

湘财证券研究所
电力设备与能源研究小组

研究员 吴江
Tel: 021-68634510-8710
E-Mail: wj2853@xcsc.com

研究员 刘昭亮
Tel: 021-68634510-8228
E-Mail: lzl2581@xcsc.com

上网电价降幅仅 0.3%，远低于市场预期

- **公司各省机组电价调整方案出台** 26 日，公司接国家发改委通知对上网电价进行调整。按照批准的电价调整方案，公司火电机组平均上网电价（含税，按现有装机容量加权平均）比调整前降低人民币 1.29 元/兆瓦时，降幅约 0.3%，从 2009 年 11 月 20 日开始执行。
- **上网电价降幅远低于市场预期** 从 10 月中下旬浙江部分火电厂下调 2 分/千瓦时，到 11 月 20 日发改委下调浙江等 7 省市上网电价 0.3-0.9 分/千瓦时，这让我们认为公司电价幅度将低于此前市场预期，而最终的调整结果则显得更为乐观。我们认为公司上网电价降幅仅为 0.3% 的原因有两个，一是调整幅度减弱：公司沿海省市电价下调机组最高幅度仅为 0.87 分/千瓦时；二是调整未采取“一刀切”的模式：沿海省市机组中，江苏的南通、金陵、南京机组并未下调，辽宁仅营口机组下调；公司机组份额最大的山东也未下调；上海甚至上调了石洞口一厂电价。此外，重庆珞璜机组上调幅度较大，近 2 分/千瓦时也支撑了公司平均电价。
- **调整影响有限、公司业绩可期** 公司前三季度发电量为 1447 亿千瓦时，而按照公司 2009 年计划发电量 1900 亿千瓦时计算，公司四季度发电量需达到 453 亿千瓦时。我们认为，随着宏观经济的复苏和工业产能的释放，公司四季度的实际发电量超过这一数字是大概率事件，有可能恢复到 07 年四季度 492 亿千瓦时的水平。若按这一电量及 11 月 20 日起执行新电价进行计算，本次 1.29 元/兆瓦时的降幅对公司四季度每股收益的影响仅为 0.0023 元，同样远低于市场预期。因此我们认为，本次电价调整对公司四季度业绩的影响非常有限。而对于 2010 年，随着公司在建项目的陆续投产和发电量的增加，预计全年减少每股收益 0.02-0.03 元，影响同样有限。
- **公司将受益于电价机制改革** 我们认为，此次电价调整的用意在于为新一轮的电价机制改革铺平道路，而对于“三试点一放开”电价改革政策的推进效果，短期内我们仍持观望态度。但必须注意的是，逐渐打破电力市场多年来的省际壁垒，实现资源在区域电网乃至全国范围内的优化配置，促使电力企业提升核心竞争力，仍将是电力行业未来发展的总趋势。火电企业将面临新一轮竞争，而公司拥有高效机组和技术优势、具有较强成本控制能力且装机分布合理，明显具备较强的竞争实力，将是电价机制改革的受益者。
- **投资建议** 鉴于公司电价调整幅度远低于预期，对四季度业绩影响非常有限，而公司将受益于此后逐步推进的电价机制改革。因此，我们调高对公司的评级为“买入”。

公司业绩预测与估值

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万)	67825	80216	95356	98383
净利润(百万)	-3701	6075	7328	7701
EPS(元)	-0.31	0.50	0.61	0.64
PE	-25.2	17.5	16.3	16

表 1 华能国际各省机组调价情况

境内电厂	机组	调整前上网电价 (人民币元/ 兆瓦时) (含税)	调整幅度 (人民币元/ 兆瓦时) (含税)	调整后上网电价 (人民币元/ 兆瓦时) (含税)
辽宁省				
营口	3、4 号机组	393.80	-3.80	390.00
甘肃省				
平凉	1 - 4 号机组	275.10	+6.40	281.50
山西省				
	1、2 号机组	359.40	-23.10	336.30
榆社	3、4 号机组	315.30	+21.00	336.30
	1 - 4 号机组平均	326.30	+10.00	336.30
河南省				
沁北	1 - 4 号机组	394.20	-3.00	391.20
江苏省				
太仓	1 - 4 号机组	438.90	-5.80	433.10
淮阴	3 - 6 号机组	435.80	-5.80	430.00
上海市				
石洞口一厂	1 - 4 号机组	435.60	+5.00	440.60
重庆市				
珞璜	1 - 4 号机组	366.50	+11.80	378.30
	5、6 号机组	379.30	+9.00	388.30
浙江省				
长兴	1、2 号机组	480.40	-8.70	471.70
玉环	1 - 4 号机组	465.70	-8.70	457.00
福建省				
福州	1、2 号机组	429.80	-8.00	421.80
	3、4 号机组	444.80	-8.00	436.80
广东省				
汕头燃煤	1、2 号机组	548.71	-8.00	540.71
	3 号机组	504.20	-8.00	496.20
海门	1 号机组	489.20	-8.00	481.20
加权平均			-1.29	

数据来源： 华能国际 湘财证券

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。