

## 负重前行 迎来春天——电力行业 08 年大事回顾及 09 年展望

增持（维持）

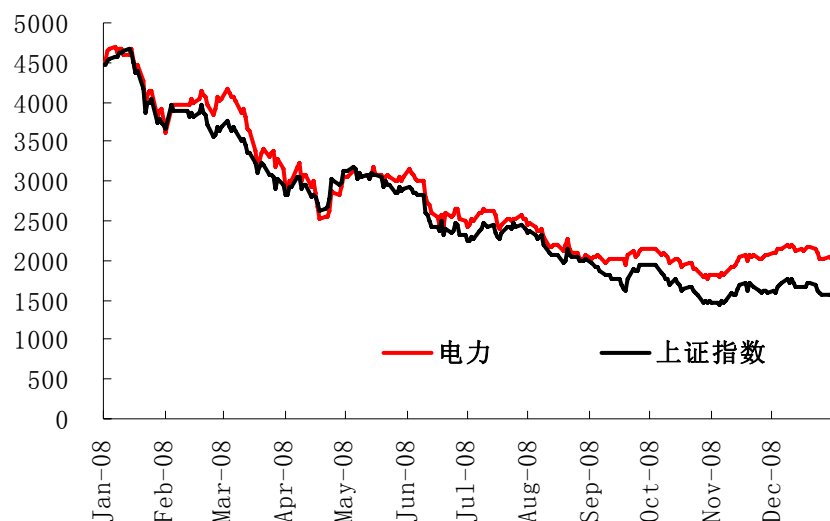
电力行业 2009 年 1 月 5 日

联系人 天相煤炭电力组

服务热线 010-66045555 服务邮箱 service@txsec.com

1. 2008 年，电力行业的经营环境经历了巨大的变化，而变化围绕的主线就是“煤价”。在国际大宗商品牛市的大背景下，煤价在上半年大幅上涨，最高时达到了年初煤价的一倍多。电力行业自 04 年电荒以来投入大量资金进行电源建设，近年来全国电力装机容量快速扩张。正在电力行业准备迎来丰收的时候，突如其来的成本压力让全行业出现大面积亏损。发改委于 6 月 19 日紧急出台了电煤限价措施，并随后两次上调电价约 11%，电力行业的盈利能力仍未得到彻底恢复。自 7 月下旬电煤价格开始大幅回落，电力行业盈利能力在三季度进入谷底，但仍未恢复到 07 年的水平。同时，下游钢铁、有色等行业的经营环境不断恶化，与下跌的煤价一起扼杀了电价再次上调的预期。内蒙、云南等省还暂时下调了部分行业的销售电价，电力企业和市场都开始担心全国性的电价下调。下游产业开工率不足还导致了发电量下降，11 月全国单月发电量同比下降 9.6%，电企盈利能力的复苏受到考验。在年底召开的煤炭订货会上，以五大集团为首的电企尽全力希望争取到更多的利益，态度坚决的要求 09 年合同煤价格下调 50 元/吨，最后煤电双方不欢而散，五大集团没有在煤炭订货会上签订一单电煤合同。相对剧烈变动的煤炭价格，电价调整需要发改委决策，政策的时滞性给电力行业保持盈利稳定性增加了难度，“市场煤、计划电”成为电力行业的顽疾。谈崩的煤炭订货会再次将问题暴露出来，电力定价机制改革的要求更加迫切。尽管由于各方利益协调等问题改革短期内可能还不会实现，但其长期趋势不会变，而改革给电力行业带来的长期利好也是比较确定的。
2. 电力股票在 08 年的表现可以用“先抑后扬”来形容，08 年初时天相电力行业指数以 4460.93 点落后于上证指数 5261.56 点 15.22%，上半年煤价的上涨使电力行业股票整体表现差强人意。但自 8 月下旬开始，随着国家两次上调电价的作用完全显现，加之市场煤价的连续下跌，市场对于电力行业的盈利复苏持积极的态度，电力指数逐渐缩小和上证指数的差距，到年底时天相电力指数以 2022.85 点领先上证指数 11.1%。
3. 从公司来看，电力行业水电公司的表现明显好于火电公司，水电公司 08 年全年平均下跌幅度为 53.52%，好于火电公司平均水平 10.21 个百分点。由于水电公司毛利率平均在 45%左右，其盈利能力较强，且由于成本中折旧占比较大，成本通常比较固定，国家对水电实行优先上网，其营业收入不受需求回落影响，但因此水电公司业绩增长也只能来自资产规模的扩张。08 年面对复杂多变的经济形势，水电公司良好的防御性得到了良好的体现。此外，资产整合成为电力行业 08 年最好的投资题材，电力行业股票中全年走势强于电力指数的个股有 10 只，前六家均是具有强烈资产整合预期或已经行动的公司。由于上市公司股价普遍偏低，不少公司的大股东愿意将资产注入而得到相对便宜的股票，黔源电力、川投能源、桂冠电力等由于均有数倍于原有装机的资产注入而备受市场青睐；长江电力、国电电力和国投电力大股东实力雄厚，整体上市后资产规模扩张性也很强。6 家资产整合空间最大的公司排在行业前六位说明电力作为公用事业行业，外延式成长的重要性。
4. 09 年上半年电力行业将会继续盈利能力恢复的过程。尽管经济形势仍在不断恶化，下游的需求一直在萎缩，但我们认为影响电力行业盈利能力的最主要因素还是电煤价格，需求回落，发电利用小时下降带来的不利影响将会被电煤价格的下降抵消掉。水电行业仍然是良好的防御性品种。下半年国家刺激经济政策的作用将会显现，拉动需求的回升，电力行业景气度上行速度将会加快。同时，电力行业进一步的资产整合和注入也会带来非常好的投资机会，建议关注有明确预期的上市公司，如桂冠电力、国电电力等。
5. 最后，我们预祝广大投资者在牛年中准确把握投资机会，取得良好的投资收益。

图表 1: 2008 年天相电力行业指数走势图



资料来源：天相系统

图表 2: 部分电力上市公司股价表现

| 名称   | 代码     | 收盘      | 最高      | 最低      | 涨跌       | 涨幅     | 均价      |
|------|--------|---------|---------|---------|----------|--------|---------|
| 长江电力 | 600900 | 14.65   | 20.68   | 11.08   | -4.84    | -24.83 | 15.93   |
| 黔源电力 | 002039 | 11.79   | 18.00   | 6.25    | -4.75    | -28.75 | 11.31   |
| 国电电力 | 600795 | 11.22   | 20.48   | 9.75    | -6.22    | -35.68 | 8.69    |
| 川投能源 | 600674 | 19.00   | 41.45   | 10.69   | -13.18   | -40.97 | 21.39   |
| 国投电力 | 600886 | 9.25    | 18.00   | 6.49    | -7.40    | -44.44 | 10.28   |
| 桂冠电力 | 600236 | 6.24    | 15.50   | 4.31    | -5.71    | -47.80 | 8.39    |
| 广安爱众 | 600979 | 4.36    | 10.27   | 3.42    | -4.37    | -50.01 | 6.60    |
| 明星电力 | 600101 | 4.34    | 11.21   | 3.30    | -4.53    | -51.07 | 6.82    |
| 华能国际 | 600011 | 7.17    | 16.12   | 5.67    | -7.66    | -51.64 | 8.96    |
| 西昌电力 | 600505 | 3.71    | 9.19    | 2.98    | -4.44    | -54.48 | 5.85    |
| 电力   | 998341 | 2022.86 | 4732.69 | 1751.58 | -2438.08 | -54.65 | 2769.36 |
| 上证指数 | 980001 | 1820.81 | 5522.78 | 1664.93 | -3440.76 | -65.39 | 3031.83 |

资料来源：天相系统

图表 3: 电力行业重点公司盈利预测与估值

| 代码     | 公司简称 | EPS   |       |       | PE                 |      |      | 评级 |
|--------|------|-------|-------|-------|--------------------|------|------|----|
|        |      | (元)   |       |       | (以 12 月 31 日收盘价为准) |      |      |    |
|        |      | 2008E | 2009E | 2010E | 2008               | 2009 | 2010 |    |
| 600900 | 长江电力 | 0.44  | 1.05  | 1.09  | 33                 | 14   | 13   | 增持 |
| 600795 | 国电电力 | 0.03  | 0.32  | 0.38  | /                  | 17   | 15   | 增持 |
| 600098 | 广州控股 | 0.14  | 0.34  | 0.46  | /                  | 14   | 10   | 增持 |
| 27     | 深圳能源 | 0.54  | 0.82  | 0.87  | 15                 | 10   | 9    | 增持 |

|        |      |       |      |      |    |    |    |    |
|--------|------|-------|------|------|----|----|----|----|
| 690    | 宝新能源 | 0.36  | 0.45 | 0.43 | 17 | 14 | 15 | 增持 |
| 601991 | 大唐发电 | 0.04  | 0.23 | 0.34 | /  | 28 | 19 | 中性 |
| 600011 | 华能国际 | -0.24 | 0.14 | 0.17 | /  | 49 | 41 | 中性 |
| 600886 | 国投电力 | 0.2   | 0.46 | 0.47 | 46 | 20 | 19 | 中性 |
| 600027 | 华电国际 | -0.3  | 0.11 | 0.14 | /  | 35 | 27 | 中性 |

资料来源：天相投顾

图表 4：电力行业 2008 年大事记

| 时间           | 事件                                                                                               |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 12 月 21-27 日 | 2009 年全国煤炭产运需衔接合同汇总会：五大电力集团集体未签一单                                                                |
| 12 月 1 日     | 云南下调特定产业用电价格：以平水期电价为基础,每千瓦时下调 0.06 元/度                                                           |
| 11 月 30 日    | 前 11 月份，全社会用电小时数同比下降 269 小时，电力需求面临严峻考验                                                           |
| 11 月 17 日    | 内蒙古以多边交易的方式对符合国家产业政策和环保要求的铁合金、电石等七类工业企业的用电价格下浮 0.08 元/千瓦时，对黑色金属冶炼、有色金属冶炼及深加工企业的用电价格下浮 0.04 元/千瓦时 |
| 10 月 29 日    | 三峡最后一台机组投产                                                                                       |
| 10 月份        | 全国规模以上发电企业单月发电量出现近年来首次下降                                                                         |
| 8 月 20 日     | 国家发改委上调全国火力发电企业上网电价平均 2 分钱/每千瓦时（含税），不上调销售电价                                                      |
| 7 月 25 日     | 国家发改委公布关于甘肃、广西电价有关问题的补充通知，适当调整“一般工商业”电价标准                                                        |
| 7 月 1 日      | 国家发改委上调上网电价和销售电价                                                                                 |
| 6 月 19 日     | 国家发展改革委关于对全国发电用煤实施临时价格干预措施的公告                                                                    |
| 5 月 12 日     | 汶川地震，导致震区部分电网和发电企业严重受损                                                                           |
| 5 月 8 日      | 长江电力停牌，进入整体上市实施阶段                                                                                |
| 3 月 14 日     | 华能集团 30.6 亿美元收购新加坡“大士能源”电厂                                                                       |
| 1-2 月份       | 南方地区出现罕见雪灾，导致南方部分地区电网受损严重，并且部分机组因缺煤停产                                                            |

资料来源：天相投顾整理

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                      |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088              |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041          |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014               |