

电力研究小组
 86-10-88087783
 pengqq@cmschina.com.cn

2008年12月

战略相持阶段攻守兼备的优秀品种

电力行业2009年度投资策略

公用事业

电力

推荐（维持）

细分行业评级

电网	推荐
水电	推荐
火电	推荐
核电	推荐

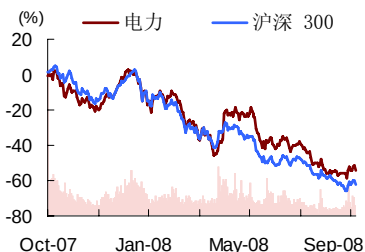
行业规模

		占比%
股票家数（只）	54	3.4
总市值（亿元）	5036	3.7
流通市值（亿元）	2702	6.0
重点公司市值（亿元）	2613	1.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	26.2	-39.5	-39.9
相对表现	8.1	6.5	19.2

指数比较



相关报告

1、《电力行业 2008 年四季度投资策略 - 从战略防御阶段转入战略相持阶段》2008/10/08

《电力行业 2008 年中期投资策略 - 彩虹总在风雨后，辩证看待当前的产业困境》2008/07/07

2、《电力行业 2008 年二季度策略报告 - 煤价上涨，火电企业还能扛多久》2008/04/23

3、《电力行业 11 月月报 - 秦皇岛煤炭现货价格将跌破全年均价》2008/11/16

受益于国民经济增速回调，电力行业的燃料成本和财务费用都将大幅下降，对电力行业是明显利好。与很多利润将大幅下降的行业相比，电力行业盈利能力提前见底回升。虽然按照目前的煤价计算火电公司估值仍然偏高，但是如果煤价继续下降，火电公司的业绩会有惊喜。

- **政策环境：经济减速为制度建设创造条件。** 尽管宏观经济调整，用电量增速下降增加了电力企业成长方面的不确定性，但是经济调整也为电力行业的制度建设创造了机会，电价机制、上网调度机制都可能在这次经济调整中得到完善。
- **供需关系：用电增速下降，机组投产放缓。** 由于各主要用电行业用电量增速下降，预计 2008~2010 年电力弹性系数分别为 0.7、0.6、0.8，用电量增速分别为 6.5%、5%、7%。预计 2008~2010 年新增装机分别为 7500 万千瓦、8500 万千瓦和 8000 万千瓦，由于装机增速高于用电量增速，利用小时分别下降到 4850 小时、4750 小时和 4700 小时。
- **行业盈利：主要成本、费用下降促使行业回暖。** 2009 年细分行业的投资机会主要在火电行业中。由于煤价的大幅下跌和财务费用的下降，火电企业的主要成本项将明显下降，进而带来业绩的回升。水电行业同样受益于财务费用的下降，由于新增水电机组的贡献，总体盈利预计也会增加。电网公司受政策影响，盈利受负面影响较大，不过预计政府也会出台一定的补救措施。
- **投资策略：战略相持阶段攻守兼备的优秀品种。** 从防守的角度来说，很多电力公司仍然处在“公允价值”附近，股价大幅下跌可能很小，可以公允价值作为价格底线。一些业绩恢复快的公司，有望率先进入用 PE 进行估值的进攻状态。在市场整体处于波动状态的战略相持阶段，我们认为电力板块是攻守兼备的优秀投资品种。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
长江电力	14.65	0.60	0.44	0.46	23	22	3.7	强烈推荐 A
国电电力	6.02	0.34	0.05	0.11	120	55	2.3	审慎推荐 A
桂冠电力	4.71	0.23	0.02	0.13	236	36	1.8	审慎推荐 B
华能国际	7.07	0.50	-0.26	0.10	-27	71	2.0	审慎推荐 A
文山电力	9.56	0.35	0.45	0.55	21	17	5.3	审慎推荐 B
国投电力	8.33	0.30	0.19	0.38	44	22	2.1	审慎推荐 B
深圳能源	8.09	0.33	0.51	0.61	16	13	1.7	审慎推荐 B
中能股份	6.69	0.64	0.25	0.30	27	22	1.4	审慎推荐 B
建投能源	4.50	0.52	0.08	0.20	56	23	1.3	审慎推荐 B
粤电力 A	5.50	0.25	0.02	0.10	275	55	1.7	审慎推荐 B
大唐发电	6.86	0.29	0.04	0.16	172	43	3.0	中性 A

资料来源：招商证券，股价取自 2008 年 12 月 3 日

正文目录

一、政策环境：经济减速为制度建设创造条件	4
1、宏观经济回调已是必然	4
2、工业增速回落明显	5
3、电价机制有望逐步完善	6
4、电力定价方式有望更加透明	6
5、上网调度方式有望更加灵活	6
二、供需关系：用电增速下降，机组投产放缓	8
1、GDP 增速和电力弹性系数双双下降	8
2、第二产业用电增速下降明显，一、三产业相对稳定	9
3、能耗降低导致工业用电弹性系数下降	10
4、主要用电行业用电量增速明显下降	11
5、全年新增机组出现明显下降	13
6、利用小时未来两年仍会小幅下降	14
三、行业盈利：主要成本、费用下降促使行业回暖	15
1、火电企业 08 年巨额亏损，09 年盈利大幅回升	15
2、水电企业盈利有望保持稳定增长	16
3、核电企业利润大幅增加，预计明年盈利稳定增长	17
4、电网企业受政策影响利润下降	17
四、投资策略：战略相持阶段攻守兼备的优秀品种	19
1、电力板块收益率回顾	19
2、电力与其他行业 PE 比较	19
3、电力与其他行业 PB 比较	20
4、战略相持阶段股价具有攻守兼备的价值	20
5、需要防范的潜在风险	22
五、重点公司推荐	23
1、重点公司盈利预测和评级汇总	23
2、长江电力：强烈推荐 - A	23
2、国电电力：审慎推荐 - A	23
3、桂冠电力：审慎推荐 - B	24
4、华能国际：审慎推荐 - A	25

图目录

图 1: 1978 ~ 2010 年 GDP 和三次产业年度增速比较	4
图 2: 2002 ~ 2008 年 GDP 和三次产业季度增速比较	4
图 3: 1853 ~ 2007 年工业增加值和增速比较	5
图 4: 1998 ~ 2008 年工业增加值月度增速比较	5
图 5: 2006 ~ 2008 年主要行业增加值增速比较	5
图 6: 能源消费、电力消费和 GDP 增速比较	8
图 7: 用电增速、GDP 增速和电力弹性系数比较	8
图 8: 第一产业用电增速和电力弹性系数	9
图 9: 第二产业用电增速和电力弹性系数	9
图 10: 第三产业用电增速和电力弹性系数	10
图 11: 全部工业用电增速和电力弹性系数比较	10
图 12: 重工业用电增速和电力弹性系数比较	11
图 13: 轻工业用电增速和电力弹性系数比较	11
图 16: 钢铁行业用电增速和电力弹性系数比较	12
图 17: 有色行业用电增速和电力弹性系数比较	12
图 18: 建材行业用电增速和电力弹性系数比较	13
图 19: 1992 ~ 2008 年新增机组容量比较	13
图 20: 2000 ~ 2010 年装机容量和增速比较	14
图 21: 2000 ~ 2010 年装机容量和增速比较	14
图 22: 火电企业销售收入和利润总额变动情况	15
图 23: 秦皇岛动力煤价格变动情况	16
图 24: 水电企业销售收入和利润总额变动情况	16
图 25: 核电企业销售收入和利润总额变动情况	17
图 26: 电网企业销售收入和利润总额变动情况	18
图 27: 电力板块和沪深 300 指数走势比较	19
图 28: 不同行业 07 年市盈率和 08 年预期市盈率比较	20
图 29: 不同行业的市净率比较	20

表目录

表 1: 2007 年省级电网销售电价和输配电价标准	7
表 2: 主要电力上市公司公允 ROE 选择	21
表 3: 主要电力上市公司公允价值计算	21
表 4: 重点公司盈利预测和投资评级	23
附表 1: 重点电力上市公司盈利性指标比较	26
附表 2: 重点电力上市公司盈利性指标比较 (续)	26
附表 3: 重点电力上市公司成长性指标比较	27
附表 4: 重点电力上市公司价格、成本、利润指标比较	27
附表 5: 道琼斯公用事业成份股估值比较	28

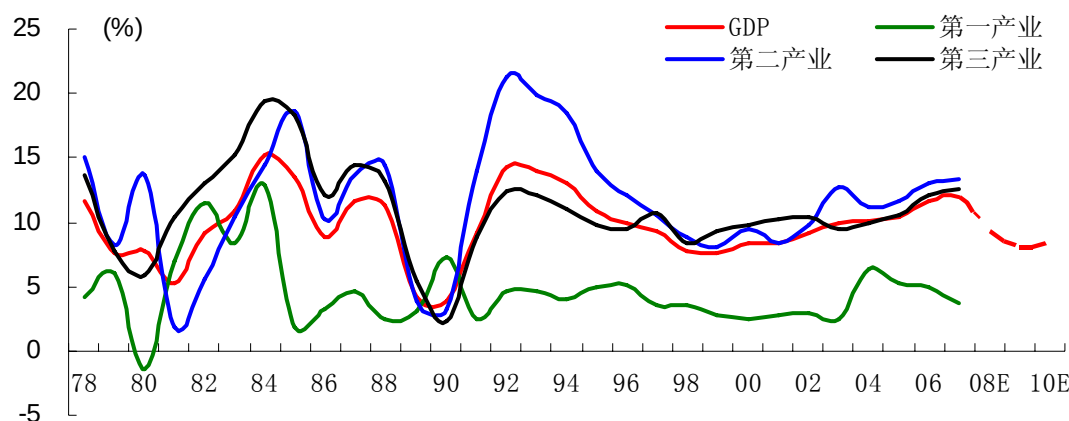
一、政策环境：经济减速为制度建设创造条件

尽管宏观经济调整，用电量增速下降增加了电力企业成长方面的不确定性，但是经济调整也为电力行业的制度建设创造了机会，电价机制、上网调度机制都可能在这次经济调整中得到完善。

1、宏观经济回调已是必然

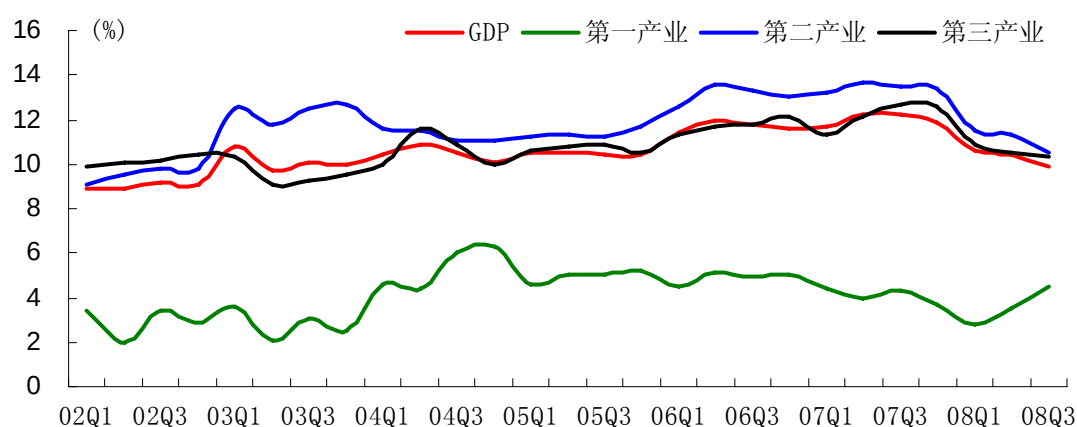
招商证券宏观经济研究小组的成果表明，2008 年四季度和 2009 年前两个季度将是我国经济的主要回调期，这三个季度的 GDP 增速预计分别为 7.7%、7.6% 和 7.5%。2009 年下半年我国经济增长开始恢复，预计 2008~2010 年 GDP 增速分别为 9.3%、8.1% 和 8.4%。

图1：1978~2010年GDP和三次产业年度增速比较



资料来源：招商证券

图2：2002~2008年GDP和三次产业季度增速比较

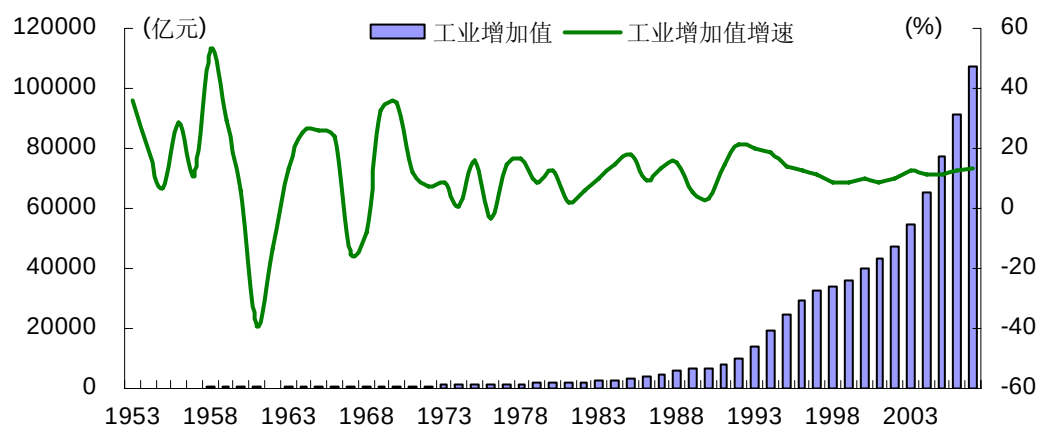


资料来源：招商证券

2、工业增速回落明显

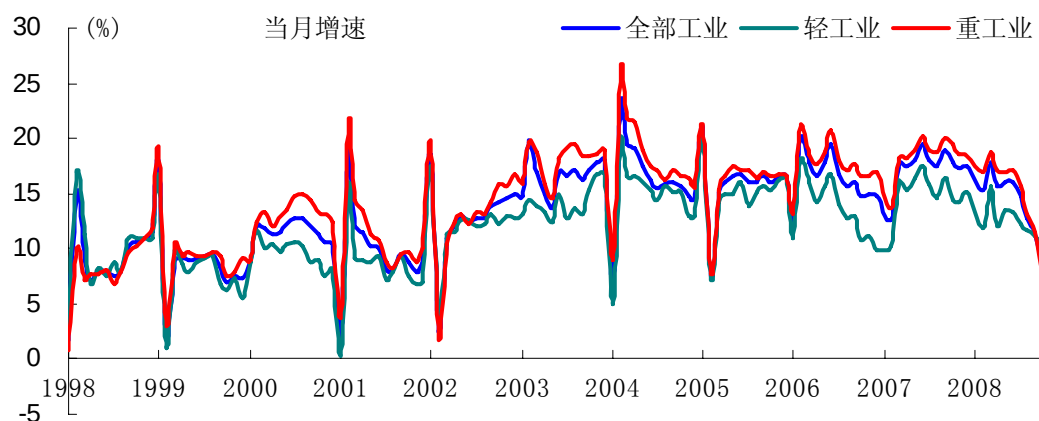
2008 年下半年以来，全国工业增速出现明显回落，重工业增速回落尤其明显。以钢铁、有色、建材、化工等为代表的重工业企业增速回落尤其明显，钢铁和化工企业的增速 10 月份出现负增长。

图3：1853 ~ 2007年工业增加值和增速比较



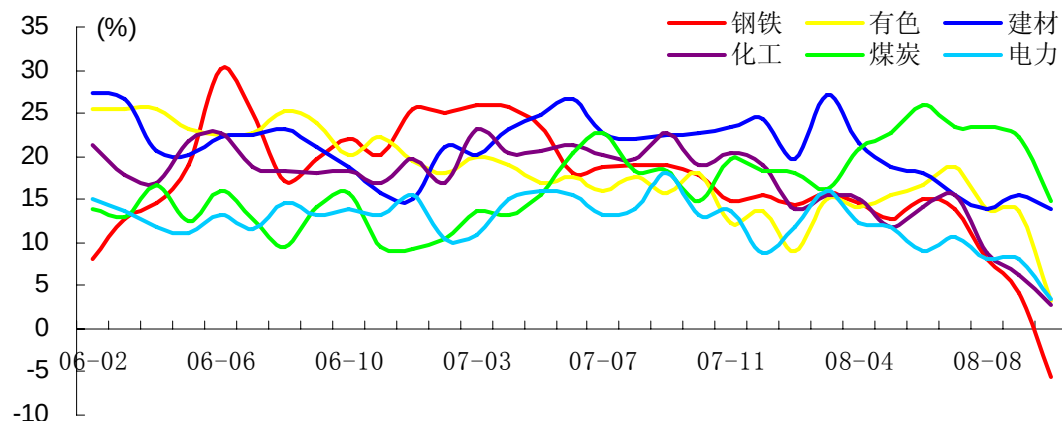
资料来源：招商证券

图4：1998 ~ 2008年工业增加值月度增速比较



资料来源：招商证券

图5：2006 ~ 2008年主要行业增加值增速比较



资料来源：招商证券

3、电价机制有望逐步完善

由于受到各种突发事件的影响，已经在 05、06 年执行两次的“煤电联动”政策在 2008 年并没有被完全执行。虽然 7 月 1 日和 8 月 20 日国家发改委两次下发文件，上调上网电价，但是与“煤电联动”政策规定的调价幅度仍然想去甚远。在雪灾、地震、奥运、金融危机等特殊事件的影响下，我们认为政府在 2008 年的政策选择是相对合理的。

需求增速下降和煤价下跌为政策调整和建立更加完善的价格体系提供了有利条件。我们判断：未来的定价机制一方面会向更加完善的制度化发展，另一方面也会因为各地区的情况不同而具有一定的灵活性。

- 从价格机制的制度化方面来看，我们判断在未来一定时期内，煤电联动仍将作为主要的定价方式，政府会利用煤价回调的时机对这一制度进行完善。
- 从区域定价的灵活性来看，由于我国各区域发电机组构成差异很大，发电成本也相差悬殊，对部分电量采取灵活定价的政策也具有必然性。例如在水电非常丰富的湖北省、煤炭资源非常丰富的内蒙古自治区，都可以通过大用户直供电等方式充分，让现有产能和资源发挥得更加充分。

4、电力定价方式有望更加透明

11 月 3 日，国家发改委公布了《2007 年各省（自治区、直辖市）电网输配电价、销售电价标准表》，表中明确列示了各省的输配电价和销售电价。由于之前各省火电厂上网电价都已经公开，现在发电企业和电网企业的电价都已经比较透明。

公布输配电价和销售电价水平，有利于社会对电力企业进行监督。同时，由于各个环节电价的成本构成比较透明，进行煤电联动、多边交易或竞价上网时，企业之间的利益分配和转移更容易判断。

从长期的定价方式改革和监管来看，电网企业的输电价格和配电价格有望进一步分开公示，使电网企业的成本构成更加透明。

5、上网调度方式有望更加灵活

2008 年 10 月 16 日，国家电监会对内蒙古自治区政府进行复函，同意推进内蒙古电力多边交易市场建设。11 月 25 日，国家电网内蒙古电力公司与包头铝业股份有限公司签订内蒙古自治区第一份电力多边交易协议。

我们认为，实施多边交易对发电企业、电网企业、用电企业是多赢的选择。通过多边交易政策，内蒙古境内符合国家产业政策、环保要求的铁合金、多晶硅等 9 个行业的企业，可分别享受到比现行电价低 4 分至 8 分钱的优惠电价。

从目前的形势来看，节能调度仍会是短期内的主要调度方式，而且，随着用电量增速的下降，电力更加富裕，实行节能调度的效果会更加明显。作为节能调度方式的补充，多边交易、大用户直购电等方式的推行，实际上是按照边际成本进行定价，大容量、低能耗的机组有更多的机会参与这些交易方式并获利。

表1: 2007年省级电网销售电价和输配电价标准

区域	上网电价 元/千千瓦时	输配电价 元/千千瓦时	销售电价 元/千千瓦时	上网电价比例 %	输配电价比例 %
北京	462.35	162.68	625.03	74%	26%
天津	406.92	136.32	543.24	75%	25%
河北南网	360.60	98.65	459.25	79%	21%
山西	295.39	126.13	421.52	70%	30%
内蒙古西部	259.02	83.04	342.06	76%	24%
山东	397.38	95.22	492.60	81%	19%
上海	467.98	195.14	663.12	71%	29%
江苏	424.96	169.90	594.86	71%	29%
浙江	463.74	109.52	573.26	81%	19%
安徽	382.42	129.50	511.92	75%	25%
福建	386.93	103.39	490.32	79%	21%
湖北	366.91	165.09	532.00	69%	31%
河南	350.75	80.76	431.51	81%	19%
湖南	355.00	155.55	510.55	70%	30%
江西	385.31	131.11	516.42	75%	25%
重庆	344.63	181.72	526.35	65%	35%
四川	319.87	167.56	487.43	66%	34%
陕西	302.74	131.98	434.72	70%	30%
甘肃	240.45	131.48	371.93	65%	35%
宁夏	253.40	128.17	381.57	66%	34%
青海	200.75	105.41	306.16	66%	34%
新疆	263.46	187.52	450.98	58%	42%
辽宁	368.66	153.65	522.31	71%	29%
吉林	366.05	161.00	527.05	69%	31%
黑龙江	354.63	162.28	516.91	69%	31%
广东	508.66	181.02	689.68	74%	26%
广西	338.12	118.92	457.04	74%	26%
云南	251.92	140.21	392.13	64%	36%
贵州	278.04	108.78	386.82	72%	28%
海南	407.87	206.82	614.69	66%	34%
西藏	338.85	169.68	508.53	67%	33%
平均	351.73	141.23	492.97	71%	29%

资料来源: 招商证券

二、供需关系：用电增速下降，机组投产放缓

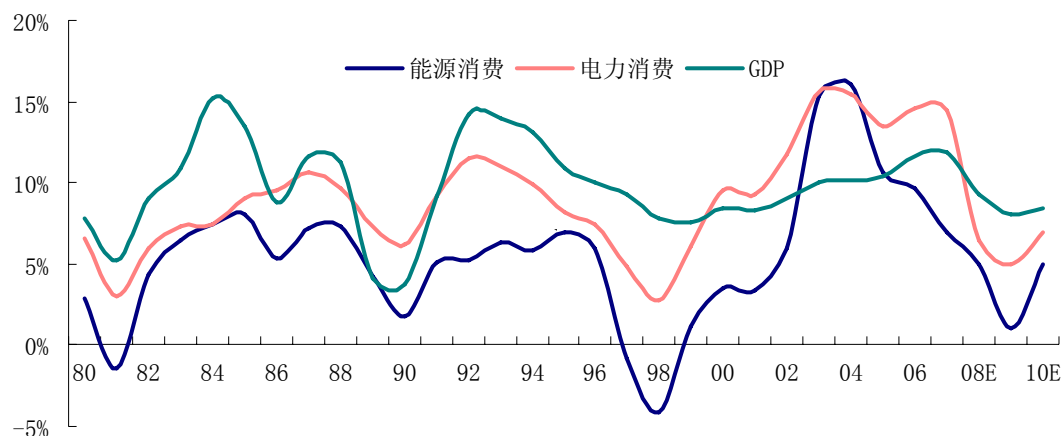
由于各主要用电行业用电量增速下降，预计 2008~2010 年电力弹性系数分别为 0.7、0.6、0.8，用电量增速分别为 6.5%、5%、7%。预计 2008~2010 年新增装机分别为 7500 万千瓦、8500 万千瓦和 8000 万千瓦，由于装机增速高于用电量增速，利用小时分别下降到 4850 小时、4750 小时和 4700 小时。

1、GDP 增速和电力弹性系数双双下降

9 月份以来，受外需减缓影响，我国 GDP 增速出现下降，用电量下降更加明显。全社会用电量 1~10 月份累计增速已经下降到 8.3%，10 月份单月全社会用电量同比下降 2%，发电量同比下降 4%。

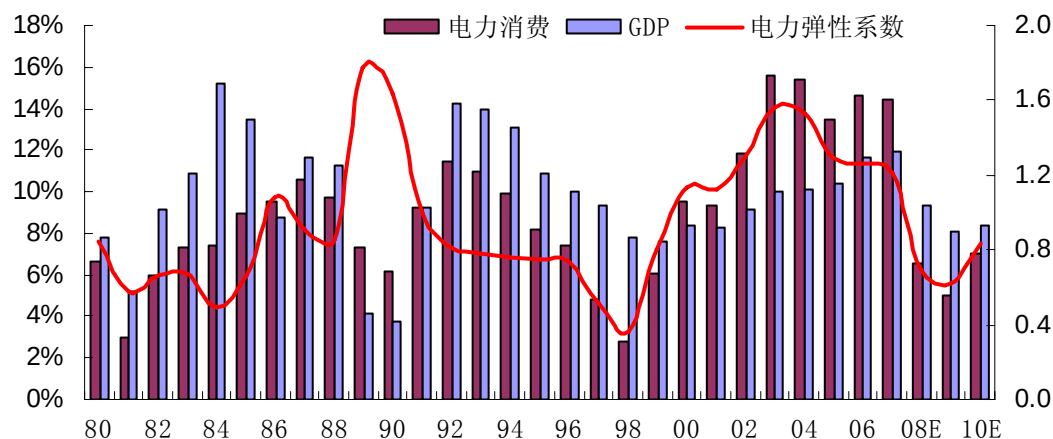
我们判断：在 GDP 增速下降的同时，由于钢铁等高耗能行业开工不足，用电量增速会大幅下降，电力弹性系数也会出现明显下降。预计 2008~2010 年的电力弹性系数分别为 0.7、0.6、0.8，用电量增速分别为 6.5%、5%、7%。

图6：能源消费、电力消费和GDP增速比较



资料来源：招商证券

图7：用电增速、GDP增速和电力弹性系数比较



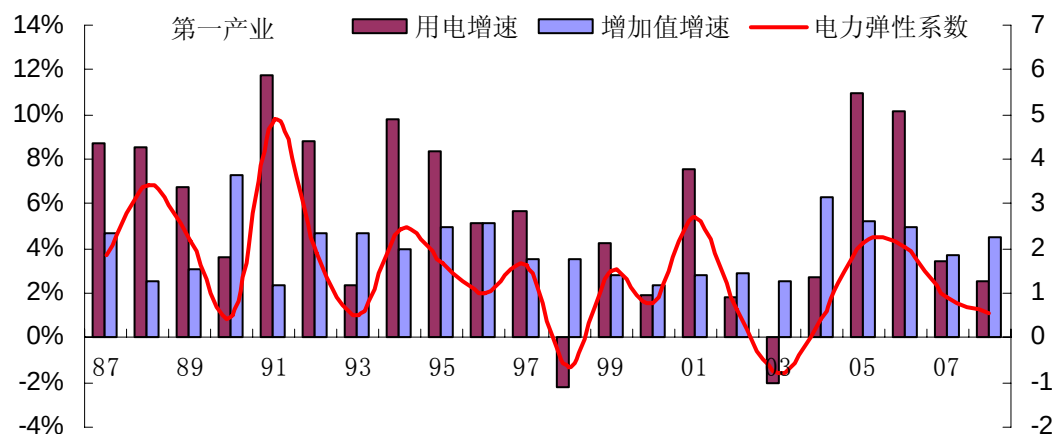
资料来源：招商证券

2、第二产业用电增速下降明显，一、三产业相对稳定

第二产业用电量增速明显下降，同时电力弹性系数也出现一定幅度下滑。从长期来看，随着第二产业增加值增速下降，电力弹性系数下降，总体用电量会呈现下降趋势。在三次产业用电比例中，第三产业的稳定增长和电力弹性系数相对稳定，会使第三产业的用电量比例增加。

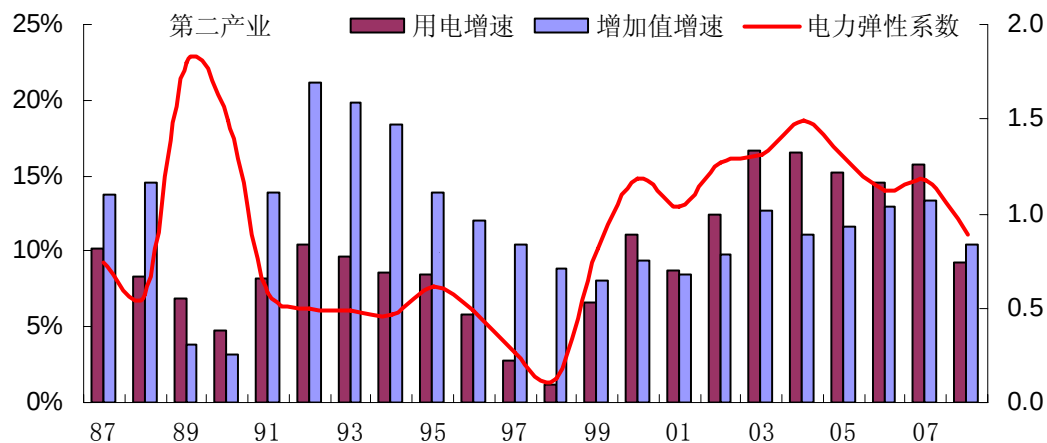
- 第一产业电力弹性系数波动性较大，最为明显的是用电量在 1998 年和 2003 年出现负增长。我们判断 1998 年是受全国出现大规模洪涝灾害的影响，2003 年是国家统计局的统计口径进行了调整，一些农业服务业划归到第三产业，用电量相应调整的影响。
- 2000~2007 年，第二产业电力弹性系数一直维持在 1 以上，这也是全国电力弹性系数较高的主要原因。不过 08 年第二产业的电力弹性系数预计会下降到 1 以下。
- 第三产业电力弹性系数 03~05 年由于统计口径问题出现一定波动，其余时间都比较稳定，尤其是最近三年，基本保持在 1 左右。

图8：第一产业用电增速和电力弹性系数

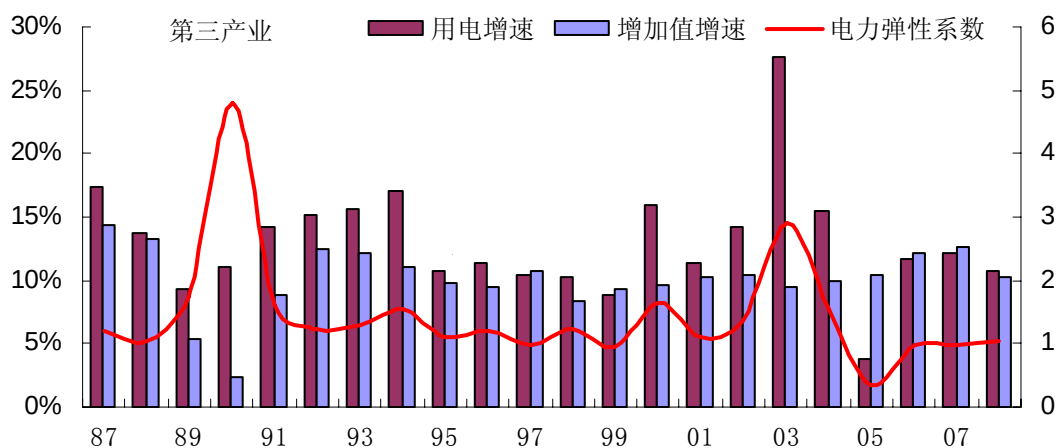


资料来源：招商证券

图9：第二产业用电增速和电力弹性系数



资料来源：招商证券

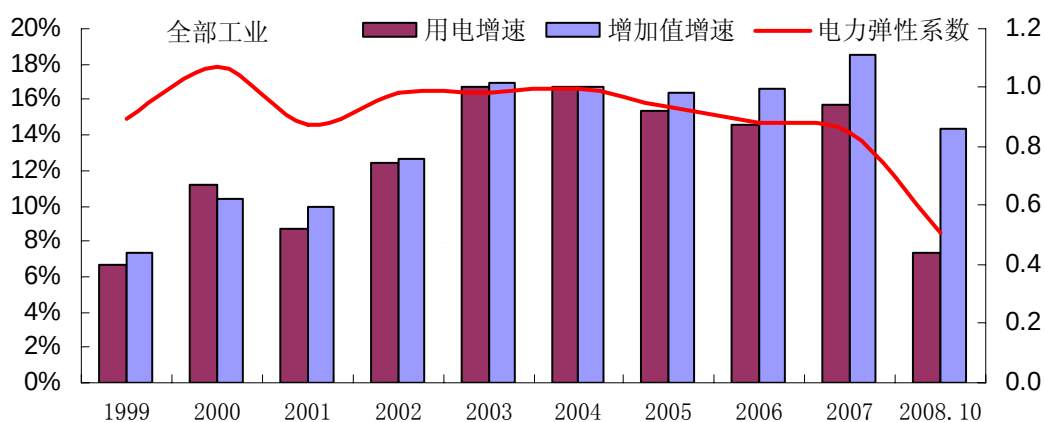
图10: 第三产业用电增速和电力弹性系数


资料来源: 招商证券

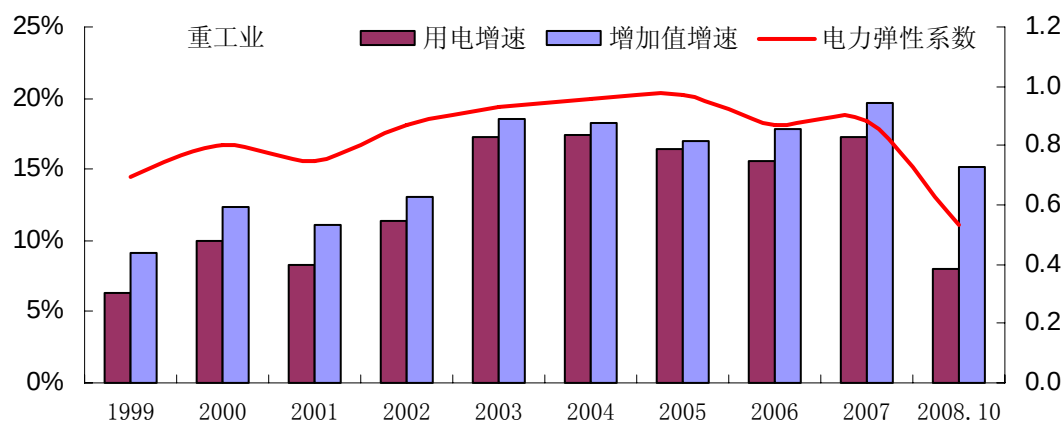
3、能耗降低导致工业用电弹性系数下降

虽然工业用电 2003 年以来一直是用电量增长的主要拉动力量，但是从电力弹性系数来看，单位工业产值耗用的电量并没有增加，重工业用电和轻工业用电都是这个趋势。因此，工业用电量的大幅增长主要来自于工业产值的增加，而不是单位产值电力消耗的增加。这表明，我国经济总体上是在向节能型社会发展。

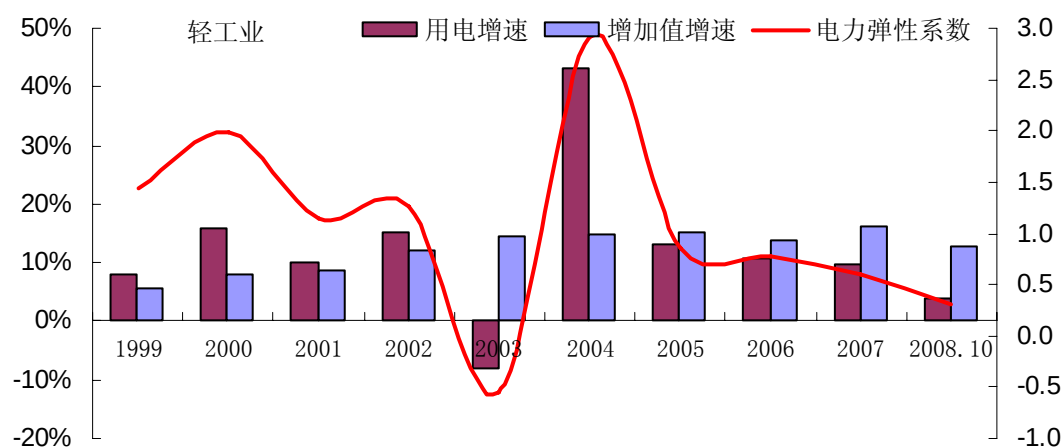
- 虽然工业用电增速较快，且对全部社会用电量拉动较大，但是由于单位产量能耗下降，工业用电弹性系数呈下降趋势，08 年前十个月的下降程度更加明显。
- 重工业用电的电力弹性系数自 99 年以来一直小于 1，用电量的快速增长，主要来自于重工业产值的快速增长。
- 如果扣除 2003 和 2004 年的波动，轻工业用电弹性系数总体上呈下降趋势，2005 年以来都小于 1。

图11: 全部工业用电增速和电力弹性系数比较


资料来源: 招商证券

图12: 重工业用电增速和电力弹性系数比较


资料来源: 招商证券

图13: 轻工业用电增速和电力弹性系数比较


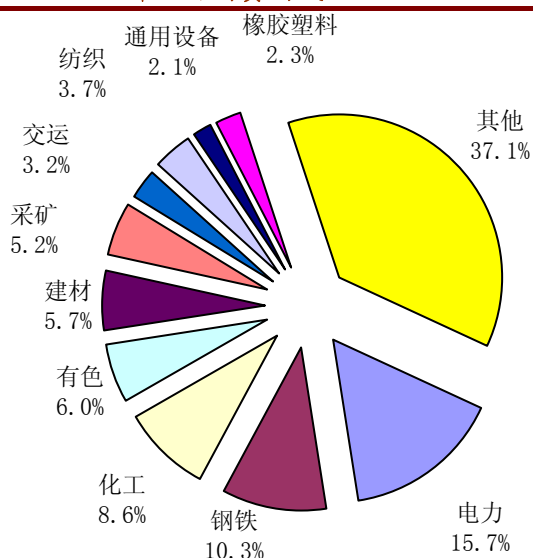
资料来源: 招商证券

4、主要用电行业用电量增速明显下降

我国电力消费相对集中，前十大行业用电量占全部用电量的 65% 左右。电力行业自身生产和传输过程中消耗电量最多，超过 14%，其他消费电量最多的行业分别为钢铁、化工、有色、建材等。从相对比较容易统计的行业来看，2008 年主要行业的用电量都出现明显下降。

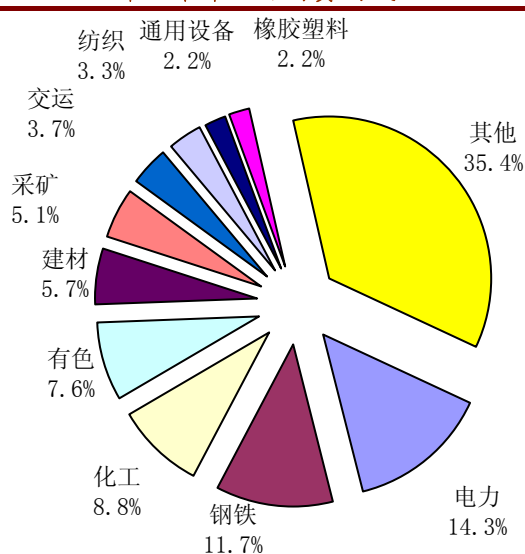
- 钢铁行业每年 20% 多的产量增速和用电量增速出现大逆转，08 年 1~10 月份钢材产量增速仅为 6%，用电量增速仅为 8%。
- 有色行业产量增速从 07 年的 24% 下降到前 10 个月的 12%，增速下降一半，用电量增速降幅更大，从去年的 33% 下降到今年前 10 个月的 10%。电力弹性系数从去年的 1.4 下降到今年的 0.8 左右。
- 建材行业以水泥为代表，产量增速从去年的 10% 下降到近前 10 个月的 6%，用电量增速下降到 8%，不过电力弹性系数仍然保持大于 1 的水平。

图 14: 2005 年电力消费构成



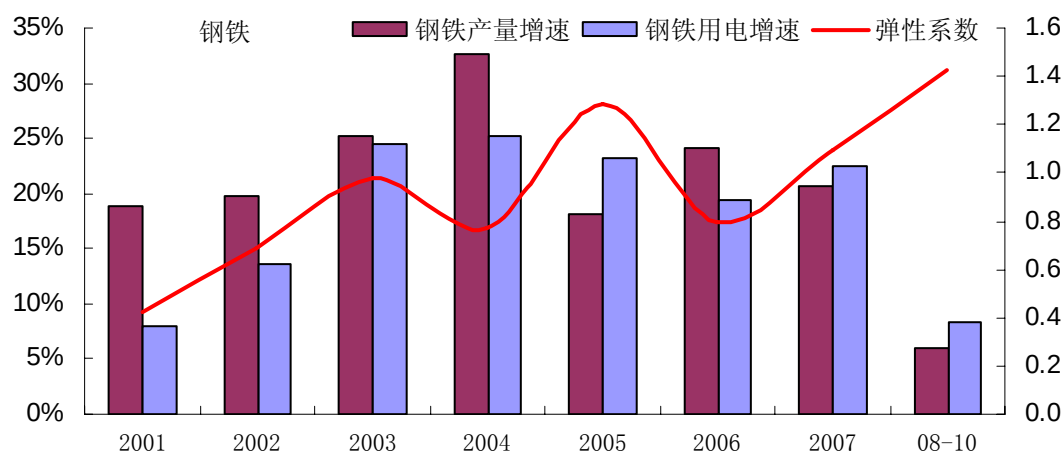
资料来源: 招商证券研发中心

图 15: 2008 年上半年电力消费构成



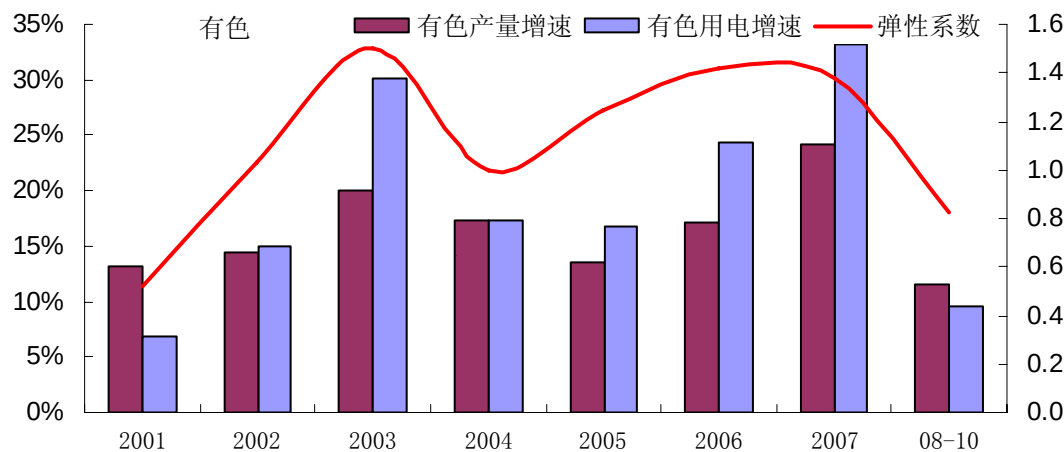
资料来源: 招商证券研发中心

图 16: 钢铁行业用电增速和电力弹性系数比较

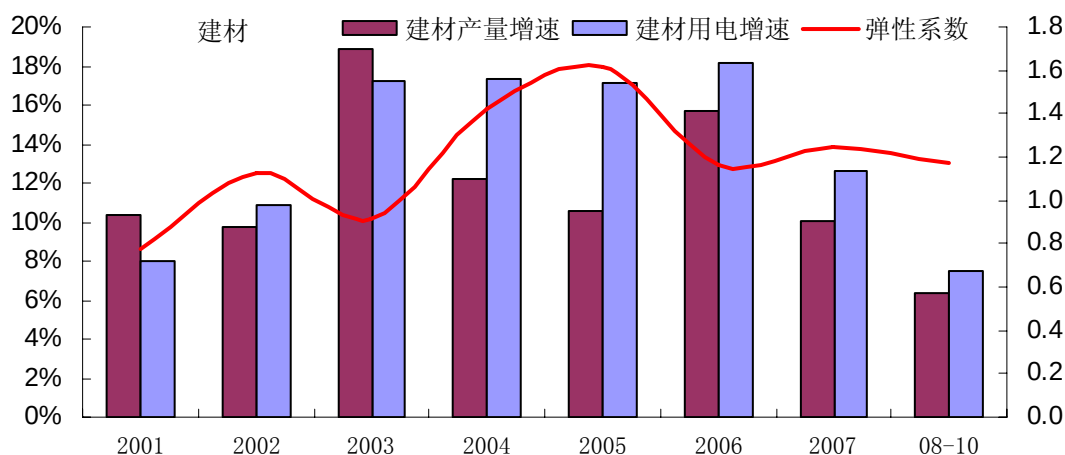


资料来源: 招商证券

图 17: 有色行业用电增速和电力弹性系数比较



资料来源: 招商证券

图18: 建材行业用电增速和电力弹性系数比较


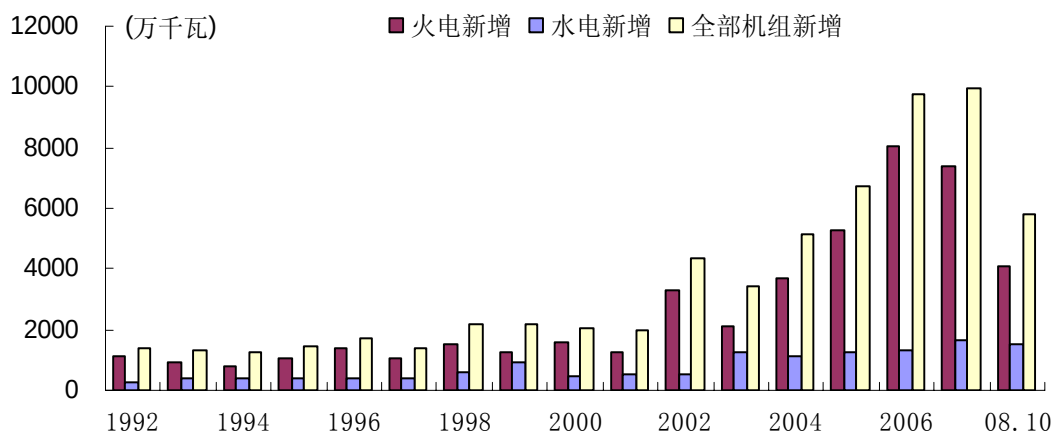
资料来源：招商证券

5、全年新增机组出现明显下降

在连续两年装机容量出现大幅增长之后，受国家调控等因素的影响，预计 08 年全年新增机组容量会出现一定幅度的下降，其中的主要因素有：

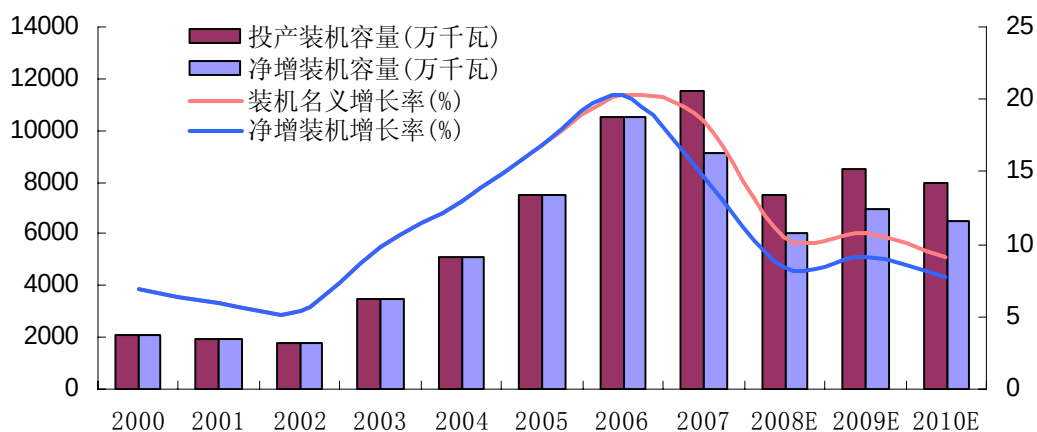
- 国家发改委进行宏观调控，新批项目较少；
- 发电企业资金相对紧张，投资力度减弱；
- 物价下降趋势明显，投资方主动推迟招标和建设进度；
- 增值税改革自 09 年 1 月 1 日开始实施，出于避税考虑，电力企业推迟设备采购。

我们判断：2008 年全年新投产机组会低于年初的判断，实际投产将在 7500 万千瓦左右。相应的发电装机容量增速为 10.5%，扣除 1500 万千瓦左右的小机组关停之后增速为 8.4% 左右。2009 年新增发电装机容量将会回升到 8500~9000 万千瓦左右，由于发电能力一定程度上出现过剩，小火电机组关停力度会相应增加，不过我们还是以 1500 万千瓦作为基本假设。

图19: 1992~2008年新增机组容量比较


资料来源：招商证券

图20: 2000~2010年装机容量和增速比较



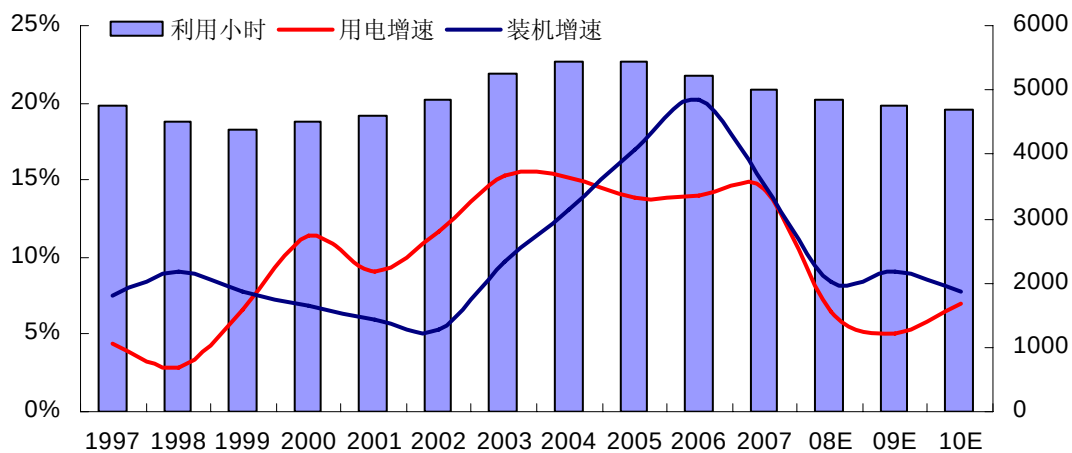
资料来源: 招商证券

6、利用小时未来两年仍会小幅下降

由于用电增速下降，低于装机容量增速，预计 2008~2010 年利用小时都会下降。

- 2008 年前 10 个月全部机组的利用小时为 4000 小时, 预计全年利用小时在 4800~4850 小时左右。
- 2009 年利用小时预计仍会下降 100 小时左右, 全年利用小时在 4750 小时左右。
- 2010 年利用小时下降 50 小时, 全年利用小时在 4700 小时左右。

图21: 2000~2010年装机容量和增速比较



资料来源: 招商证券

三、行业盈利：主要成本、费用下降促使行业回暖

2009 年细分行业的投资机会主要在火电行业中。由于煤价的大幅下跌和财务费用的下降，火电企业的主要成本项将明显下降，进而带来业绩的回升。水电行业同样受益于财务费用的下降，由于新增水电机组的贡献，总体盈利预计也会增加。电网公司受政策影响，盈利受负面影响较大，不过预计政府也会出台一定的补救措施。

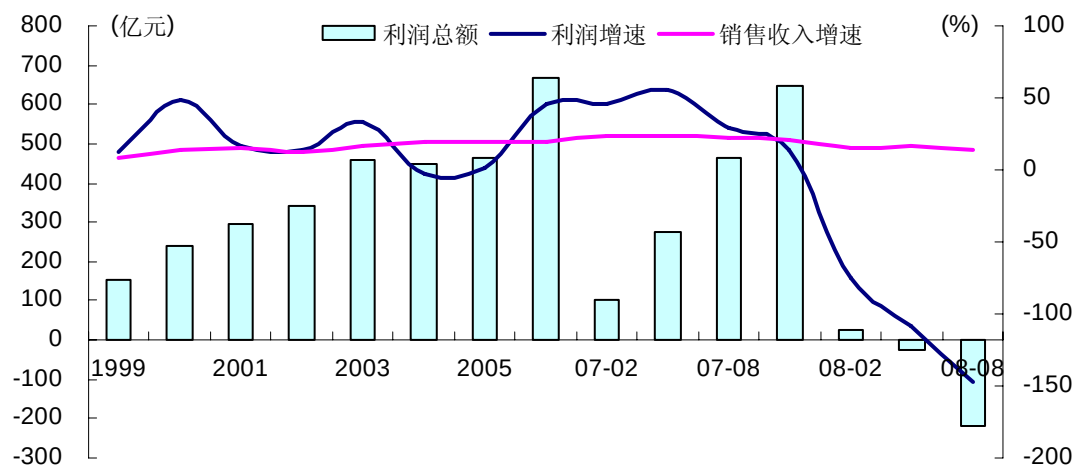
1、火电企业 08 年巨额亏损，09 年盈利大幅回升

1~8 月份全国火电企业实现销售收入 5895 亿元，同比增长 13.35%；而利润总额为-216 亿元，同比下降 147%。

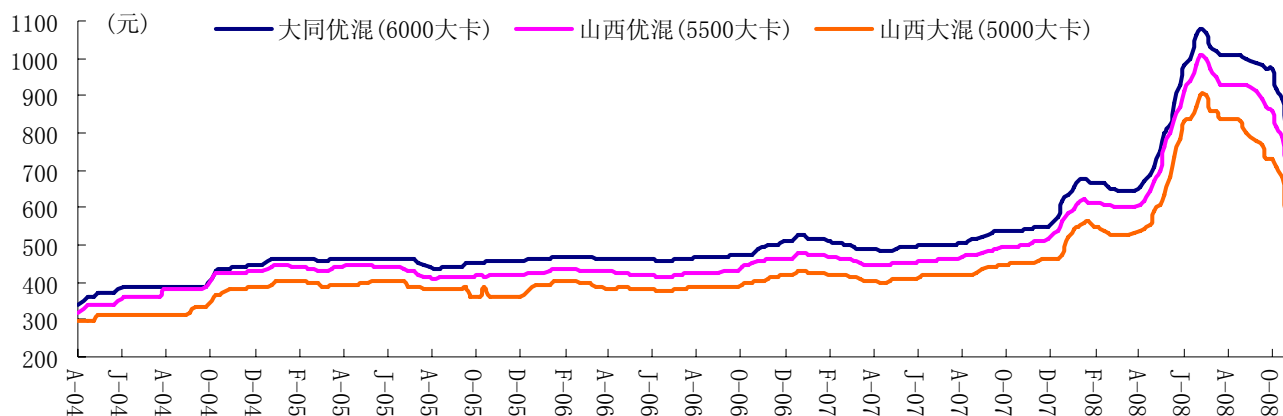
火电企业 1~8 月份销售成本为 5605 亿元，同比增加 1282 亿元，这部分增加的成本主要来自于煤炭价格上涨。目前，秦皇岛大同优混最新价 700 元/吨、山西优混最新价 590 元/吨、山西大混最新价 500 元/吨，分别比年初上涨 140 元/吨、65 元/吨和 35 元/吨。

尽管 08 年火电企业亏损严重，但是由于煤价下跌和财务费用的下降，我们判断 09 年火电企业的盈利将会出现较大幅度的回升。

图22：火电企业销售收入和利润总额变动情况



资料来源：招商证券

图23: 秦皇岛动力煤价格变动情况


资料来源: 中国煤炭市场网, 招商证券

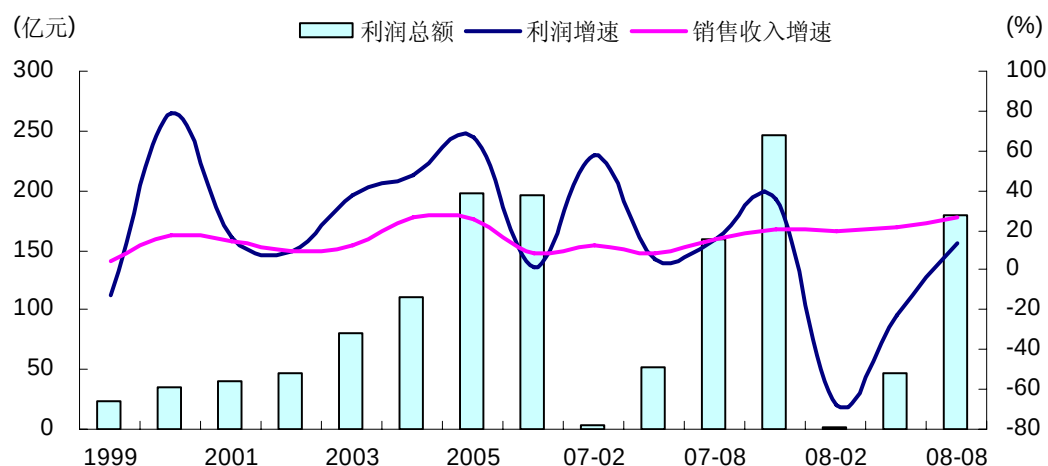
2、水电企业盈利有望保持稳定增长

1~8月份全国水电企业实现销售收入 782 亿元, 同比增长 26.6%; 而利润总额为 180 亿元, 同比增长 13.2%。

对两年同期数据进行比较, 我们可以发现: 销售收入同比增长 26.6%, 主营成本同比增长 27.4%, 销售税金同比增长 29.2%, 销售费用同比增长 18.1%, 管理费用同比增长 7.3%, 财务费用同比增长 32.4%。

水电行业营业成本、销售税金、财务费用增速均高于销售收入增幅, 反应出水电企业主营成本和实际销售税负增加, 财务负担很重。不过可控的销售费用和管理费用均低于销售收入增幅, 反映出企业管理水平的提升。

1~8月份水电行业财务费用 138 亿, 约为主营业务成本的 1/3, 反映出水电企业负债率较高的特点, 随着降息周期的延续, 水电行业的财务负担有望进一步减轻, 实际盈利能力将增加。

图24: 水电企业销售收入和利润总额变动情况


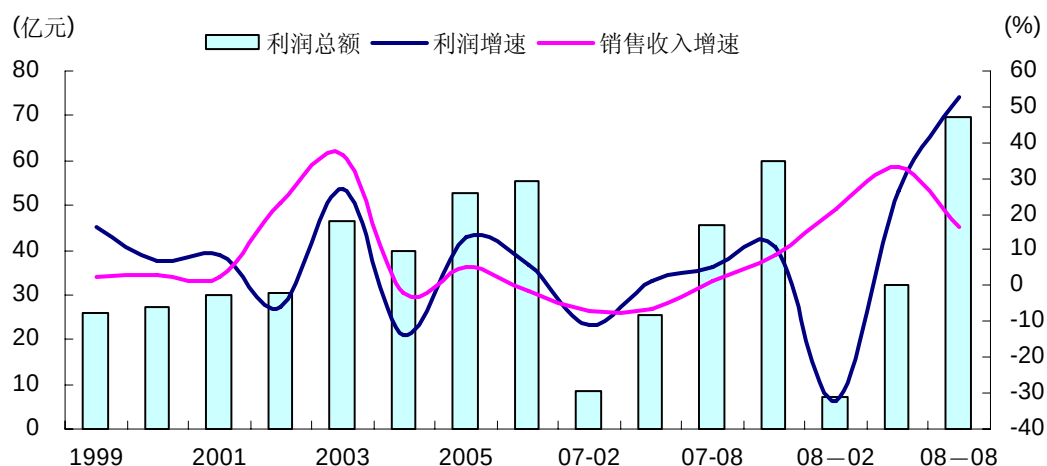
资料来源: 招商证券

3、核电企业利润大幅增加，预计明年盈利稳定增长

1~8 月份全国核电企业实现销售收入 161 亿元，同比增长 16.7%；实现利润总额为 69.8 亿元，同比增长 52.8%。

截至到 8 月底，核电行业营业成本增长 9.4%，销售税金增加 119%，销售费用下降 68.6%，管理费用下降 11.1%，财务费用增加 0.7%。由此可以看出，收入增加和成本费用基本稳定，保证了核电企业盈利大幅增加。核电企业 1~8 月份的利润总额已经超过去年全年的利润总额。

图25：核电企业销售收入和利润总额变动情况



资料来源：招商证券

4、电网企业受政策影响利润下降

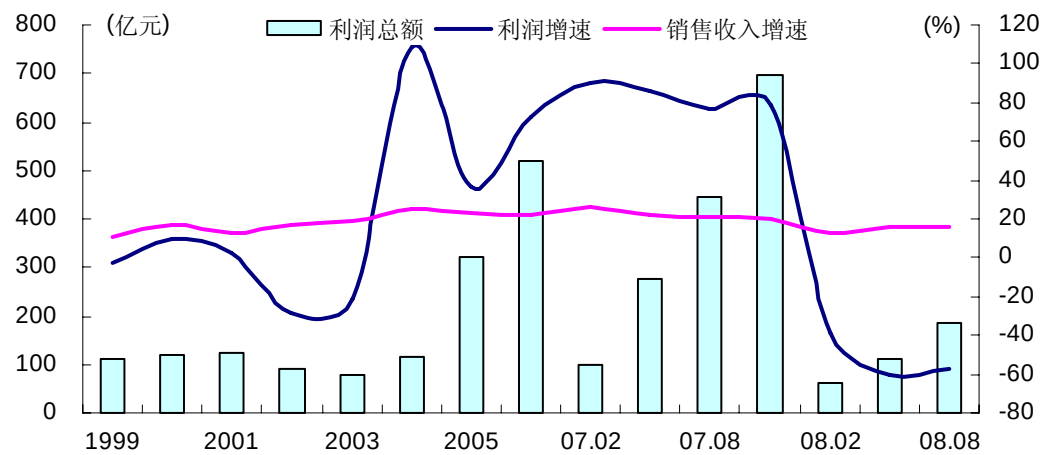
1~8 月份全国电网企业实现销售收入 1143 亿元，同比增长 16.1%；实现利润总额为 188 亿元，同比下降 57.7%。

截至到 8 月底，电网企业主营成本同比增长 17.1%，与比销售收入增速高出 1 个百分点，财务费用同比增加 25.3%，比销售收入增速高出 9.2 个百分点。前 8 个月电网企业财务费用支出 202 亿元，说明电网公司的负债率同样很高，财务压力同样较大。

由于从 8 月 1 日起，上网电价上调 2 分/千瓦时，但是销售电价不上调，这将增加电网公司 08 年购电成本约 300 亿元。考虑到电网公司前 8 个月的利润总额才 188 亿元，从全年来看，如果没有财政补贴，电网企业将出现全行业亏损。

2009 年如果没有新的政策出台，我们判断电网公司的亏损额将大幅增加，即使考虑降息等有利因素的影响，亏损幅度也将超过 500 亿元。不过，对于这种政策性亏损，我们认为政府将会出台相应的补偿措施。

图26: 电网企业销售收入和利润总额变动情况



资料来源: 招商证券

四、投资策略：战略相持阶段攻守兼备的优秀品种

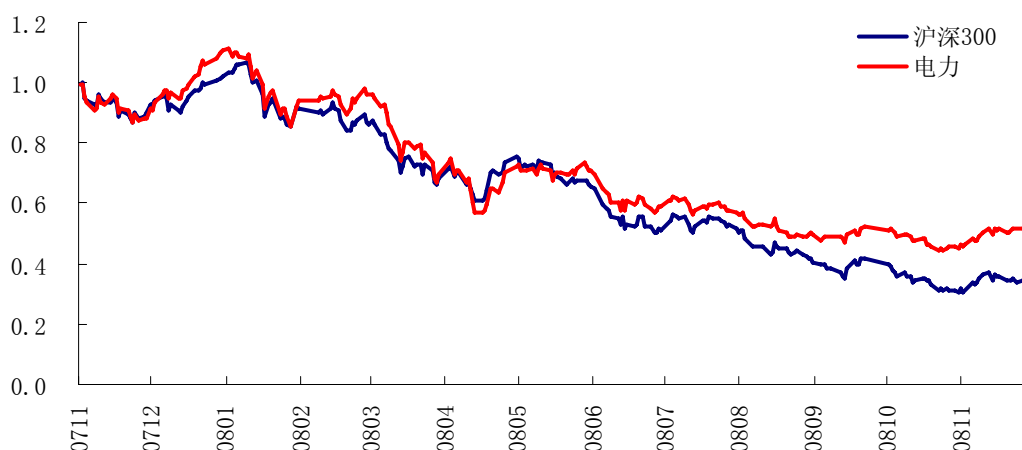
从防守的角度来说，虽然前期很多电力公司的股票都出现了反弹，但是仍然处在“公允价值”附近，现在电力公司业绩都在快速恢复，逐步接近正常盈利水平，股价大幅下跌可能很小，可以公允价值作为价格底线。一些业绩恢复快的公司，有望率先进入用 PE 进行估值的进攻状态。在市场整体处于波动状态的战略相持阶段，我们认为电力板块是攻守兼备的优秀投资品种。

1、电力板块收益率回顾

电力板块在熊市中的超额收益明显，2007 年 11 月份以来的一年间，电力板块相对沪深 300 有 17 个百分点的相对收益。在近期相对收益也比较明显：

- 过去一个月相对收益为 3 个百分点；
- 过去三个月相对收益为 11 个百分点；
- 过去六个月相对收益为 11 个百分点。

图27：电力板块和沪深300指数走势比较

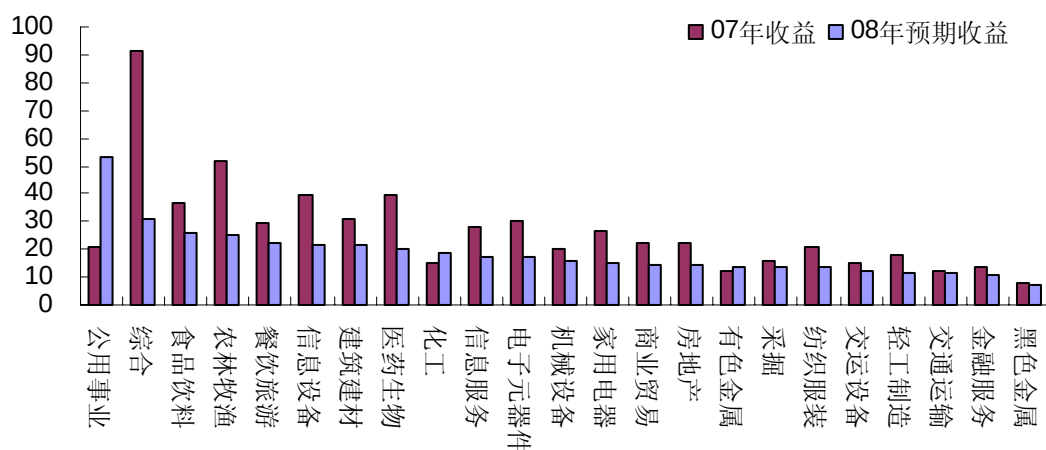


资料来源：Wind，招商证券

2、电力与其他行业 PE 比较

按照最新股价计算，以 07 年每股收益计算的电力板块 PE 为 21 倍，在全部 23 个行业中处于中游位置。从过去 5 年的业绩来看，07 年的业绩并不是特别高估，因此 PE 基本可以代表正常情况下的估值水平。

按照 2008 年预测市盈率来看，电力板块最高，达到 54 倍。这也充分体现了电力板块在电价、煤价扭曲情况下的不利处境。不过，我们坚持认为电力板块是提前反映了外部环境的不利形势，而其行业还没有充分反映，在未来的一年中，电力板块的 PE 应该是逐步下降，而其他多数行业的 PE 应该是逐步上升。

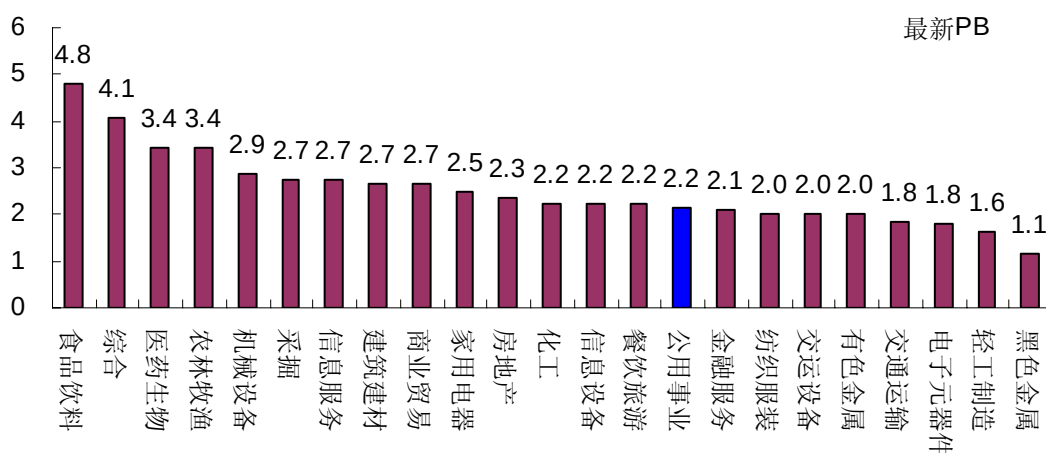
图28: 不同行业07年市盈率和08年预期市盈率比较


资料来源: Wind, 招商证券

3、电力与其他行业 PB 比较

按照最新股价计算，以 07 年每股收益计算的电力板块 PE 为 21 倍，在全部 23 个行业中处于中游位置。从过去 5 年的业绩来看，07 年的业绩并不是特别高估，因此 PE 基本可以代表正常情况下的估值水平。

按照 2008 年预测市盈率来看，电力板块最高，达到 54 倍。这也充分体现了电力板块在电价、煤价扭曲情况下的不利处境。不过，我们坚持认为电力板块是提前反映了外部环境的不利形势，而其行业还没有充分反映，在未来的一年中，电力板块的 PE 应该是逐步下降，而其他多数行业的 PE 应该是逐步上升。

图29: 不同行业的市净率比较


资料来源: Wind, 招商证券

4、战略相持阶段股价具有攻守兼备的价值

我们判断，由于经济基本面的不明朗，2009 年的股票市场仍将维持波动行情。在这种情况下，攻守兼备的公司价值更加突出。

➤ 从公司价值的底线来看，我们提出的按照“公允盈利能力”计算出的“公允价值”

可以作为防守的底线，如果低于这一价值线，将是较好的买入机会。（计算公允价值的的方法参见《电力行业 2008 年四季度投资策略——从战略防御阶段转入战略相持阶段》）

- 由于煤价大幅下跌，贷款利率不断下调，电力公司 09 年的业绩有望出现大幅回升，一些公司如果业绩恢复超出预期，也可以按照 PE 来进行估值，转入进攻状态。

表2：主要电力上市公司公允ROE选择

公司名称	2003	2004	2005	2006	2007	平均值	公允 ROE
上海电力	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%	5.9%	7.6%	8%
申能股份	13.6%	12.9%	13.7%	15.0%	13.2%	18.1%	12%
广州控股	13.9%	12.2%	8.3%	8.9%	13.4%	14.2%	10%
明星电力	9.0%	6.9%	-33.7%	-28.4%	9.6%	3.3%	10%
建投能源		16.9%	10.6%	11.1%	13.9%	13.1%	10%
吉电股份	2.9%	2.2%	-5.5%	3.6%	3.5%	4.2%	6%
皖能电力	8.8%	4.7%	-0.4%	2.0%	1.7%	5.6%	6%
深圳能源	19.9%	16.9%	16.2%	17.0%	14.2%	16.5%	12%
内蒙华电	8.1%	6.5%	1.5%	4.9%	4.7%	7.1%	8%
华能国际	16.6%	15.1%	12.6%	13.7%	13.5%	13.2%	12%
国投电力	20.0%	24.4%	27.5%	13.1%	13.2%	19.6%	12%
金山股份	10.6%	10.3%	9.2%	7.6%	11.4%	9.6%	10%
国电电力	13.1%	14.1%	13.2%	12.7%	15.5%	22.7%	12%
桂冠电力	10.1%	8.1%	7.3%	9.7%	9.1%	10.1%	10%
华电国际	11.7%	11.0%	8.5%	8.7%	8.8%	11.6%	8%
桂东电力	9.4%	5.2%	8.5%	13.5%	13.4%	14.5%	12%
长江电力	14.3%	14.6%	15.1%	15.6%	15.2%	14.9%	15%
粤电力 A	15.6%	11.7%	8.6%	8.8%	7.2%	14.6%	8%
大唐发电	12.5%	14.2%	13.5%	14.5%	12.9%	13.5%	12%

资料来源：招商证券

表3：主要电力上市公司公允价值计算

公司名称	公司净资产 (亿元)	公允净利 (亿元)	总股本 (亿股)	EPS (元)	公允市 盈率	公允价格 (元)	实际价格 (元)	比值(公 允/实际)	三季度 EPS(元)
上海电力	75	6.0	21	0.29	16	4.57	3.41	1.34	-0.58
申能股份	134	16.1	29	0.55	16	8.87	6.63	1.34	0.17
广州控股	81	8.1	21	0.39	16	6.17	5.2	1.19	0.11
明星电力	9.6	1.0	3.2	0.30	16	4.80	4.3	1.12	0.26
建投能源	29	2.9	8.3	0.35	16	5.59	5.25	1.06	0.05
吉电股份	27	1.6	8.4	0.19	16	3.09	3.01	1.03	-0.13
皖能电力	38	2.3	7.8	0.29	16	4.68	4.59	1.02	0.08
深圳能源	107	12.8	22	0.58	16	9.34	9.3	1.00	0.41
内蒙华电	40	3.2	20	0.16	16	2.56	2.89	0.89	-0.13
华能国际	416	49.9	121	0.41	16	6.60	7.58	0.87	-0.22
国投电力	41	4.9	10.5	0.47	16	7.50	8.79	0.85	0.14
金山股份	10	1.0	3.4	0.29	16	4.71	5.55	0.85	0.04
国电电力	145	17.4	54	0.32	16	5.16	6.32	0.82	0.02
桂冠电力	39	3.9	14.7	0.27	16	4.24	5.84	0.73	0.01
华电国际	134	10.7	60	0.18	16	2.86	4.2	0.68	-0.23
桂东电力	6.7	0.8	1.5	0.54	16	8.58	12.63	0.68	0.49
长江电力	374	56.1	94	0.60	16	9.55	14.65	0.65	0.36
粤电力 A	84	6.7	27	0.25	16	3.98	6.48	0.61	-0.04
大唐发电	267	32.0	117	0.27	16	4.38	7.36	0.60	0.00

资料来源：招商证券

5、需要防范的潜在风险

尽管总体上我们对电力行业股价走势报乐观的态度，但是也提示投资者注意可能存在的风险因素：

- **电价下调的风险：**我们认为内蒙、宁夏、青海、云南等省对高耗能企业的电价优惠政策具有特殊性，也有时段性。由于高耗能企业相对集中，在这些省份中所占 GDP 比重又大，地方政府为了保 GDP，才要求对高耗能企业实行电价优惠，而且也只对符合环保要求的优质企业优惠。由于用电成本在多数行业中所占比重不大，因此其他省份下调电价的可能性较小。
- **煤价反弹的风险：**一个月来秦皇岛煤价出现大跌，主要煤种已经接近年初价格水平，这对火电企业来说是明显的利好。不过，如果下游需求恢复，煤价出现反弹，对电力企业的业绩恢复将是负面影响。

五、重点公司推荐

1、重点公司盈利预测和评级汇总

表4：重点公司盈利预测和投资评级

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
长江电力	14.65	0.60	0.44	0.46	23	22	3.7	强烈推荐 A
国电电力	6.02	0.34	0.05	0.11	120	55	2.3	审慎推荐 A
桂冠电力	4.71	0.23	0.02	0.13	236	36	1.8	审慎推荐 B
华能国际	7.07	0.50	-0.26	0.10	-27	71	2.0	审慎推荐 A
文山电力	9.56	0.35	0.45	0.55	21	17	5.3	审慎推荐 B
国投电力	8.33	0.30	0.19	0.38	44	22	2.1	审慎推荐 B
深圳能源	8.09	0.33	0.51	0.61	16	13	1.7	审慎推荐 B
中能股份	6.69	0.64	0.25	0.30	27	22	1.4	审慎推荐 B
建投能源	4.50	0.52	0.08	0.20	56	23	1.3	审慎推荐 B
粤电力 A	5.50	0.25	0.02	0.10	275	55	1.7	审慎推荐 B
大唐发电	6.86	0.29	0.04	0.16	172	43	3.0	中性 A
华电国际	3.8	0.20	-0.28	0.01	-14	380	1.7	中性 B

资料来源：招商证券

2、长江电力：强烈推荐—A

- **拥有稀缺的水电资源，价值有待重估。**我国水电资源比较丰富，但从长期来看，水电发电量占全部发电量比例小于 25%。与火电相比，水电具有可再生、污染少、成本低的优点。国家能源局局长张国宝明确表示，今后电价调整时要考虑水火电“同质不同价”的问题，促进水电发展。
- **整体上市平台，发展空间广阔。**中国长江三峡工程开发总公司是国务院授权开发长江上游的主体，除葛洲坝、三峡电站外，三峡总公司在建和拟建水电站装机超过 4000 万千瓦。长江电力是三峡总公司旗下唯一上市公司，预计三峡总公司将以长江电力为整体上市平台，逐步将水电资产注入上市公司。
- **现有业务盈利稳定，收购资产增厚业绩。**在不收购三峡机组情况下公司 08~10 年每股收益分别为 0.44 元、0.46 元和 0.48 元。最新信息显示，长江电力将先收购三峡电站投产机组，由于这些机组盈利性较强，将增厚公司业绩。长期股权投资价值在 167~214 亿元之间，未来有较大升值空间。可供出售金融资产价值约 85 亿元，可以作为业绩的稳定器。
- **维持“强烈推荐—A”的投资评级。**按照整体上市后发电业务每股收益 0.6~0.7 元的 16 倍市盈率计算，每股价值为 9.6~11.2 元。长期股权投资和可供出售金融资产总价值在 250~300 亿元之间，按照整体上市后平均股本 134 亿股计算，每股价值为 1.8 元~2.2 元。公司整体上市后每股价值为 11~13 元。

2、国电电力：审慎推荐—A

- **国电集团实现绝对控股，资本运作平台形成。**2007 年国电集团通过在“920”项目处置中收购辽宁省电力公司持有的国电电力股权，对国电电力实现了绝对控股。作为国资委直属的五大发电集团之一，为国电电力的发展提供强大支持。

- **2010 年装机容量有望翻番，水电拉动业绩增长。**公司储备项目丰富，在不考虑收购大股东电厂的情况下，公司可控装机容量 2010 年前都有望实现翻番。
- **水电贡献利润逐渐增加。**随着瀑布沟项目投产，2008~2010 年水电业务为国电电力贡献的净利润为 3.8 亿元、4.4 亿元和 7.5 亿元。
- **煤炭资源为火电盈利提供保障。**国电持股 50% 的内蒙古能源，核定煤矿储量 40 亿吨，煤炭热值在 6000 大卡以上，达产后年产量约 2000 万吨，目前已拿到 1000 万吨路条，预计 2010 年出煤，2012 年达产。煤炭资源与电力业务形成对冲，为盈利提供保障。
- **火电业务在煤电联动和煤价下跌后贡献利润有望回升。**由于煤价上涨，火电业务在 2008 年贡献的净利润下降，但是煤电联动后将出现回升。预计 09 年煤价将出现大幅下跌，预测 2008~2010 年公司火电业务贡献净利润分别为 5.85 亿元、9.23 亿元和 9.57 亿元。
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**预计 2008~2010 年每股收益 0.05 元、0.11 元和 0.37 元。考虑瀑布沟项目带来的收益和资产注入的潜在利好，公司每股价值为 7.7 元。维持“审慎推荐-A”投资评级，目标价 7.5~8 元。

3、桂冠电力：审慎推荐-B

- **流域整合平台已经形成。**桂冠电力向大股东大唐集团定向增发收购岩滩水电站的工作已经正式启动，如果顺利获得中国证监会核准，预计在 08 年上半年可以完成。通过定向增发，大唐集团将提高在桂冠电力中的控股比例，并在时机成熟时对红水河流域乃至广西的水电项目进行整合。
- **火电拖累业绩，难掩水电资源价值。**通过发挥整合平台的作用，桂冠电力发电装机容量和净利润都有快速增长的巨大潜力。
 - 桂冠电力自身项目储备 166.6 万千瓦，是现有装机规模的 60%，岩滩、龙滩已建和待建的装机容量是桂冠电力目前装机容量的 3 倍，不含桂冠电力现有装机，大唐广西分公司可供收购的装机规模是桂冠电力目前装机规模的 3.89 倍。
 - 桂冠电力水电业务 2007~2009 年的净利润分别为 4.80、6.8、7.6 亿元，分别同比增长 85%、41%、10%。
 - 受煤价上涨影响，预计桂冠电力火电业务 2007~2009 亏损额分别为 1.5 亿元、2 亿元和 8500 万元。
 - 由于优惠电价取消，公司参股的广西百色银海铝业净利润预计会下降。
- **龙滩是红水河上最闪耀的明珠。**预计龙滩水电站 2010 年净利润将达到 14.38 亿元，按 65% 的股权计算，归属大唐集团的净利润为 9.35 亿元，是桂冠电力现在水电利润的 1.5 倍。
- **维持“审慎推荐-B”的投资评级。**预估每股收益 08 年 0.02 元、09 年 0.13 元。考虑到公司丰富的水电资源，巨大的增长潜力，给予维持“审慎推荐-B”的投资评级。

4、华能国际：审慎推荐—A

- **全国火电龙头，优质的资本运作平台。**国内最大的上市发电公司，全资拥有 16 家电厂，控股 12 家电力公司，参股 4 家电力公司，2007 年底总权益装机容量达到 3699 万千瓦，具有明显的规模优势。
- **具有一定的资产优势。**大股东中国华能集团装机容量已经达到 7158 万千瓦，2010 年装机目标为 8000 万千瓦。华能国际作为华能集团的旗舰上市公司，长期得到集团公司的支持，可优先收购大股东的优质资产。
- **收购“中新电力”，重在国际化。**华能国际在公布年报的同时发布公告，拟收购母公司华能集团旗下的中新电力（私人）有限公司，并通过中新电力控股新加坡大士能源，从而进入新加坡电力市场。此举的重要意义在于帮助华能国际实现国际化，并使公司进入到售电领域。
- **管理水平高，短期困境不影响公司长期间价值。**公司发电煤耗、厂用电率等各项经营指标在全国同行业中都名列前茅，是国内发电公司的典范，具有强大的竞争力。公司最早进行市场化经营，适应市场能力强，虽然煤价上涨影响公司业绩，但是并未削弱公司在行业中的龙头地位和长期投资价值。
- **维持“审慎推荐—A”的投资评级。**预计 2008~2009 年每股收益 - 0.26 元和 0.10 元。考虑公司在行业整合中的巨大优势和业绩对煤价的巨大弹性，维持“审慎推荐—A”投资评级。

附表1: 重点电力上市公司盈利性指标比较

	销售毛利率			销售净利率			营业利润率			期间费用率		
	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1
火电												
深圳能源	28%	27%	19%	20%	19%	11%	22%	20%	12%	5%	7%	7%
粤电力 A	25%	21%	7%	11%	8%	-3%	16%	12%	-2%	8%	9%	10%
宝新能源	40%	40%	28%	26%	26%	72%	26%	27%	89%	12%	10%	16%
华能国际	24%	19%	5%	15%	13%	-2%	18%	14%	-2%	7%	7%	7%
上海电力	15%	13%	-2%	8%	9%	-16%	9%	8%	-15%	9%	10%	13%
华电国际	20%	19%	5%	9%	8%	-4%	13%	9%	-7%	7%	10%	11%
广州控股	20%	21%	15%	17%	19%	8%	21%	27%	11%	3%	4%	4%
金山股份	33%	34%	27%	15%	12%	5%	20%	17%	6%	15%	18%	18%
中能股份	23%	28%	19%	22%	29%	16%	27%	36%	20%	4%	4%	5%
国电电力	22%	25%	16%	13%	15%	5%	15%	17%	7%	9%	9%	10%
内蒙华电	10%	11%	8%	6%	6%	2%	7%	6%	2%	7%	10%	13%
国投电力	26%	25%	17%	15%	14%	5%	17%	16%	6%	10%	12%	12%
大唐发电	30%	28%	16%	15%	13%	3%	20%	18%	3%	9%	9%	12%
水电												
桂冠电力	28%	33%	25%	15%	15%	-1%	15%	15%	1%	13%	16%	23%
长江电力	70%	70%	59%	51%	62%	44%	67%	79%	50%	14%	13%	17%
热电												
滨海能源	22%	15%	7%	6%	1%	-5%	11%	3%	-4%	8%	11%	11%
京能热电	18%	19%	18%	9%	12%	7%	13%	14%	10%	5%	4%	7%
发电												
郴电国际	18%	23%	22%	-1%	8%	-33%	1%	10%	5%	15%	12%	15%
文山电力	34%	32%	32%	13%	14%	12%	16%	16%	14%	17%	15%	18%
全行业均值	27%	26%	18%	15%	16%	7%	19%	19%	11%	9%	10%	12%
全行业中值	24%	25%	17%	15%	13%	5%	16%	16%	6%	9%	10%	12%

资料来源: 招商证券

附表2: 重点电力上市公司盈利性指标比较 (续)

	ROE			ROA			ROIC		
	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1
火电									
深圳能源	17%	17%	5%	14%	11%	4%	13%	9%	2%
粤电力 A	9%	8%	-1%	8%	7%	-1%	5%	4%	0%
宝新能源	41%	14%	13%	13%	11%	9%	11%	9%	7%
华能国际	14%	13%	-1%	10%	8%	-1%	7%	6%	0%
上海电力	6%	7%	-7%	6%	5%	-1%	3%	3%	-3%
华电国际	9%	9%	-4%	6%	5%	-1%	3%	2%	-1%
广州控股	9%	13%	2%	11%	15%	4%	7%	10%	2%
金山股份	10%	12%	3%	5%	9%	3%	2%	3%	1%
中能股份	17%	14%	4%	14%	13%	4%	12%	10%	3%
国电电力	13%	15%	2%	7%	8%	2%	4%	5%	1%
内蒙华电	5%	5%	-1%	4%	4%	-2%	1%	1%	0%
国投电力	19%	19%	3%	11%	10%	3%	4%	4%	1%
大唐发电	14%	13%	1%	8%	9%	0%	4%	4%	0%
水电									
桂冠电力	10%	10%	0%	7%	8%	-2%	3%	3%	0%
长江电力	16%	15%	4%	14%	15%	4%	9%	10%	3%
热电									
滨海能源	10%	1%	-3%	6%	4%	0%	2%	0%	-2%
京能热电	9%	12%	4%	10%	10%	3%	9%	9%	2%
发电									
郴电国际	-10%	9%	-43%	2%	9%	-7%	-3%	3%	-13%
文山电力	14%	20%	8%	10%	13%	6%	7%	11%	5%
全行业均值	12%	12%	-1%	9%	9%	1%	6%	6%	0%
全行业中值	10%	13%	2%	8%	9%	2%	4%	4%	1%

资料来源: 招商证券

附表3: 重点电力上市公司成长性指标比较

	主营收入 (亿元)			净利润 (亿元)			主营收入增长率			净利润增长率		
	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1
火电												
深圳能源	94.1	103.6	54.2	18.9	19.4	4.9	36%	10%	48%	33%	3%	-46%
粤电力 A	87.3	103.9	56.9	9.2	8.3	(0.6)	5%	19%	16%	8%	-10%	-113%
宝新能源	10.1	12.8	4.6	2.6	3.3	3.3	72%	27%	-37%	217%	26%	57%
华能国际	444.3	504.3	308.0	68.2	64.2	(4.6)	10%	14%	33%	22%	-6%	-116%
上海电力	78.8	77.9	42.0	6.2	7.0	(6.5)	5%	-1%	7%	8%	13%	-410%
华电国际	147.8	204.9	138.0	13.7	15.5	(5.1)	11%	39%	61%	24%	13%	-189%
广州控股	60.8	71.5	39.7	10.6	13.9	1.8	-3%	18%	25%	15%	31%	-74%
金山股份	6.7	15.2	9.3	1.0	1.8	0.3	96%	128%	41%	81%	81%	-60%
中能股份	88.7	82.6	49.9	19.7	24.3	5.7	11%	-7%	24%	25%	23%	-47%
国电电力	145.3	174.7	87.4	18.5	25.4	3.3	32%	20%	13%	21%	38%	-44%
内蒙华电	64.9	68.2	35.7	3.9	3.8	(0.5)	25%	5%	1%	55%	-4%	-140%
国投电力	62.1	66.5	34.4	9.6	9.2	1.2	103%	7%	0%	46%	-4%	-60%
大唐发电	249.0	328.3	176.5	37.5	44.1	4.2	38%	32%	14%	24%	18%	-77%
水电												
桂冠电力	32.5	33.6	14.1	4.8	5.1	(0.2)	26%	3%	-12%	61%	6%	-115%
长江电力	70.5	87.4	34.4	36.2	53.7	14.8	-3%	24%	1%	8%	49%	-35%
热电												
滨海能源	3.6	3.9	2.2	0.2	0.1	(0.1)	11%	8%	16%	-37%	-73%	103%
京能热电	15.3	16.4	8.2	1.4	1.9	0.6	-1%	7%	-1%	6%	34%	-35%
发电												
郴电国际	10.2	13.5	5.8	(0.1)	1.1	(2.2)	23%	32%	2%	-115%	-1112%	-810%
文山电力	6.0	8.7	4.4	0.8	1.3	0.5	28%	46%	22%	-1%	64%	124%
全行业均值	88.3	104.1	58.2	13.8	16.0	1.1	18%	18%	23%	22%	15%	-83%
全行业中值	64.9	71.5	35.7	9.2	8.3	0.5	4%	10%	4%	39%	-10%	-83%

资料来源: 招商证券

附表4: 重点电力上市公司价格、成本、利润指标比较

	上网电价 (元/千瓦时)			发电成本 (元/千瓦时)			度电毛利 (元/千瓦时)			度电净利 (元/千瓦时)		
	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1	2006	2007	08H1
火电												
深圳能源	0.671	0.542	0.593	0.414	0.337	0.410	0.159	0.127	0.096	0.115	0.087	0.046
粤电力 A	0.404	0.452	0.453	0.258	0.305	0.361	0.086	0.081	0.026	0.036	0.031	-0.004
宝新能源	0.575	0.584	0.543	0.289	0.299	0.335	0.203	0.199	0.129	0.145	0.176	0.330
华能国际	0.325	0.339	0.415	0.211	0.235	0.338	0.066	0.055	0.017	0.043	0.037	-0.005
上海电力	0.371	0.428	0.469	0.270	0.317	0.409	0.046	0.049	-0.008	0.025	0.033	-0.062
华电国际	0.329	0.341	0.364	0.224	0.235	0.294	0.057	0.056	0.017	0.026	0.022	-0.012
广州控股	0.412	0.572	1.283	0.228	0.343	0.925	0.124	0.146	0.171	0.127	0.173	0.050
金山股份	0.417	0.384	0.461	0.239	0.217	0.289	0.118	0.111	0.104	0.054	0.039	0.011
中能股份	0.132	0.080	0.288	0.085	0.050	0.200	0.028	0.019	0.046	0.048	0.062	0.028
国电电力	0.337	0.311	0.349	0.225	0.200	0.250	0.064	0.065	0.048	0.037	0.039	0.011
内蒙华电	0.256	0.278	0.330	0.196	0.213	0.260	0.022	0.025	0.021	0.013	0.013	-0.004
国投电力	0.297	0.219	0.229	0.188	0.139	0.163	0.066	0.048	0.032	0.039	0.026	0.007
大唐发电	0.312	0.325	0.353	0.188	0.200	0.254	0.079	0.078	0.048	0.040	0.037	0.007
水电												
桂冠电力	0.306	0.292	0.295	0.189	0.168	0.190	0.073	0.082	0.063	0.038	0.038	-0.003
长江电力	0.231	0.232	0.231	0.058	0.060	0.081	0.139	0.138	0.116	0.101	0.122	0.087
热电												
滨海能源	0.016	0.015		0.011	0.011		0.003	0.002		0.001	0.000	
京能热电	0.359	0.378		0.253	0.262		0.054	0.061		0.040	0.048	
发电												
郴电国际	0.730	0.828	0.793	0.513	0.543	0.526	0.110	0.165	0.152	-0.007	0.058	-0.257
文山电力	0.341	0.364	0.396	0.193	0.213	0.231	0.099	0.098	0.108	0.038	0.045	0.041
全行业均值	0.359	0.367	0.461	0.223	0.229	0.324	0.084	0.084	0.070	0.050	0.057	0.016
全行业中值	0.337	0.341	0.396	0.224	0.217	0.289	0.073	0.078	0.048	0.039	0.039	0.007

资料来源: 招商证券

敬请阅读末页的免责声明

附表5: 道.琼斯公用事业成份股估值比较

公司简称	流通市值 (亿美元)	股价 (美元)	每股收益 EPS (美元)			市盈率 PE			每股净资产 (美元)	市净率 PB (×)
			2007ttm	2008E	2009E	2007ttm	2008E	2009E		
AEP	158.9	34.1	2.99	3.21	3.40	11.4	10.6	10.0	26.1	1.3
AES	126.3	8.8	0.41	1.20	1.28	21.3	7.4	6.9	5.0	1.8
CNP	51.0	12.7	0.94	1.23	1.33	13.6	10.3	9.6	5.7	2.2
D	267.0	40.1	3.84	3.11	3.34	10.4	12.9	12.0	16.5	2.4
DUKE	215.0	17.1	1.27	1.28	1.35	13.4	13.4	12.7	16.9	1.0
ED	104.7	42.6	3.99	3.07	3.17	10.7	13.9	13.4	34.0	1.3
EIX	162.6	37.0	2.39	3.91	4.59	15.5	9.5	8.1	26.0	1.4
EXC	87.0	56.4	2.53	4.35	4.77	22.3	13.0	11.8	15.0	3.8
FE	243.9	56.7	2.98	4.28	5.38	19.0	13.2	10.5	29.5	1.9
FPL	259.2	44.9	2.49	3.88	4.23	18.1	11.6	10.6	26.3	1.7
NI	48.3	14.1	0.59	1.29	1.35	23.8	10.9	10.5	18.5	0.8
PCG	137.1	35.8	2.50	2.95	3.20	14.3	12.1	11.2	24.5	1.5
PEG	226.7	29.7	1.90	3.00	3.31	15.6	9.9	9.0	14.4	2.1
SO	226.7	36.1	2.41	2.32	2.46	15.0	15.6	14.7	16.4	2.2
WMB	226.7	17.7	1.01	2.36	2.66	17.5	7.5	6.7	13.4	1.3
平均值	169.4	32.3	2.15	2.76	3.1	16.1	11.4	10.5	19.2	1.8
中值	162.6	35.8	2.41	3.00	3.2	15.5	11.6	10.5	16.9	1.7

资料来源: 招商证券

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。