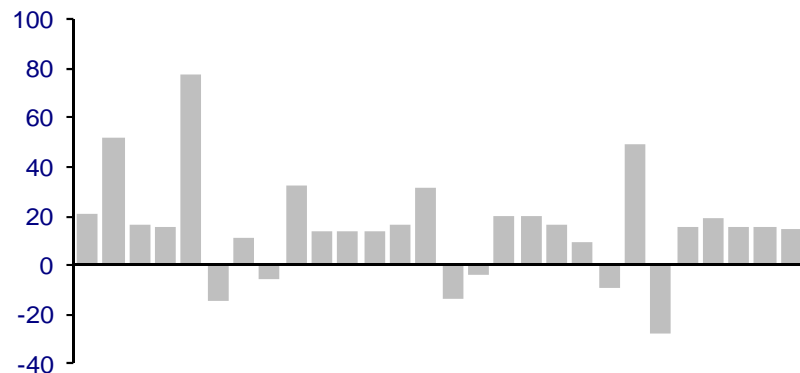


火电板块内个股因盈利体现差异, 股价走势分化

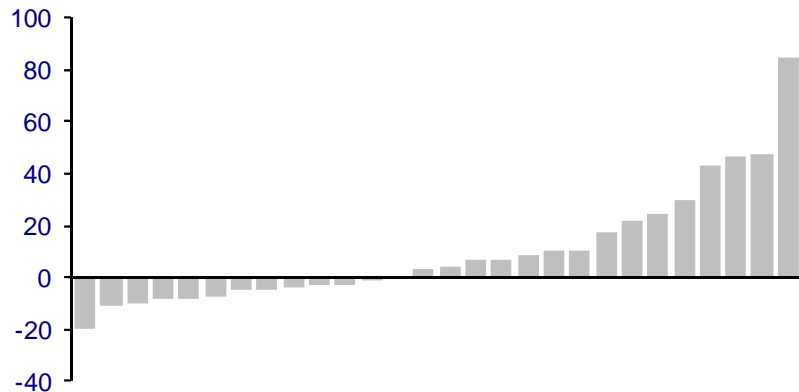


- 个股分化严重, 仅盈利增长较为明显、估值低的公司股价反弹较多
 - 从2012整年的表现来看, 28家火电上市公司中, 16家上涨, 12家下跌, 最大涨幅为85%, 最大跌幅为-20%。涨跌幅中位数为3.8%。
- 那么, 2013年走势又会如何呢? 依旧从前面两点来分析:
 - 行业总体看煤价
 - 参考我们前面的分析, 2013年煤价总体可能平稳, 季节性波动为主
 - 个股表现看盈利
 - 投资者关心的是两点: 沿海电厂是否还能进一步改善? ; 同时, 如果煤价持稳在当前位置, 内陆电厂是否存在盈利改善的可能

图、上市火电公司2012年初股价对应12年动态PE



图、上市火电公司2012年涨跌幅 (%)



注1: 上图的公司排序与下图中的涨跌幅排序一致, 股价截至2012年12月28日
注2: 12年动态估值假设12年4季度盈利与3季度持平, 进行估算

资料来源: wind, 海通证券研究所

沿海电厂是否有进一步盈利改善空间

- 从影响火电公司盈利的三要素来看：电价、煤价、机组利用小时（按对盈利影响程度排序）
 - 电价：
 - 根据最新12月国务院出台的《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，全国大部分地区将维持目前的电价直到2013年底
 - 煤价：
 - 根据我们前面对煤炭供需的分析，市场煤价将可能维持在当前的价格附近波动，均价将较2012年下降10%左右
 - 而从最新的合同煤谈判消息来看，估计上涨幅度在4%左右，且火电企业签署的合同煤量将较2012年有所增加
 - 总体沿海火电2013年电煤采购成本同比下降约6%-10%，基本符合此前市场预期

沿海电厂对应乐观预期动态估值在7倍PE

● 机组利用小时

- 如前文所述,受到水电、核电等非火电能源挤压,沿海火电发电量同比增速将放缓。但除上海外,其他仍有望正增长;新机组投产会加剧竞争

- 综合上述三个变量,最乐观的情况下,估计沿海火电上市公司净利润率还有50%的提升空间,对应动态13年估值在7倍PE左右,仍具有一定吸引力

表、预计沿海地区火电发电量同比增速 (2012-2015)

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
上海	8%	-10%	-11%	-8%	1%
浙江	12%	-11%	2%	4%	4%
广东	22%	-10%	5%	1%	-2%
江苏	13%	8%	6%	6%	10%
山东	2%	-1%	10%	7%	8%
福建	42%	-12%	12%	13%	12%

注: 见前文分地区火电发电量测算分析

表、上市沿海火电公司单季度盈利 (2007、2009、2011、2012)

净利润率	2007				2009				2010				2012		2013E	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q2	Q3	乐观值	对应PE
华能国际	12.12	14.81	12.41	11.75	3.59	7.72	10.80	4.99	4.69	4.02	4.01	1.57	4.33	7.31	10.97	6.62
上海电力	7.88	8.63	8.26	11.32	1.38	4.74	9.40	3.94	-0.05	3.85	0.97	5.99	4.05	7.54	11.31	5.99
粤电力A	9.63	11.63	6.09	5.00	1.93	14.19	15.60	10.63	10.52	4.96	6.66	2.58	7.02	11.27	16.91	10.03
深圳能源	22.13	21.59	21.48	15.23	11.25	38.59	22.31	10.11	17.69	15.92	15.50	2.31	10.71	9.96	14.94	7.87
宝新能源	27.46	30.89	27.68	17.60	19.50	25.72	19.97	12.07	10.30	7.27	11.47	13.13	12.89	13.18	19.77	10.61
穗恒运A	15.78	-11.33	14.04	4.86	11.59	19.22	18.32	12.62	9.08	12.14	9.97	3.86	10.28	7.82	11.73	11.09

注1: 计算13年业绩时收入假设与2012年持平, 股价选取2012年12月28日收盘价

注2: 粤电力因为收购母公司优质资产, 因此13年实际盈利应高于此; 宝新能源则是因为2012年下半年有新机组投产; 穗恒运则是预期13年确认地产收益

内陆电厂改善的可能性及可能的股价表现

- 对于沿海电厂来说,当前股价对应2013年乐观预期下动态PE7倍左右。考虑总体市场估值水平,将10倍PE作为行业稳定情况下的合理值,则股价还有30%的涨幅。
- 那么,对于2012年股价表现较弱的内陆电厂来说,2013年是否也可能会盈利改善、并带动股价提升呢?这需要回答2个问题:
 - 目前内陆电厂的盈利水平体现了多少的煤价回落
 - 我们对内陆火电公司的煤价降幅测算后发现,乐观情况下,仍有部分还处于盈亏平衡线附近。只有内蒙华电、建投能源、皖能电力、华电国际、豫能控股等公司2013年动态估值在10倍PE左右
 - 行业总体盈利水平提升的时候能否带动所有企业的估值提升
 - 参考2003-2004年煤价上涨、煤炭行业普遍盈利回升时的表现来看,虽然板块较大盘超额收益幅度扩大,但个股表现仍较为分化
 - 因此,我们建议内陆电厂择优持有

内陆电厂3季度煤价环比降5%，低于沿海5个百分点

- 在12年3季报综述中，我们曾测算过，总体来看，3季度内陆火电的电煤采购价格环比降幅在5%左右，低于典型沿海电厂10%的环比降幅。

	业务区域	单季度毛利率			单季度毛利率同比变化			单季度煤价环比测算	
		12Q1	12Q2	12Q3	12Q1	12Q2	12Q3	12Q2	12Q3
全国性									
华电国际	多地	13%	14%	17%	7%	4%	8%	-4%	-5%
区域性									
内蒙华电	内蒙古	20%	28%	28%	1%	0%	8%	-4%	7%
京能热电	内蒙、北京	17%	20%	26%	-1%	0%	11%	-12%	-5%
华电能源	黑龙江	10%	8%	7%	8%	2%	0%	-1%	-4%
吉电股份	吉林	2%	11%	10%	-9%	0%	6%	-18%	2%
金山股份	辽宁	21%	20%	27%	5%	9%	11%	-6%	-7%
建投能源	河北	14%	17%	17%	7%	4%	6%	-2%	-2%
豫能控股	河南	2%	6%	16%	-5%	-2%	8%	-1%	-12%
*ST漳电	山西	-5%	-1%	11%	5%	2%	23%	-2%	-15%
*ST能山	山东	7%	6%	9%	8%	-1%	6%	-3%	-3%
皖能电力	安徽	9%	8%	14%	10%	8%	12%	2%	-2%
*ST赣能	江西	13%	16%	19%	11%	13%	17%	-10%	0%
长源电力	湖北	10%	4%	10%	14%	0%	8%	-1%	0%
华银电力	湖南	5%	-1%	2%	5%	-2%	2%	1%	-6%

注：参见行业报告《火电行业3季报综述及4季度展望》20121101

内陆电厂乐观情况下, 部分仍将处在盈亏线边缘

- 参考内陆电厂2012年前3个季度毛利率的变化, 以及煤价的降幅, 乐观情况下, 假设其采购煤价格也同比下降10%, 则对应其毛利率提升8个百分点, 即对应税后净利润率提升约6个百分点
- 在这种乐观预期下, 则仍有部分内陆电厂处于盈亏边缘;
- 而2013年相对动态PE估值较低的有内蒙华电、建投能源、皖能电力、华电国际、豫能控股(京能热电收购母公司资产后, 估值可能略降)。

表、上市内陆火电公司单季度盈利(2007年、2009年、2011年、2012年, %)

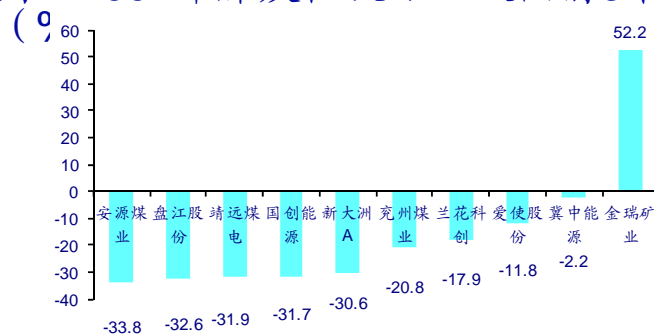
净利润率	2007				2009				2010				2012		2013E	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q2	Q3	乐观值	对应PE
华电国际	9.1	7.1	7.6	6.9	2.8	5.5	6.1	3.0	0.5	0.0	-3.9	4.1	0.9	2.1	4.3	11.7
内蒙华电	5.7	6.9	11.8	-2.4	-2.9	10.8	19.0	14.8	16.6	32.3	17.6	-2.0	20.7	15.9	18.1	9.6
京能热电	14.2	6.8	13.6	10.0	13.2	3.9	6.6	10.1	13.1	15.9	12.8	0.1	19.4	23.0	21.0	18.4
华电能源	4.3	-0.7	2.5	-0.5	-1.3	-10.1	-6.8	-29.2	-3.4	-7.0	-7.6	14.1	-5.4	-5.7	0.5	120.6
吉电股份	7.6	6.2	11.2	0.6	-11.1	2.5	4.0	26.2	0.5	0.3	-1.5	1.9	-9.5	-8.5	-3.0	-18.4
金山股份	19.7	11.3	10.0	8.3	7.4	-5.6	5.1	2.4	7.8	2.6	7.1	-5.5	1.6	8.9	5.1	12.2
建投能源	12.3	20.6	15.4	7.4	5.4	6.7	1.0	-4.8	1.8	1.8	1.1	-1.8	6.0	3.4	7.5	8.1
豫能控股	6.8	-52.9	-28.7	50.4	-75.8	-339.7	-41.1	-21.7	-45.9	-7.6	2.4	16.0	-3.3	7.7	5.0	13.4
*ST漳电	13.5	16.4	12.0	9.6	-4.9	-2.6	-2.3	9.5	0.5	-13.3	-22.5	-38.9	-13.1	20.9	0.5	216.7
*ST能山	-2.4	2.1	0.6	-30.7	-7.9	-2.6	-0.9	10.7	6.2	-5.1	-1.6	-3.8	-7.0	-4.6	0.2	306.9
皖能电力	14.0	10.1	6.9	-9.6	5.1	8.4	6.2	-5.3	5.3	10.5	0.0	3.7	3.1	9.2	9.0	8.8
*ST赣能	12.1	-2.1	-6.5	21.0	2.8	4.5	5.8	1.8	1.8	-0.2	-5.0	-3.4	11.7	6.5	4.9	20.5
长源电力	1.8	3.0	0.6	1.3	0.5	-8.0	0.6	5.1	0.1	-10.7	-5.8	-2.4	-7.5	1.4	-0.2	-142.6
华银电力	3.7	-15.9	-7.5	12.9	-21.0	-56.5	-5.1	16.1	-1.1	-22.7	-9.2	22.1	-12.5	-11.0	-5.7	-6.4

注1: 计算13年业绩时收入假设与2012年持平, 考虑到大多内陆电厂有其他业务及补贴, 因此其净利润增长略有差异; 股价为2012年12月28日收盘价
 注2: 内蒙华电、京能热电、金山股份等几个公司近年的净利润率明显增加主要是因为参股电厂利润贡献占比提升, 在考虑其净利润率时略做调整

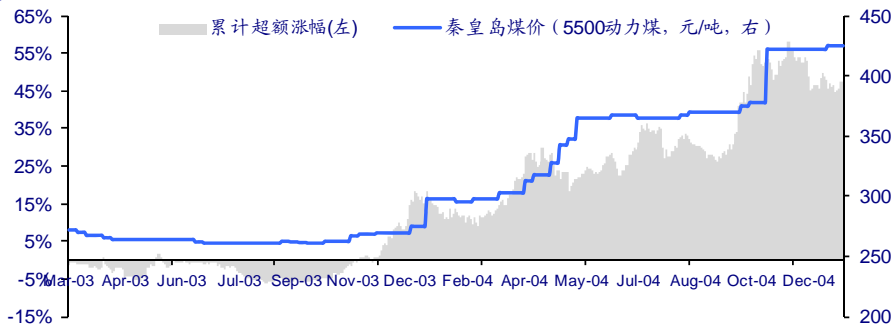
煤价下跌虽促使煤炭股行业表现突出, 但个股分化仍显著

- 2003年之后煤炭行业整体盈利改善, 并带动板块大幅跑赢大盘。但从个股走势来看, 仍分化较大。

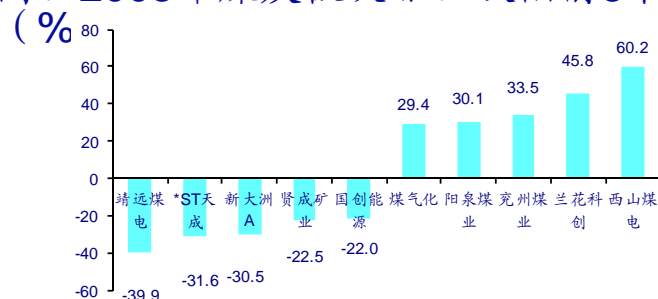
图、2002年煤炭板块涨、跌幅前5个股



图、煤炭板块相对沪深300累计超额涨幅 (2002-2004)



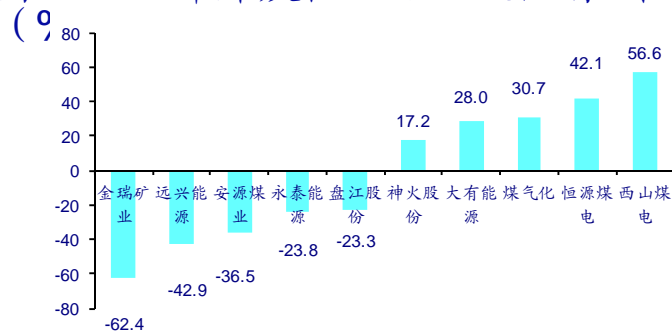
图、2003年煤炭板块涨、跌幅前5个股



表、煤炭板块个股表现概览 (2002-2004)

年份	个股总数	上涨个数	下跌个数	最大涨幅	最大跌幅	涨跌幅中位数
2002	19	1	18	52%	-34%	-27%
2003	23	13	10	60%	-40%	0.9%
2004	25	11	14	57%	-62%	-4.9%

图、2004年煤炭板块涨、跌幅前5个股



2013年火电股选择

个股选择

- 自上而下: 在13年电价平稳、煤价如期回落、机组利用小时各地分化的情况下, 乐观预期下, 沿海电厂估值仍较大部分内陆电厂有优势。建议关注公司如: 华能国际、粤电力、宝新能源、内蒙华电、皖能电力
- 自下而上: 增发或解禁的事件性刺激。可关注公司如: 内蒙华电

表、上市火电公司2013年解禁情况一览(元, 前复权, 收盘价截至2012年12月31日)

公司	解禁时间	解禁数量(亿股)	占总股本比例	解禁股份类型	增发/首发价	最新收盘价
内蒙华电	2013-3-19	6.00	23%	定增配售	7.76	7.47
粤电力A	2013-5-27	1.38	5%	定增配售	4.73	5.79
国电电力	2013-7-1	14.40	9%	定增配售	3.19	2.56
广州发展	2013-7-2	3.94	14%	定增配售	6.42	7.30
华电国际	2013-7-3	5.40	7%	定增配售	3.12	3.97
豫能控股	2013-8-27	1.93	31%	定增配售	4.40	4.15
华能国际	2013-12-23	5.00	4%	定增配售	5.57	6.89
京能热电	2013-12-30	0.20	3%	定增配售	8.27	7.41

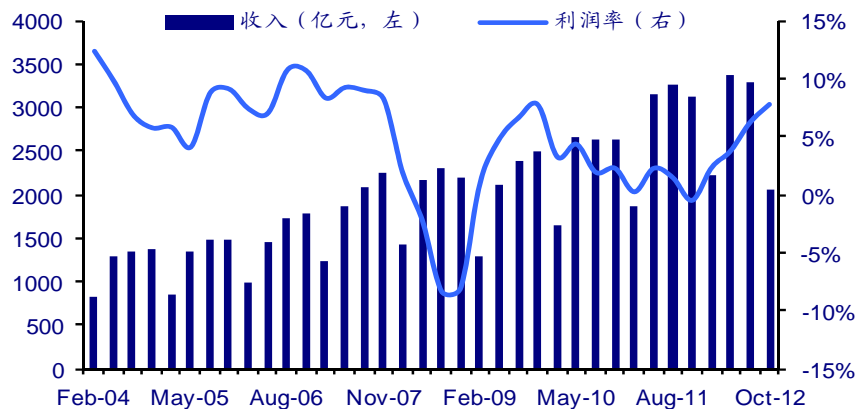
表、上市火电公司2013年定向增发情况一览(元, 前复权, 收盘价截至2012年12月31日)

名称	方案进度	发行方式	增发价格	预案价下限	最新价	增发数量(亿股)	发行对象
*ST漳电	股东大会通过	定向		3.20	3.75	2.50	机构投资者
吉电股份	股东大会通过	定向		2.87	2.83	6.22	大股东关联方, 机构投资者
金山股份	股东大会通过	定向		6.36	5.92	1.50	大股东, 机构投资者
国电电力	股东大会通过	定向	2.18		2.56	18.35	大股东, 机构投资者
深圳能源	股东大会通过	定向	6.17		5.93	16.85	大股东, 大股东关联方
京能热电	证监会批准	定向		6.88	7.41	3.60	机构投资者, 境内自然人
天富热电	证监会批准	定向		7.55	7.91	2.50	大股东, 机构投资者, 境内自然人
皖能电力	证监会批准	定向		4.73	7.43	3.58	大股东, 机构投资者, 境内自然人

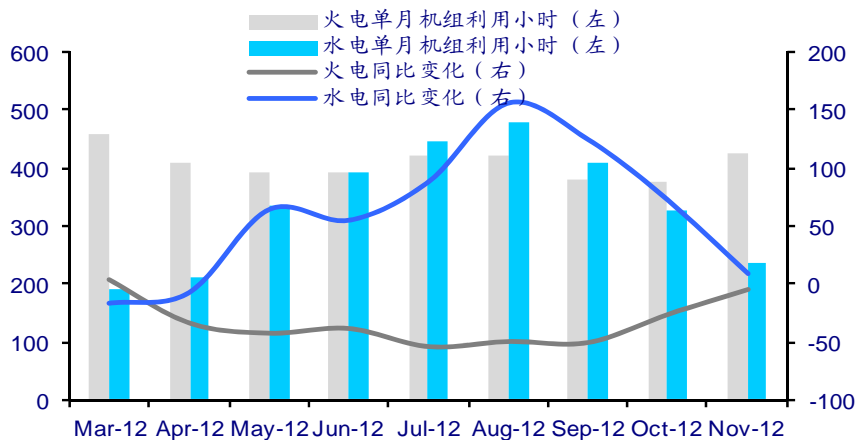
水电：稳健投资者的选择

- 2012年受来水持续较好影响，水电盈利回升明显
- 从历史盈利水平来看，水电总体较火电高且稳定，是稳健投资者的较好选择

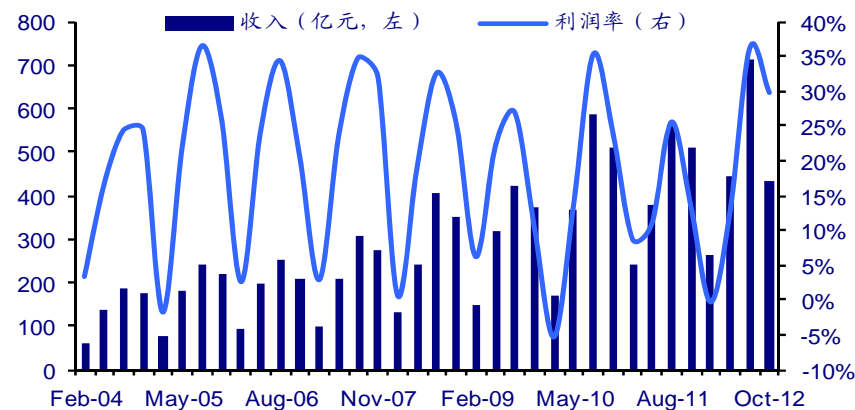
图、火电行业收入及利润率变化 (2004/02~2012/10)



图、火电、水电机组利用小时及同比变化 (2012/03~2012/11)



图、水电行业收入及利润率变化 (2004/02~2012/10)



资料来源：wind（注：盈利图中，2012年为9~10月份数据，其他年份为1~2、3~5、6~8、9~11月份数据）

上市水电公司财务状况一览

- 从盈利水平来看,水电公司受机组利用小时波动较大,各年度之间并不稳定。
- 因此,如果就2013年来看,单一水电机组盈利改善依赖机组利用小时提升的空间不大,主要是来自于财务费用的节约。

表、水电上市公司收入变化 (2008-2012, %)

简称	营业收入增速					分业务收入增速				
	2008	2009	2010	2011	2012Q3	2008	2009	2010	2011	2012H1
长江电力	7	18	99	-5	11	-2	20	109	-6	10
国投电力	65	8	47	24	14	-1	80	34	14	2
湖北能源	29	120	27	-15	45	0	0	0	-6	66
川投能源	43	74	21	5	-1	42	102	36	2	-3
桂冠电力	-19	44	7	-9	-1	8	1	32	-7	-1
闽东电力	111	-9	2	-24	150	18	-4	40	-22	83
韶能股份	16	-25	26	-1	-3	8	-19	22	0	14
黔源电力	135	13	77	-32	-5	140	12	77	-33	-4
湖南发展	16	5	-7	-68	34	7	10	34	92	34

表、水电上市公司盈利水平变化 (2007-2012, %)

简称	分业务毛利率							利润率							扣非后ROE (摊薄)						
	2007	2008	2009	2010	2011	2011 H1	2012 H1	2007	2008	2009	2010	2011	2011 Q3	2012 Q3	2007	2008	2009	2010	2011	2011 Q3	2012 Q3
长江电力	70	63	60	63	60	53	56	87	56	54	50	49	52	56	11.1	10.2	6.5	12.7	10.8	9.1	11.8
国投电力	25	16	28	23	20	19	21	16	15	10	8	4	6	9	13.1	2.8	3.0	5.4	1.8	3.4	5.1
湖北能源	0	0	0	61	62	58	64	3	2	10	11	8	5	7	1.6	1.4	4.3	2.7	4.5	0.8	2.9
川投能源	37	42	46	46	45	46	42	22	73	25	37	37	50	61	4.7	20.6	3.3	6.1	5.6	5.9	5.2
桂冠电力	60	55	52	51	50	0	0	17	6	22	24	11	15	11	7.7	0.5	7.8	15.9	3.7	7.8	6.3
闽东电力	46	40	37	45	28	27	50	14	10	21	24	4	14	7	1.7	4.9	6.6	6.9	0.3	1.5	3.2
韶能股份	31	25	40	38	30	36	51	8	-5	3	6	6	11	16	2.7	-2.7	1.2	2.5	0.8	4.0	4.6
黔源电力	62	68	44	51	50	56	55	6	20	5	10	-12	4	24	4.7	20.5	-7.9	2.0	-6.7	-0.5	11.7

2013年水电股选择

• 个股选择

- 自上而下：在13年总体来水与2012年持平或略低的情况下，水电公司选择主要看两个方面：
 - 一则是分红收益率是否有吸引力，如长江电力；
 - 二则是否有规模成长，如国投电力、川投能源等（当然，具备资产注入可能的，如长江电力、桂冠电力、黔源电力等也属于潜在规模成长的个股）

- 自下而上：增发或解禁的事件性刺激。可关注公司如：桂冠电力

表、上市水电公司2013年解禁情况一览（元，前复权，收盘价截至2012年12月31日）

公司	解禁时间	解禁数量(亿股)	占总股本比例	解禁股份类型	增发/首发价	最新收盘价
桂冠电力	2013-3-5	11.52	51%	股改解禁,定增配售	5.84	3.98
湖北能源	2013-9-30	6.07	23%	定增配售	5.20	6.95
湖北能源	2013-12-23	16.51	62%	定增配售	5.77	6.95

表、上市水电公司2013年定向增发情况一览（元，前复权，收盘价截至2012年12月31日）

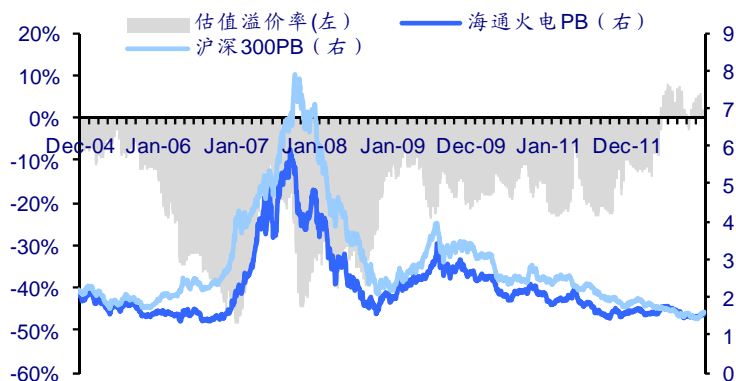
名称	方案进度	发行方式	增发价格	预案价下限	最新价	增发数量(亿股)	发行对象
韶能股份	股东大会通过	定向		3.63	3.55	1.55	机构投资者,境内自然人

资料来源：wind，海通证券研究所

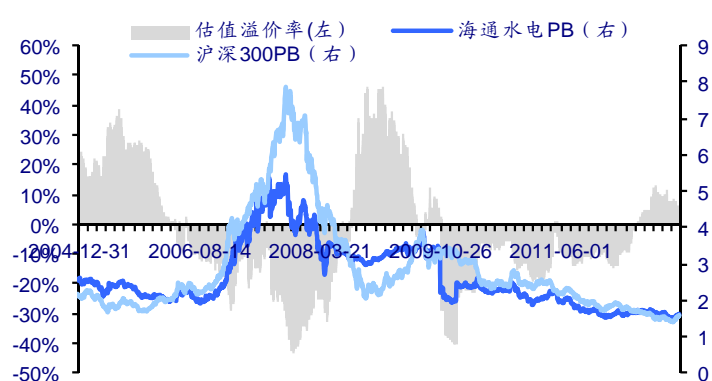
2013年电力投资策略

- 总体而言，电力板块仍是2013年较好的防御品种。
 - 一方面，13年总体煤炭供需较为宽松，煤价大幅向上的可能性不大。在这种假设下，火电公司对应13年动态PE在10倍左右。乐观预期下，沿海火电公司动态PE仅7倍，部分内陆火电公司也低于10倍PE。估值具有较高的安全边际、且季节性煤价波动可能带来较好的超额收益机会。
 - 另一方面，水电总体盈利高且稳定的特性明显，无论是分红收益型的品种，还是那些具备一定规模成长的水电企业，都是稳健类投资者较好的选择标的。

图、火电公司PB估值及其溢价率
(相对沪深300, 2004-2012)



图、水电公司PB估值及其溢价率
(相对沪深300, 2004-2012)



资料来源: wind、海通证券研究所

电力：过去1年行业动态

政策关注点——电价改革、电煤并轨、以及核电启动。

日期	新闻内容
2月10日	电监会发布《关于江苏省开展电力直接交易试点的通知》，同意江苏等8家电力用户公司与当地8家发电企业开展电力直接交易，交易价格由交易双方协商确定。
2月16日	电监会通报“十一五”期间投产电力工程项目造价情况。
2月16日	国务院常务会议研究部署2012年深化经济体制改革重点工作，提出深化电力、成品油和水资源价格改革。
2月17日	山西、河南多家火电机组因未完成脱硝被关闭。
2月18日	国家发改委允许贵州率先开展电力价格的改革，贵州成为了电力价格改革试点的第一个省份。
3月6日	温家宝在两会提出，稳妥推进电价改革，实施居民阶梯电价改革方案，逐步理顺煤电价格关系。
3月9日	中电联发布电力工业“十二五”规划滚动研究综述报告，预计2015年全社会用电量年均增长7.5%~9.5%。
3月20日	发改委日前核准了大渡河、金沙江流域5个大中型水电项目，项目累计装机达580万千瓦，预计累计年发电量将达247.63亿千瓦时。
3月24日	中电联称“十二五”期间不会有新建内陆核电站开工，新增的3000万~4000万千瓦电力全部来自于沿海核电站。
4月6日	财政部、国家发改委、国家能源局共同制定《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》。
4月25日	阶梯电价将于6月1日起在全国范围内施行，近日各省份相继公布即将听证的阶梯电价调整方案，在已经公布的方案中，江苏省起步最高第一档电价为每户每月204千瓦时（度），陕西省一套方案第一档用电量仅为每户每月120千瓦时（度）。
6月1日	国务院常务会议通过《核安全与放射性污染防治“十二五”规划及2020年远景目标》。
6月14日	国家发改委表示，全国除西藏和新疆以外的29个省(区、市)已经召开了居民阶梯电价听证会，7月1日开始在全国全面试行。
7月31日	国家发改委价格司有关负责人表示，我国将选择部分电力供需较为宽松的地区，开展竞价上网试点。
8月3日	中电联召开电煤价格并轨座谈会。
9月14日	中国证券报从有关渠道获悉，由发改委牵头制定的煤炭价格并轨方案已上报，有望在年底全国煤炭产运需衔接会前出台。
10月25日	国务院常务会议通过《能源发展“十二五”规划》、《核电安全规划（2011~2020年）》、《核电中长期发展规划（2011~2020年）》。
11月10日	消息称发改委将取消煤炭价格双轨制，且从2013年起取消传统煤炭订货会。
12月21日	发改委宣布2013年1月1日起取消发电用煤临时价格干预措施。
12月26日	国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》。

资料来源：国际电力网，中电联，中国证券报，华夏时报，财政部，凤凰网，海通证券研究所

风险提示

1. 电力价格改革进度的不确定性
2. 宏观经济波动或影响用电需求
3. 来水情况的不确定性
4. 上游原材料价格波动或带来成本上涨风险

分析师声明

分析师声明

陆凤鸣

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

公用事业研究团队:

公用事业行业首席分析师: 陆凤鸣

SAC执业证书编号: S0850511010021

021-23219415

lufm@htsec.com

联系人: 汤砚卿

021-23219768

tyq6066@htsec.com

信息披露和法律声明



投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。