

电力行业

降低四季度预期，关注一季报表现

——电力行业重点公司 2008 年报前瞻

研究结论

- 虽然自 2008 年 9 月份起市场煤价格出现快速下跌，但总体上对火电企业四季度业绩提升作用并不明显，主要原因首先是由于企业实际到厂燃料成本下降幅度小于市场跌幅，其次燃料采购费用支付存在一定的滞后，同时四季度全社会电力需求出现明显萎缩，特别是受水情较好因素影响，火电利用小时数持续下降，最后年内一些财务费用处理也将集中在四季度体现，因此应着重关注各公司一季报的表现。
- 与火电企业境遇不同，由于四季度枯水期长江以南地区普遍来水较好，导致水电类上市公司单季度业绩出现大幅提升。与历年同期来水量相比，2009 年 1 月份长江、珠江流域来水仍然明显偏多，据全国 422 座大型水库统计，截止到 2 月 1 日蓄水总量为 1848.7 亿立方米，比去年同期偏多 5%，比多年同期平均偏多 20%，这在一定程度上压缩了近期火电的市场份额，也部分减少了对电煤的需求。
- 从近期市场煤价格走势分析，在煤炭行业大范围限产的情况下，08-09 年冬季用煤高峰期煤炭价格总体保持稳定，进入 2 月份市场煤价格已出现明显回落走势，目前煤电双方就合同煤价格仍未达成一致意见，但随着时间的推移无疑电力企业在谈判中将处于更有利的地位。
- 截止到 2008 年底全国装机容量为 7.92 亿千瓦，目前在建项目规模在 1.85 亿左右，09 年还将审批 0.7 亿，假设全年关停小机组 0.14 亿千瓦，预计全年装机容量同比增长 8.8%。需求方面，上半年预计仍将维持同比负增长，全年平均利用小时数下降幅度在 6% 左右，将逼近历史最低点。
- 行业资产整合将是 2009 年重要的投资主题，08 年由于全行业首次出现亏损以及资本市场的持续低迷，导致许多企业原计划的资本运作不得不停止，随着 09 年行业整体盈利的改善和市场重新活跃，电力企业资产注入、资产整合具备了良好的外部环境，在央企资产整合加速的大背景下，行业内资产重组将为市场提供大量投资机会。
- 由于未来一段时间内电煤价格预计将持续走低，因此短期电力行业存在明显的交易性机会，而未来资产整合将会给市场提供大量主题性投资机会。重点上市公司中主要看好区域市场景气度高、业绩反弹空间大的华电国际、粤电力、华能国际，以及成长性良好、资产质量优良并存在明确资产注入预期的皖能电力、赣能股份、金山股份、吉电股份。


东方证券
ORIENT SECURITIES

张仲华

电力行业资深分析师

8621-63325888 × 6067

zhangzh@orientsec.com.cn

王 晶

能源行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

电力

报告日期

2009 年 02 月 20 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9.57	11.37	-38.86
相对表现 (%)	-1.44	2.54	12

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS(E)	09EPS(E)	10EPS(E)	股价	评级
华能国际	-0.24	0.44	0.56	8.44	增持
国电电力	0.05	0.33	0.44	6.49	增持
粤电力	0.00	0.36	0.54	7.12	增持
赣能股份	0.10	0.46	0.64	5.44	增持
金山股份	0.11	0.35	0.56	7.87	增持
皖能电力	0.03	0.24	0.33	6.25	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《悬崖百丈冰，犹有花枝俏》	2009.01.12
《量变到质变，盈利能力有望逐步改善》	2008.09.09
《成本压力部分缓解，盈利水平回升在即》	2008.06.26
《解铃还须系铃人，静待利好政策出台》	2008.05.21

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、电力行业盈利情况分析.....	4
1.1 着重关注火电企业一季报表现	4
1.2 四季度全国普遍来水较好，水电业绩大幅增长	5
二、2009 年电力行业供需形势分析	6
2.1 电力供应：2009 年新增装机容量仍将维持在较高水平	6
2.2 电力需求：预计增速还将继续回落	7
2.3 利用小时数：逼近历史底部区域	9
三、市场煤价格走势如期回落	9
四、电力行业投资评级	11
五、重点上市公司点评	13
分析师承诺	26
投资评级说明	26

图 表

图 1: 2001-2008 年电力行业销售毛利率统计	4
图 2: 2001-2008 年电力企业亏损比例统计	4
图 3: 2001-2008 年电力行业财务费用率统计	4
图 4: 2001-2008 年电力行业资产负债率统计	4
图 5: 火电累计发电量增速统计	5
图 6: 水电累计发电量增速统计	5
图 7: 全国主要江河 2009 年 1 月份平均流量距平图	6
图 8: 2003-2008 电源投资总额统计	7
图 9: “十一五”小火电关停统计与预测	7
图 10: 全国装机容量、增速统计与预测	7
图 11: 电力消费弹性系数统计与预测	8
图 12: 1993-2010 年全国装机容量统计与预测	8
图 13: 装机容量与用电量增速差统计与预测	9
图 14: 秦皇岛煤炭价格统计	10
图 15: 广州港内贸煤统计	10
图 16: WTI 原油价格统计	10
图 17: 澳大利亚 BJ 动力煤价格统计	10
图 18: 2006-2009 各环节煤炭库存统计	10
图 19: 2003-2009.1 累计进出口煤炭统计	10
图 20: 2006-2008 海运指数统计	11
图 21: 2000-2008 年电力行业历史 PB 统计	11
图 22: 2004-2008 华能国际 PB 统计	25
图 23: 2004-2008 华电国际 PB 统计	25
图 24: 2004-2008 国电电力 PB 统计	25
图 25: 2004-2008 国投电力 PB 统计	25
图 26: 2004-2008 赣能股份 PB 统计	25
图 27: 2004-2008 金山股份 PB 统计	25
图 28: 2004-2008 长江电力 PB 统计	25
图 29: 2004-2008 桂冠电力 PB 统计	25
表 1: 全国主要江河 2009 年 1 月份平均流量与历年同期平均流量比较表	5
表 2: 电力行业重点上市公司业绩测算	12

一、电力行业盈利情况分析

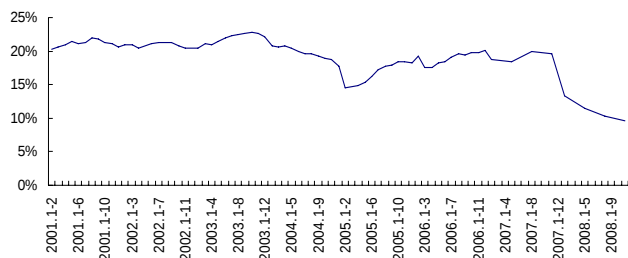
1.1 着重关注火电企业一季报表现

对于电力行业盈利情况变化，我们认为对火电企业四季度业绩不应过分乐观，虽然自 2008 年 9 月份起市场煤价格出现快速下跌，但根据我们近期调研的情况，燃料成本下降对火电企业四季度业绩提升作用低于市场预期，主要原因如下：

1. 企业实际到厂燃料成本下降幅度小于市场跌幅
2. 其次燃料采购费用支付存在一定的滞后
3. 四季度全社会电力需求出现明显萎缩，特别是受水情较好因素影响，火电利用小时数持续下降
4. 年内一些财务费用处理也将集中在四季度体现
5. 在行业出现巨幅亏损的情况下不排除企业有加大成本处理的动力

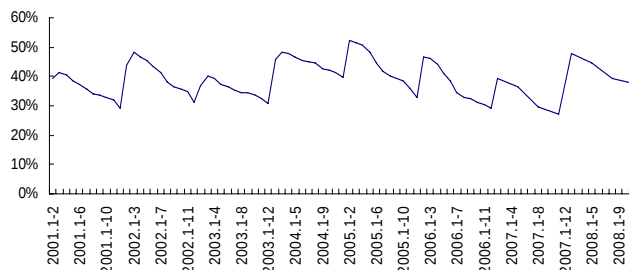
因此不必过于关注火电企业四季度的盈利水平变动，应着重关注一季报各企业盈利水平的变化，无论是从调研情况还是各大电力集团新闻报道，一月份已经有数量众多的火电企业成功实现扭亏为盈，我们对行业全年盈利水平的提升持乐观态度。

图 1：2001-2008 年电力行业销售毛利率统计



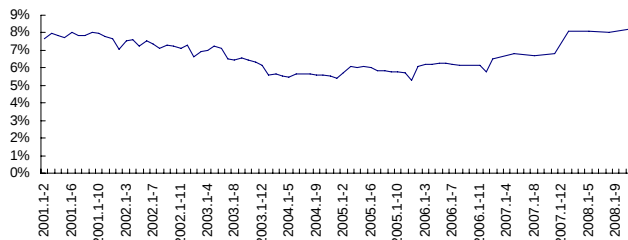
资料来源：CPNN

图 2：2001-2008 年电力企业亏损比例统计



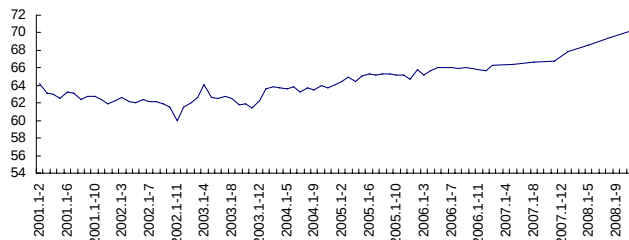
资料来源：CPNN

图 3：2001-2008 年电力行业财务费用率统计



资料来源：CPNN

图 4：2001-2008 年电力行业资产负债率统计



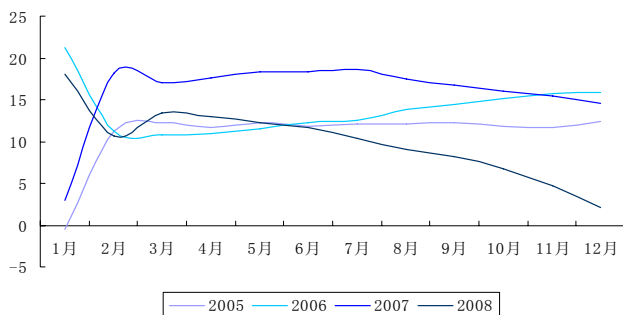
资料来源：CPNN

1.2 四季度全国普遍来水较好，水电业绩大幅增长

2008 年发电量月度统计数据显示，火电发电量增速呈现明显加速下降趋势，而水电发电量增速与 07 年同期截然相反，自四月份起累计增速始终保持在 15% 以上，11 月单月发电量增速更是高达 36.3%，根据国家电网公司统计，国网内重点水电厂总体来水比多年同期多 50%，受此影响火电月度发电量增速为-16.6%，假设水电发电量与去年同期持平，则火电月度发电量增速应为-8.7%。根据中电联电力统计快报，2008 年我国全口径发电量 34334 亿千瓦时，同比增长 5.18%，水电 5633 亿千瓦时，约占全部发电量 16.41%，同比增长 19.50%；火电 27793 亿千瓦时，约占全部发电量 80.95%，同比增长 2.17%，而 2007 年水电发电量所占比重为 14.44%，火电为 83.34%。从机组利用小时数变化趋势来看，在水电利用小时数同比上升 102 小时的情况下，火电利用小时数下降幅度高达 427 小时，全国平均设备利用小时数为 4677 小时，同比降低 337 小时，降幅为 6.7%。

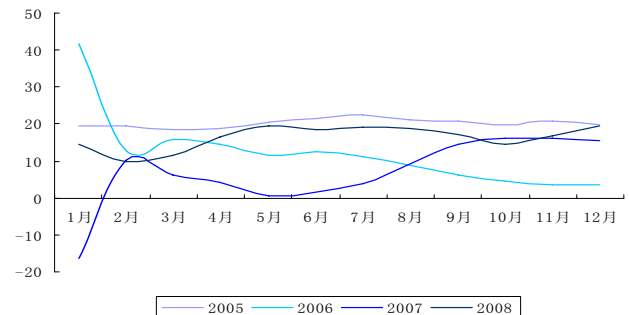
因此与火电企业境遇不同，由于四季度枯水期，长江以南地区普遍来水较好，导致水电类上市公司单季度业绩出现大幅提升，以黔源电力为例公司在上半年亏损的情况下，全年预增 518%。与历年同期来水量相比，2009 年 1 月份长江、珠江流域来水仍然明显偏多，据全国 422 座大型水库统计，截止到 2 月 1 日蓄水总量为 1848.7 亿立方米，比去年同期偏多 5%，比多年同期平均偏多 20%，这在一定程度上压缩了近期火电的市场份额。

图 5：火电累计发电量增速统计



资料来源：CPNN

图 6：水电累计发电量增速统计



资料来源：CPNN

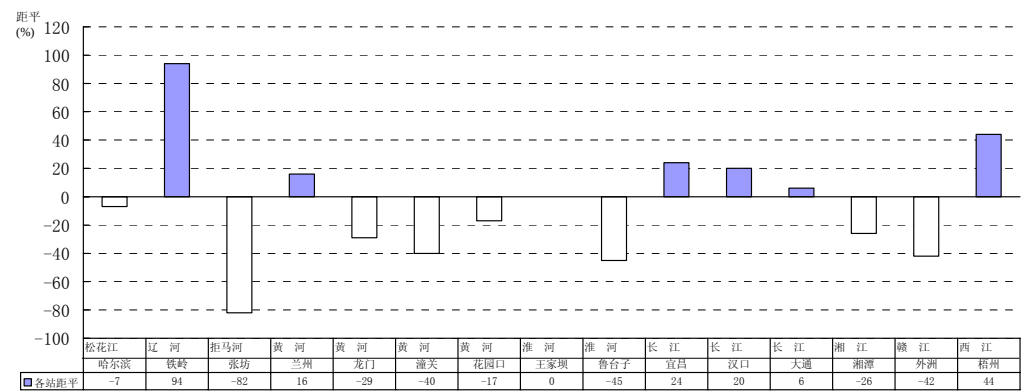
表 1：全国主要江河 2009 年 1 月份平均流量与历年同期平均流量比较表

河 名	站 名	1 月 份 平 均 流 量 (m3/ s)							与历年同期平均 比较(%)
		2009 年			历 年 最 大		历 年 最 小		
		2009 年	2008 年	历年平均	流 量	年 份	流 量	年 份	
松花江	哈尔滨	274	243	294	751	1999	10.5	1920	-7
辽 河	铁 岭	12.9	6	6.64	23	1987	0.38	2002	94
拒马河	张 坊	1.52	1	8.57	26.2	1955	1.06	2005	-82
黄 河	兰 州	520	535	449	882	1968	228	1963	16
黄 河	龙 门	303	390	425	801	1968	170	1934	-29

黄 河	潼 关	320	456	534	877	1986	270	2000	-40
黄 河	花园口	434	447	523	964	1965	111	1961	-17
淮 河	王家坝	74.5	91.8	74.3	503	1955	7.89	1967	0
淮 河	鲁台子	118	210	215	1170	1979	21.4	1967	-45
长 江	寸 滩	4240	4140	3410	4050	1955	2920	1982	24
长 江	汉 口	9460	8840	7870	15200	1912	3880	1865	20
长 江	大 通	11700	10800	11000	24700	1998	7220	1979	6
湘 江	湘 潭	709	654	961	4040	1998	207	1965	-26
赣 江	外 洲	481	526	823	3690	1998	301	1968	-42
洞庭湖	城陵矶	20.92*	20.56*	19.57*	23.54*	1998	17.48*	1907	1.35*
鄱阳湖	湖 口	7.66*	7.44*	8.04*	12.36*	1998	6.39*	1979	-0.38*
西 江	梧 州	2600	1900	1800	4600	2003	1010	1944	44

资料来源：中国水文信息网

图 7：全国主要江河 2009 年 1 月份平均流量距平图



资料来源：中国水文信息网

二、2009 年电力行业供需形势分析

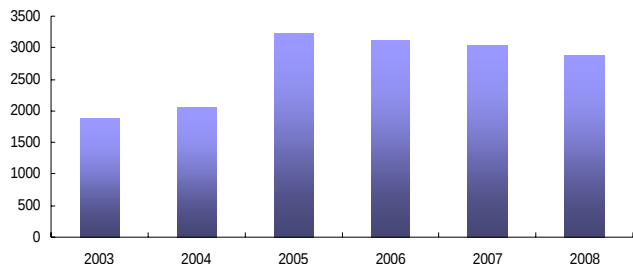
通过对电力行业供需分析,预计 09 年净增装机容量在 7000 万左右,同比增长 8.8%,全社会用电量增速 5.0%以下,装机容量与用电量增速差略小于 2008 年,预计全国平均机组利用小时数下降幅度在 6%左右。需求方面,上半年预计仍将维持同比负增长,全年平均利用小时数下降幅度在 6%左右,将逼近历史最低点。所以关注的重点应是区域电力市场供需形势相对平稳,或者是前期利用率基数较高,对需求下降有一定承受能力的区域。

2.1 电力供应：2009 年新增装机容量仍将维持在较高水平

从电源投资数据分析,2008 年全国共完成电源投资总额 2878.73 亿元,略低于与过去 3 年投资总额平均值,全年正式投产装机容量 9051 万千瓦,全年累计关停小机组 1669 万千瓦,超额完成全年 1400 万的关停计划。对于 2009 年即便考虑到受宏观经

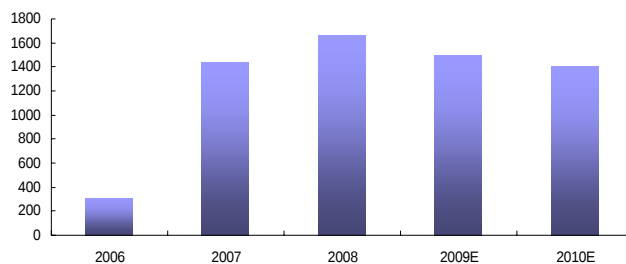
济影响在建项目建设周期有可能延长,但由于 07 年电源投资总额仍达到 3042 亿元,目前全国电力在建项目规模在 1.85 亿千瓦左右,预计 09 年还将审批 0.7 亿,假设全年关停小机组 0.14 亿千瓦,预计全年净增装机容量 7000 万千瓦左右,装机容量增速 8.8%。

图 8: 2003-2008 电源投资总额统计



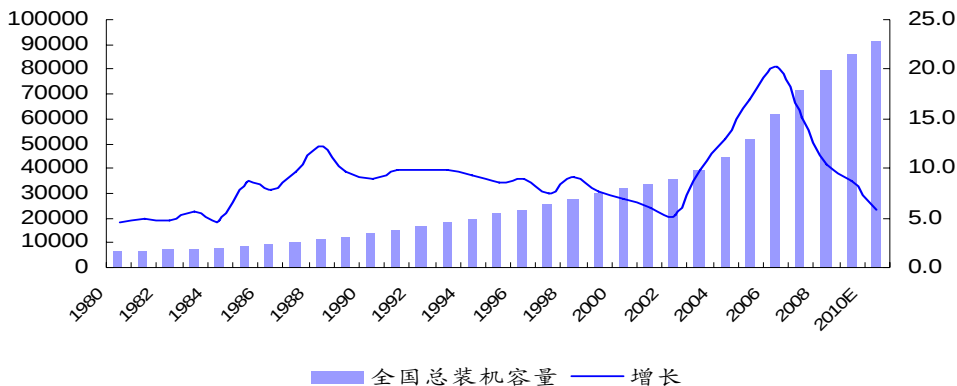
资料来源:电监会

图 9: “十一五”小火电关停统计与预测



资料来源:中电联、东方证券研究所

图 10: 全国装机容量、增速统计与预测



资料来源:中电联、东方证券研究所

2.2 电力需求: 预计增速还将继续回落

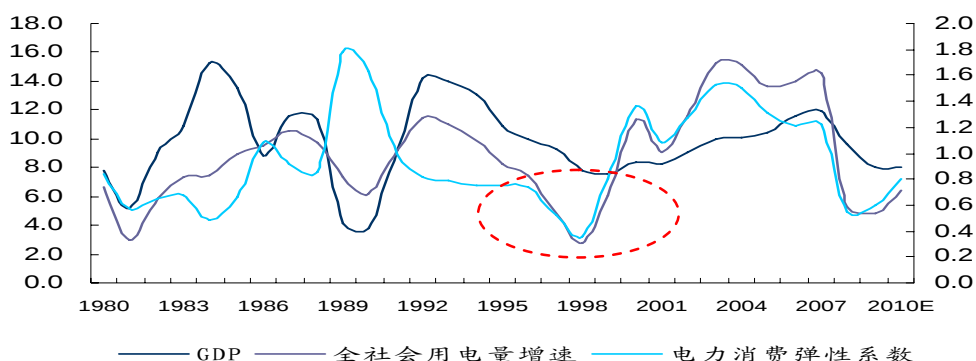
对比两种传统预测方法,预计 2009 年全社会电力需求增速在 5.0%以下。

弹性系数法: 2009 年按照 0.6 计算, 全年增速 4.8%

前三季度全国电力消费弹性系数已经下降到 1 以下,四季度用电量增速远低于市场预期,10-12 月份月度用电量仅为 2704、2562、2737 亿千瓦时,全社会用电量为 34268 亿千瓦时,增速为 5.23%,全年电力消费弹性系数已回落至 0.55 左右。

2009 年电力需求预测，目前市场普遍对明年 GDP 增速预期范围在 7-8%左右，这里我们采取乐观估计按 8%计算，对于电力消费弹性系数取 0.6（1997-2000 年弹性系数为 0.52、0.36、0.8、1.36，假设在政府加大基础设施建设力度的情况下工业用电量有所恢复），则全社会用电量增速为 4.8%。

图 11：电力消费弹性系数统计与预测

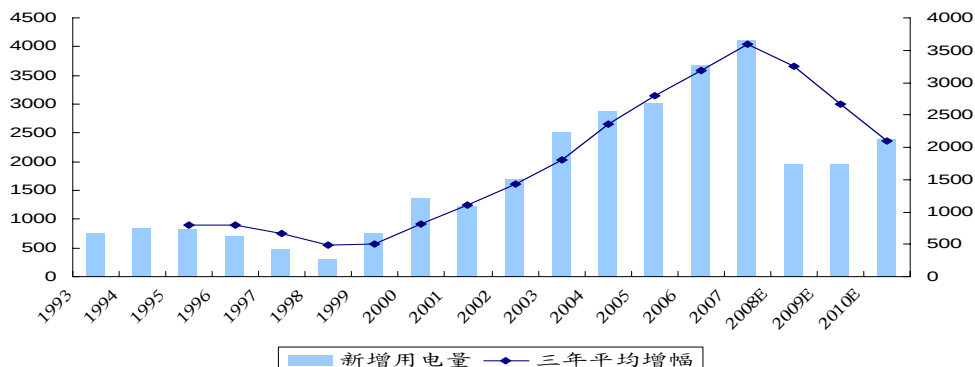


资料来源：中电联、东方证券研究所

用电量净增量：假设 2009 年维持 08 年净增量，则用电量增速 5.3%

2001-2007 年用电量净增量屡创新高，过去三年年净增用电量分别为 3011 亿 kW.h、3680 亿 kW.h、4113 亿 kW.h，根据中电联统计快报推算，2008 年用电量净增量为 1810 亿 kW.h，假设 2009 年增量维持不变，则全年用电量增速应为 5.3%。

图 12：1993-2010 年全国装机容量统计与预测

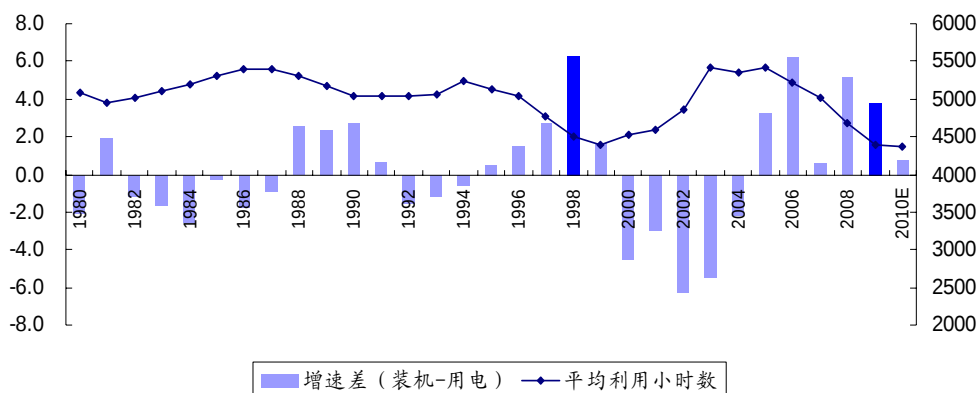


资料来源：中电联、东方证券研究所

2.3 利用小时数：逼近历史底部区域

从装机容量与用电量增速差分析，2009 年增速差低于 08 年的可能性较大，预计全年平均机组利用小时数下降幅度在 6% 左右，将再次达到上一轮利用小时数低点区域（1999：4393），甚至有可能创出历史新低。

图 13：装机容量与用电量增速差统计与预测



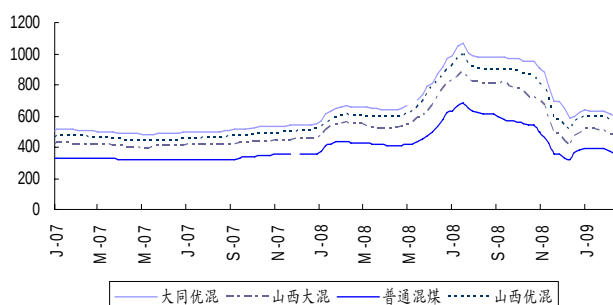
资料来源：东方证券研究所

三、市场煤价格走势如期回落

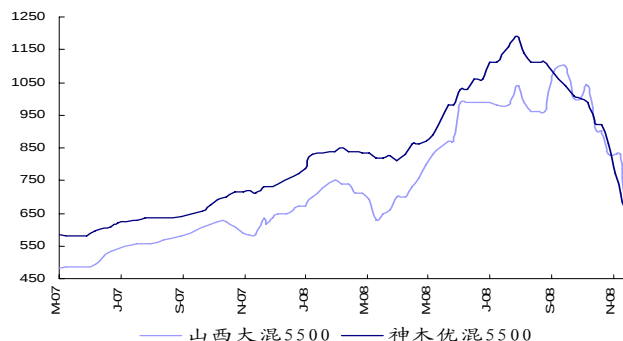
从近期市场煤价格走势分析，在煤炭行业大范围限产的情况下，08-09 年冬季用煤高峰期煤炭价格总体保持稳定，以秦皇岛价格为例，1 月中旬山西优混、普混、大同优混价格波动幅度仅在 10 元/吨，进入 2 月份市场煤价格已出现明显回落走势，截止到 2 月 16 日山西优混、普混、大同优混分别比 1 月份回落 4.6%、8.3%、5.9%，目前价格再次达到 2008 年初的水平，由于目前刚刚进入传统煤炭淡季，在上半年电力需求依然萎缩，而煤炭复产在即的情况下，不排除市场煤回落至 2007 年中的可能性。

为了拓宽燃料采购渠道、增强煤电谈判筹码，近期五大发电集团将联合华润集团召开国际煤炭采购会议，单纯从进口量来讲进口煤炭占全国煤炭产量不到 2%，比重较小，我们认为海外采购一方面是心理预期的影响，另一方面对东南沿海区域煤炭市场供需还是会产生一定积极作用。

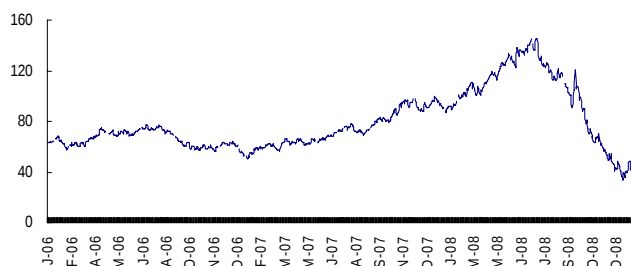
对于未来合同煤签订情况，正如我们前期策略报告提到的，由于煤电双方分歧巨大，短期内双方均难以就价格做出让步，但从目前情况看随着时间的推移市场煤的持续走低将使得电力企业在谈判中处于更有利的地位。

图 14：秦皇岛煤炭价格统计


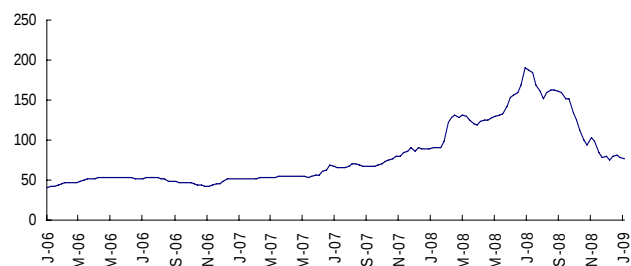
资料来源：CCTD

图 15：广州港内贸煤统计


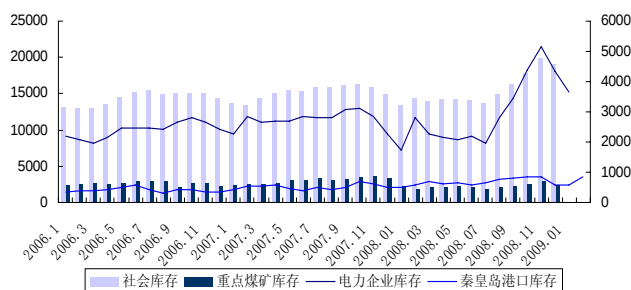
资料来源：CCTD

图 16：WTI 原油价格统计


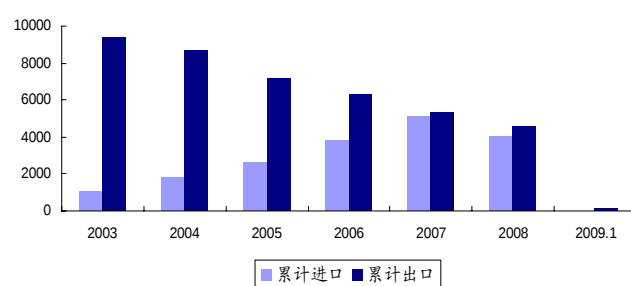
资料来源：CCTD

图 17：澳大利亚 BJ 动力煤价格统计


资料来源：CCTD

图 18：2006-2009 各环节煤炭库存统计


资料来源：CCTD

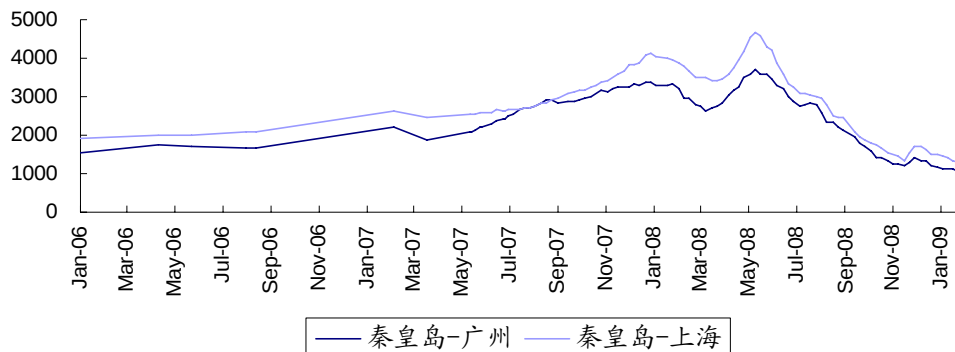
图 19：2003-2009.1 累计进出口煤炭统计


资料来源：WIND

沿海煤炭运价指数显示虽然在十二月底出现一定幅度反弹，但近期又创新低，沿海散货物价指数中由秦皇岛到上海和秦皇岛到广州煤炭运价指数较年中最高点分别回落 72.53%、72.47%。截止到 2 月 18 日根据上海航运交易所公布的统计数据，

秦皇岛至广州、上海、宁波吨煤运费仅为 31、28、29 元/吨，较年中最高点下降 124、93、99 元/吨，黄骅港至上海已由最高的 115 元/吨回落至 29 元/吨。

图 20：2006-2008 海运指数统计

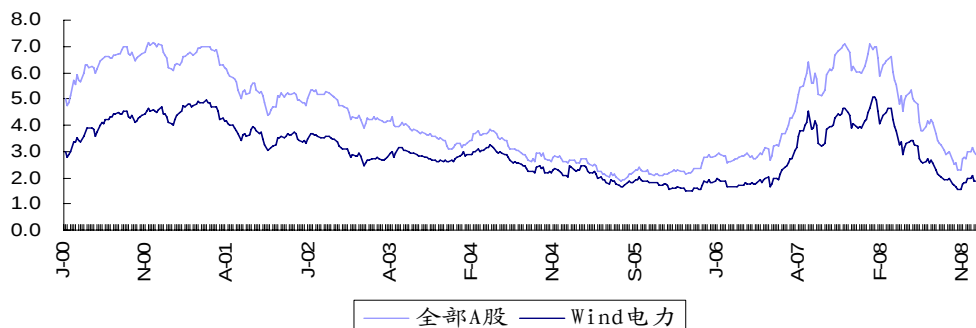


资料来源：WIND

四、电力行业投资评级

从估值角度分析，现阶段行业平均市净率为 2.4 倍左右，虽然总体而言行业估值优势并不明显，但在未来一段时间煤炭价格持续走低的情况下，行业存在明显的交易性机会，而未来资产整合将会给市场提供大量主题性投资机会，因此目前仍维持行业“增持”评级。对于个股的选择，我们认为部分煤价敏感性高、燃料成本下降空间大的企业其盈利水平恢复至 2007 年的可能性较大，重点上市公司中主要看好区域市场景气度高、业绩反弹空间大的华电国际、粤电力、华能国际，以及成长性良好、资产质量优良并存在明确资产注入预期的皖能电力、赣能股份、金山股份、吉电股份。

图 21：2000-2008 年电力行业历史 PB 统计



资料来源：WIND

表 2：电力行业重点上市公司业绩测算

股票名称	代码	投资评级	EPS				PE				PB
			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	
华能国际	600011	增持	0.50	-0.24	0.44	0.56	17.0		19.1	15.1	2.6
国投电力	600886	增持	0.52	0.21	0.38	0.44	17.4	43.5	24.0	20.8	2.3
国电电力	600795	增持	0.31	0.04	0.33	0.44	20.7	138.1	19.8	14.9	2.5
华电国际	600027	中性	0.20	-0.25	0.14	0.22	25.2		36.6	23.3	2.6
粤电力 A	000539	增持	0.25	0.00	0.36	0.54	28.5		19.9	13.1	2.3
赣能股份	000899	增持	0.06	0.10	0.463	0.643	85.5	56.1	11.7	8.5	2.2
宝新能源	000690	增持	0.45	0.39	0.42	0.48	18.2	21.0	19.5	17.1	3.8
金山股份	600396	增持	0.33	0.11	0.35	0.56	23.8	71.5	22.5	14.1	2.7
皖能电力	000543	增持	0.08	0.03	0.24	0.33	76.0	231.5	26.0	18.9	1.2
平 均							30.4	64.7	21.5	16.1	2.5
文山电力	600995	增持	0.47	0.36	0.4	0.52	17.4	22.7	20.5	15.7	4.2
长江电力	600900	买入	0.60	0.42	0.70	0.70	24.3	34.9	20.9	20.9	3.5
桂冠电力	600236	中性	0.24	0.01	0.27	0.31	31.4	753.	27.9	24.3	2.8

资料来源：东方证券

五、重点上市公司点评

华能国际：行业盈利恢复的典型代表

- 作为行业标杆，华能国际 08 年出现巨额亏损，远远超出市场预期。三季报显示，公司单季亏损 21.6 亿元，1-9 月份共合计亏损 26.3 亿元，同比下降 158.9%，每股收益为-0.22 元。公司亏损的最主要原因在于燃料价格涨幅过大，特别是三季度合同煤价已接近 550 元/吨，以标煤价格涨幅比较，华能在重点上市公司中涨幅最高。但随着电煤价格快速下跌，09 年公司燃料采购价格回落幅度将领先于其他火电企业，这意味着公司业绩反弹的空间也更为显著。
- 从电力行业未来供需形势分析，预计 2009 年全国平均利用小时数仍将有 6%左右的降幅，作为全国型的电力企业，公司同样会受到较大影响，但总体而言由于资产分布和机组容量原因，预计其下降幅度小于全国平均水平的可能性较大（以前三季度为例，公司累计利用小时数高于全国火电平均利用小时数 380 小时）。
- 2008 年公司规模扩张主要包括收购中新电力，上安三期（5#、6#），根据公司在建项目投产计划预计 09 年投产规模应在 540 万千瓦左右，目前托管集团装机容量约 700 万千瓦左右，按照公司“十一五”发展规划，至 2010 年装机容量将超过 6000 万千瓦，因此虽然公司装机容量基数较大，但未来几年其规模扩张速度将高于行业平均水平。
- 我们预测公司 08-10 年每股收益分别为-0.24、0.44、0.56 元，目前股价对应 PB 为 2.6 倍，09-10 年动态市盈率分别为 19.1、15.1 倍，通过自建和收购集团公司资产未来两年华能仍具有良好的成长性，因此维持“增持”的投资评级。

附表.财务报表预测与比率分析

国电电力：电源结构优势强化，未来成长性良好

- 国电电力三季报显示，1-9 月份公司共实现主营业务收入 129.3 亿元，同比增加 2.35%，归属母公司净利润 0.82 亿元，同比下降 93.46%，实现每股收益 0.015 元，其中三季度公司亏损 2.46 亿元，每股收益为-0.045 元。由于四季度水情较好，同时燃料价格出现明显回落，预计公司全年盈利情况将有所好转。
- 1-9 月份公司累计完成发电量 482.2 亿千瓦时，同比增长 8.9%，大渡河水电、石嘴山第一、北仑第一发电和 07 年下半年投产的庄河电厂是公司发电量增长的主要来源，而大同、宣威等电厂受煤炭供应影响发电量出现大幅下滑。从 1-9 月份全国电力统计数据情况分析，受下游行业电力需求持续下降影响，预计公司将难以完成全年 674 亿千瓦时的生产计划目标。
- 从公司三季度生产经营角度分析，公司单季度发电量环比增长 3.6%，主营业务收入环比下降 4%，而营业成本环比增长 12.7%，公司销售毛利率由二季度的 17.7%，下降到三季度的 3.3%。从下属电厂生产情况看，虽然单季度大渡河水电站发电量环比增长高达 35.5%，但水电的利润贡献仍难以弥补三季度燃料价格大幅上涨给公司带来的巨大成本压力。
- 另外公司财务费用同比增长 44.1%，三季度比二季度净增加 3.63 亿元，主要原因仍是受新投资项目利息费用化影响。在投资收益方面，同样受到燃料价格上涨影响，参股项目净利润也出现较大幅度下滑，本期公司实现投资收益 1.26 亿元，同比下降 68.8%，其中三季度单季公司联营企业贡献投资收益为-0.48 亿元。受贷款利率持续下调影响，假设 09 年公司综合债务成本下降 150 个 bp 可提升公司业绩 0.05 元/股。
- 目前公司在建机组规模达到 1000 万千瓦左右，就现有项目建设情况而言 2009 年投产项目主要是大同三期和瀑布沟项目，其余项目投产基本在 2010 年以后。
- 我们预测公司 08-10 年每股收益分别为 0.04、0.33、0.44 元，未来两年动态市盈率分别为 20、15 倍，PB 为 2.5 倍，估值基本处于合理范围，但考虑到随着大型水电站的陆续投产公司电源结构优势还将进一步加强，与此同时除本身自建项目外，向上市公司进行资产注入是国电集团既定的战略发展目标，公司外延式扩张同样值得期待，因此上调投资评级至“增持”。

附表.财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	4621	11031	10559	13124	13701	营业收入	14535	17467	19784	23594	26305
现金	429	1582	1792	2137	2382	营业成本	11325	13183	17325	17827	19020
应收账款	1974	2640	2855	3490	3834	营业税金及附加	184	232	198	236	263
其它应收款	192	256	245	317	355	营业费用	50	25	49	58	56
预付账款	695	4396	3420	4732	4402	管理费用	526	648	751	875	983
存货	1247	2031	2145	2306	2582	财务费用	711	872	1349	1745	2027
其他	83	125	102	142	146	资产减值损失	51	64	0	0	0
非流动资产	38522	48575	58812	67928	76018	公允价值变动收益	19	0	6	8	5
长期投资	2960	4804	4800	4800	4801	投资净收益	437	567	306	402	402
固定资产	22468	27976	44239	55329	64398	营业利润	2143	3011	424	3264	4362
无形资产	148	483	483	483	483	营业外收入	62	158	74	98	110
其他	12945	15312	9290	7316	6335	营业外支出	25	47	55	42	48
资产总计	43143	59606	69371	81052	89719	利润总额	2180	3122	444	3320	4425
流动负债	12523	23766	32605	42104	48367	所得税	332	578	89	664	885
短期借款	6201	13751	25168	34017	39791	净利润	1848	2544	355	2656	3540
应付账款	2309	2788	3598	3736	3968	少数股东损益	656	833	117	873	1164
其他	4013	7227	3838	4350	4608	归属于母公司净利润	1192	1711	238	1783	2376
非流动负债	16804	16123	17015	16675	16604	EBITDA	4738	6060	4444	8889	11301
长期借款	12297	12381	12381	12381	12381	EPS (元)	0.22	0.31	0.04	0.33	0.44
其他	4507	3741	4633	4294	4223	主要财务比率					
负债合计	29327	39889	49620	58779	64971	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	4467	6298	6415	7288	8451	成长能力					
股本	2436	2724	5448	5448	5448	营业收入	31.6%	20.2%	13.3%	19.3%	11.5%
资本公积	2713	4755	2032	2032	2032	营业利润	41.0%	40.5%	-85.9%	669.5%	33.6%
留存收益	4200	5940	5851	7491	8797	归属于母公司净利润	28.2%	43.5%	-86.1%	648.1%	33.3%
归属母公司股东权益合计	9348	13419	13337	14985	16296	获利能力					
负债和股东权益	43143	59606	69371	81052	89719	毛利率	22.1%	24.5%	12.4%	24.4%	27.7%
现金流量表						净利率	12.8%	8.2%	9.8%	1.2%	7.6%
单位: 百万元						ROE	12.8%	12.7%	1.8%	11.9%	14.6%
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力					
经营活动现金流	3433	4340	343	6633	10674	资产负债率	68.0%	66.9%	71.5%	72.5%	72.4%
净利润	1848	2544	355	2656	3540	净负债比率					
折旧摊销	1884	2177	2671	3880	4912	流动比率	0.37	0.46	0.32	0.31	0.28
财务费用	711	872	1349	1745	2027	速动比率	0.27	0.38	0.26	0.26	0.23
投资损失	-437	-567	-306	-402	-402	营运能力					
营运资金变动	-624	-785	-3634	-1333	532	总资产周转率	0.37	0.34	0.31	0.31	0.31
其它	51	99	-93	88	65	应收账款周转率	8	7	7	7	7
投资活动现金流	-6730	-13740	-12670	-12602	-12604	应付账款周转率	5.58	5.17	5.43	4.86	4.94
资本支出	6679	11006	13000	13000	13000	每股指标 (元)					
长期投资	5	-1159	-3	1	1	每股收益	0.22	0.31	0.04	0.33	0.44
其他	-45	-3893	327	399	397	每股经营现金流	0.63	0.80	0.06	1.22	1.96
筹资活动现金流	2561	9993	12537	6314	2176	每股净资产	1.72	2.46	2.45	2.75	2.99
短期借款	1765	7550	11417	8849	5773	估值比率					
长期借款	2358	84	0	0	0	P/E	27.46	19.14	137.39	18.36	13.78
普通股增加	166	288	2724	0	0	P/B	3.50	2.44	2.45	2.18	2.01
资本公积增加	928	2043	-2724	0	0	EV/EBITDA	12	10	13	7	5
其他	-2656	28	1120	-2535	-3597						
现金净增加额	-735	593	210	345	245						

资料来源: 东方证券研究所预测

粤电力：电力市场优势与业绩反弹预期共存

- 回顾 2008 年，在火电行业出现行业性大幅亏损的情况下，粤电力总体表现好于预期。1-9 月份公司共实现主营业务收入 89.7 亿元，同比增加 17.5%，归属母公司净利润-0.96 亿元，同比下降 116.3%，实现每股收益-0.04 元，其中三季度仅亏损 3960 万元。
- 公司前三个季度累计完成发电量 237.61 亿千瓦时，上网电量 219.78 亿千瓦时，同比分别增长 12.9%和 12.6%，完成全年发电计划的 69.4%，公司发电量保持快速增长主要是去年新投产的惠来、茂名臻能电厂贡献，原有电厂发电量增速同比均出现一定幅度下滑。造成原有电厂发电量增速下滑的原因主要是宏观经济影响，1-11 月份广东省全社会用电量增速为 4.37%，与去年同期及全年相比分别下滑 8.83、8.57 个百分点。但值得注意的是，广东地区用电量增速先于全国用电量增速出现下滑，而近两个月数据显示其月度数据下降速度均小于全国平均水平，作为我国最主要电力市场，预计明年广东地区利用小时数下降幅度有望先于全国启稳。
- 投资收益方面：由于公司参股奥里油电厂项目已进入“油改煤”改造阶段，公司自三季度其不再计提亏损，将减少计提亏损 9594 万元，而未来该项目顺利改造完成将成为公司又一重要利润贡献来源。
- 上半年公司参股的汕尾红海湾电厂两台机组相继投产，目前公司在建项目主要包括湛江风电、槟榔江水电和新塘房水电项目，其余项目正处于前期准备工作当中，未来两年公司本身在建机组投产规模将比较有限。
- 我们预测公司 08-10 年每股收益分别为 0.00、0.36、0.54 元，09-10 年对应动态市盈率分别为 19.9、13.1 倍，PB 为 2.3 倍，广东省作为国内最主要电力市场，预计 09 年整体表现将明显好于全国电力平均水平，考虑到业绩存在超预期以及集团公司资产整合的可能，维持其“增持”投资评级。

附表.财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3884	4527	6370	7132	9209	营业收入	8732	10393	12024	11918	12493
现金	2100	2177	3511	4507	6507	营业成本	6542	8213	10969	9474	9354
应收账款	888	1172	1288	1309	1356	营业税金及附加	66	78	79	86	88
其它应收款	99	91	110	117	116	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	375	398	580	480	484	管理费用	565	580	705	711	725
存货	421	599	851	678	692	财务费用	151	337	301	260	197
其他	1	90	31	41	54	资产减值损失	1	-1	0	0	-0
非流动资产	16543	19526	17971	17350	16646	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	2276	3341	2570	2729	2880	投资净收益	-31	51	50	160	219
固定资产	8072	14209	14038	13199	12263	营业利润	1377	1237	20	1547	2347
无形资产	338	429	429	429	429	营业外收入	5	6	5	5	5
其他	5857	1546	934	993	1073	营业外支出	15	17	12	15	14
资产总计	20427	24053	24341	24481	25855	利润总额	1368	1226	12	1538	2338
流动负债	7109	6677	6898	5671	5634	所得税	448	398	0	384	585
短期借款	4180	2880	3000	2000	2000	净利润	919	828	12	1153	1754
应付账款	991	1677	1951	1810	1725	少数股东损益	174	169	2	200	310
其他	1938	2121	1947	1861	1909	归属于母公司净利润	745	659	11	953	1444
非流动负债	1750	5360	5734	5955	6183	EBITDA	2439	2738	1740	3317	4118
长期借款	1750	5172	5672	5872	6072	EPS (元)	0.28	0.25	0.00	0.36	0.54
其他	0	189	63	84	112	主要财务比率					
负债合计	8859	12038	12633	11626	11818	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	2904	2871	2872	3072	3382	成长能力					
股本	2659	2659	2659	2659	2659	营业收入	5.0%	19.0%	15.7%	-0.9%	4.8%
资本公积	1424	1833	1833	1833	1833	营业利润	1.0%	-10.2%	-98.4%	7650.6%	51.7%
留存收益	4582	4652	4344	5290	6162	归属于母公司净利润	3.5%	-11.6%	-98.4%	8783.8%	51.4%
归属母公司股东权益合计	8665	9144	8836	9783	10654	获利能力					
负债和股东权益	20427	24053	24341	24481	25855	毛利率	25.1%	21.0%	8.8%	20.5%	25.1%
现金流量表						净利率	12.8%	8.5%	6.3%	0.1%	8.0%
单位:百万元						ROE	8.6%	7.2%	0.1%	9.7%	13.5%
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力					
经营活动现金流	2262	2597	1148	2763	3237	资产负债率	43.4%	50.0%	51.9%	47.5%	45.7%
净利润	919	828	12	1153	1754	净负债比率					
折旧摊销	911	1164	1419	1511	1574	流动比率	0.55	0.68	0.92	1.26	1.63
财务费用	151	337	301	260	197	速动比率	0.49	0.59	0.80	1.14	1.51
投资损失	31	-51	-50	-160	-219	营运能力					
营运资金变动	194	305	-422	9	-111	总资产周转率	0.47	0.47	0.50	0.49	0.50
其它	55	15	-111	-9	43	应收账款周转率	8	10	10	9	9
投资活动现金流	-3434	-3664	197	-703	-671	应付账款周转率	7.46	6.16	6.05	5.04	5.29
资本支出	3151	2370	1250	600	600	每股指标 (元)					
长期投资	1	-1344	-1336	253	277	每股收益	0.28	0.25	0.00	0.36	0.54
其他	-282	-2638	110	150	206	每股经营现金流	0.85	0.98	0.43	1.04	1.22
筹资活动现金流	2171	1146	-12	-1064	-567	每股净资产	3.26	3.44	3.32	3.68	4.01
短期借款	2790	-1300	120	-1000	0	估值比率					
长期借款	-274	3422	500	200	200	P/E	21.27	24.06	1477.11	16.63	10.98
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.83	1.73	1.79	1.62	1.49
资本公积增加	0	410	0	0	0	EV/EBITDA	8	8	12	6	5
其他	-345	-1385	-632	-264	-767						
现金净增加额	999	78	1334	996	1999						

资料来源: 东方证券研究所预测

金山股份：未来两年业绩将保持稳定增长

- 2008 年在电力行业整体经营环境极度恶化的情况下，金山股份盈利情况远好于其他上市公司，从前三个季度公司生产经营情况来看，公司销售毛利率同比下滑 9.7 个百分点，但仍达到 23.5%。公司销售毛利率能继续保持较高水平的主要原因是由于下属电厂燃料以煤矸石、劣质煤为主，其市场具有一定的独立性和区域性，受动力煤市场价格大幅飙升的影响较小，从调研的情况看除恒仁热电标煤价格涨幅达到 18.5%以外，其余电厂标煤价格涨幅仅在 10%左右。
- 在财务费用方面，由于阜新电厂今年全年运行，利息支出不再资本化，同时受贷款总额增加及利率上调影响，08 年公司财务费用同比增加约 5500 万左右，而 09 年预计随着贷款利率的大幅下调，公司财务成本压力有望得到明显缓解。另外由于分公司“上大压小”热电项目获批，公司计提资产减值准备 3438 万，对全年业绩影响较大。
- 金山股份良好的成长性是市场关注的焦点，目前公司在建和获批项目规模合计达 390 万千瓦，是公司现有装机容量的 1.6 倍。但由于受多种因素制约，实际投产进度将晚于此前预期，其中原计划 2008 年底双投的白音华一期受电网送出工程建设进度滞后影响，预计将于 09 年 6 月份投产，其余南票、沈阳热电、丹东热电等项目均获发改委核准，但考虑到公司目前资产负债率已处于较高水平，后续项目开发存在一定资金缺口，因此是否能够确保项目开发资金及时到位将对工程进度产生一定影响。除此之外，白音华二期项目（2*60 万，总投资 52 亿）已开展前期工作并调整列入内蒙古自治区“十一五”电力规划。
- 保守预测金山股份 2008-2010 年 EPS 分别为 0.11、0.35、0.56 元，对应动态市盈率分别为 71、22.5、14.1 倍，PB 为 2.7 倍，。一方面公司具备与众不同的经营特点，抗风险能力远远超过其他火电上市公司。另一方面公司未来几年规模扩张明确，具有良好的成长性，因此维持“增持”的投资评级。

附表.财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	365	768	1505	2506	3778	营业收入	666	1519	1750	1752	2383
现金	173	391	1005	2052	3167	营业成本	446	1006	1353	1159	1617
应收账款	95	79	146	162	181	营业税金及附加	6	19	22	22	30
其它应收款	4	3	9	8	9	营业费用	1	1	3	2	3
预付账款	10	91	59	61	101	管理费用	29	99	114	114	155
存货	45	86	164	119	167	财务费用	68	173	223	263	295
其他	37	118	123	105	153	资产减值损失	5	-1	42	0	0
非流动资产	3528	4487	4687	4891	5083	公允价值变动收益	0	0	45	0	0
长期投资	269	316	316	316	316	投资净收益	23	35	47	73	144
固定资产	2661	4014	4155	4300	4437	营业利润	135	256	86	265	427
无形资产	42	77	76	75	73	营业外收入	4	10	0	0	0
其他	557	80	141	201	257	营业外支出	1	1	2	0	0
资产总计	3893	5255	6193	7397	8862	利润总额	138	265	84	265	427
流动负债	632	1346	1630	1636	1780	所得税	38	83	21	66	107
短期借款	305	522	1000	1000	1000	净利润	101	182	63	198	320
应付账款	58	129	192	155	218	少数股东损益	32	70	25	79	128
其他	268	696	438	481	563	归属于母公司净利润	69	112	38	119	192
非流动负债	2176	2437	2990	3990	4990	EBITDA	252	568	448	676	881
长期借款	2175	2390	2990	3990	4990	EPS (元)	0.20	0.33	0.11	0.35	0.56
其他	0	47	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	2807	3783	4620	5626	6770	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	225	494	519	598	726	成长能力					
股本	262	341	341	341	341	营业收入	96.4%	128.0%	15.2%	0.1%	36.0%
资本公积	383	305	305	305	305	营业利润	135.5%	89.9%	-66.5%	208.2%	61.3%
留存收益	216	332	363	482	675	归属于母公司净利润	36.9%	62.3%	-66.2%	215.5%	61.3%
归属母公司股东权益合计	861	978	1054	1173	1366	获利能力					
负债和股东权益	3893	5255	6193	7397	8862	毛利率	33.1%	33.8%	22.7%	33.9%	32.1%
现金流量表						净利率	12.8%	10.3%	7.3%	2.2%	6.8%
单位: 百万元						ROE	8.0%	11.4%	3.6%	10.1%	14.1%
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力					
经营活动现金流	99	539	190	558	595	资产负债率	72.1%	72.0%	74.6%	76.1%	76.4%
净利润	101	182	63	198	320	净负债比率					
折旧摊销	49	138	140	149	159	流动比率	0.58	0.57	0.92	1.53	2.12
财务费用	68	173	223	263	295	速动比率	0.51	0.51	0.82	1.46	2.03
投资损失	-23	-35	-47	-73	-144	营运能力					
营运资金变动	-63	67	-247	22	-36	总资产周转率	0.20	0.33	0.31	0.26	0.29
其它	-33	14	60	-2	1	应收账款周转率	11	16	15	11	13
投资活动现金流	-1281	-529	-308	-278	-204	应付账款周转率	9.09	10.76	8.43	6.67	8.68
资本支出	1271	474	350	350	350	每股指标 (元)					
长期投资	85	-48	0	0	0	每股收益	0.20	0.33	0.11	0.35	0.56
其他	75	-102	42	72	146	每股经营现金流	0.29	1.58	0.56	1.64	1.75
筹资活动现金流	1115	189	732	767	725	每股净资产	2.53	2.87	3.10	3.44	4.01
短期借款	215	217	478	0	0	估值比率					
长期借款	664	214	600	1000	1000	P/E	27.29	16.82	49.72	15.76	9.77
普通股增加	41	79	0	0	0	P/B	2.18	1.92	1.78	1.60	1.37
资本公积增加	212	-78	0	0	0	EV/EBITDA	19	8	11	7	5
其他	-17	-243	-346	-233	-275						
现金净增加额	-68	199	614	1047	1116						

资料来源: 东方证券研究所预测

赣能股份：2009 年业绩反弹值得期待

- 对于赣能股份而言 2008 年是公司发展历程中具有转折意义的一年，通过与集团公司重大资产置换，赣能股份整体资产质量发生根本性的改变，与此同时本次资产置换的完成更拉开了江投集团电力资产整合的序幕。
- **资产质量发生根本改变：**本次资产置换对象为赣能股份下属的萍乡电厂和集团公司持有的丰电二期股权（50%），完成本次置换后公司将拥有丰电二期百分之百股权（2*70 万），装机容量将增至 150 万千瓦。通过本次资产置换公司不仅在装机容量方面有进一步增长，更重要的是公司资产质量发生脱胎换骨的变化。丰电二期项目 2007 年刚刚投入运营，是目前江西省单机容量最大的机组，运行人员不到 300 人，而置出的萍乡电厂运行年限长，人员负担重（1200 人），并且已列入《江西省小火电关停实施方案》关停计划，通过资产置换的方式上市公司成功解决了萍乡电厂这一历史经营包袱。
- **资产注入预期明确：**由于历史原因，在电力业务方面集团公司与上市公司存在同业竞争的状况，而在本次资产置换同时，集团公司明确提出未来同业竞争的解决方案。预计 09 年丰电一期将注入上市公司，东津发电有可能选择出售，同时集团公司承诺未来将把电力燃料公司的股权（60%）转让给上市公司，这意味着赣能将拥有独立的燃煤采购体系。除此之外丰电三期项目（2*100 万）初步可行性研究报告已顺利通过审查，其中赣能股份占比 55%，集团公司 45%，项目投产后丰城电厂总装机容量可达到 460 万千瓦。
- **投资收益稳定：**昌泰高速公路（23.33%）是公司投资收益的重要来源，预计每年可贡献 8000-9000 万投资收益（2007 年贡献 8778 万元、2008 年上半年贡献 4056 万元）
- 我们预测公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.10、0.46、0.64 元，对应 PE 分别为 56、12、9 倍，PB 为 2.2 倍，其合理股价应在 5.5-6.0 元左右，因此维持“增持”投资评级。

附表.财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	290	261	3649	893	1674	营业收入	723	641	2257	2107	2155
现金	134	157	3258	569	1333	营业成本	657	598	2005	1597	1575
应收账款	85	52	225	191	205	营业税金及附加	4	4	13	12	12
其它应收款	8	8	42	34	37	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	5	6	16	14	13	管理费用	61	60	79	74	75
存货	17	19	73	50	52	财务费用	12	29	226	178	125
其他	41	19	35	36	35	资产减值损失	6	1	0	0	0
非流动资产	1889	2011	4195	3817	3427	公允价值变动收益	1	1	1	1	1
长期投资	799	1037	1039	1038	1038	投资净收益	81	87	92	97	102
固定资产	756	938	3176	2848	2501	营业利润	65	38	27	344	469
无形资产	0	1	1	1	1	营业外收入	0	6	63	0	0
其他	333	35	-21	-69	-113	营业外支出	1	0	0	0	0
资产总计	2179	2272	7844	4709	5102	利润总额	65	44	90	344	469
流动负债	289	291	4191	663	658	所得税	0	0	19	20	21
短期借款	180	210	4000	500	500	净利润	65	44	71	324	449
应付账款	48	42	145	114	113	少数股东损益	5	9	18	71	96
其他	61	39	46	48	45	归属于母公司净利润	60	35	53	254	352
非流动负债	319	396	1996	2096	2196	EBITDA	187	160	527	960	1046
长期借款	319	396	1996	2096	2196	EPS (元)	0.11	0.06	0.10	0.46	0.64
其他	0	0	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	609	687	6187	2759	2854	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	43	50	68	139	235	成长能力					
股本	548	548	548	548	548	营业收入	8.3%	-11.3%	252.2%	-6.7%	2.3%
资本公积	724	724	724	724	724	营业利润	92.3%	-41.5%	-28.6%	1159.6%	36.5%
留存收益	255	263	316	538	738	归属于母公司净利润	70.8%	-41.5%	52.0%	378.7%	38.9%
归属母公司股东权益合计	1527	1535	1589	1812	2013	获利能力					
负债和股东权益	2179	2272	7844	4709	5102	毛利率	9.1%	6.7%	11.2%	24.2%	26.9%
现金流量表						净利率	12.8%	8.2%	5.4%	2.3%	12.0%
单位: 百万元						ROE	3.9%	2.3%	3.3%	14.0%	17.5%
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力					
经营活动现金流	132	80	315	880	903	资产负债率	27.9%	30.2%	78.9%	58.6%	55.9%
净利润	65	44	71	324	449	净负债比率					
折旧摊销	109	93	274	438	451	流动比率	1.00	0.90	0.87	1.35	2.55
财务费用	12	29	226	178	125	速动比率	0.94	0.83	0.85	1.27	2.47
投资损失	-81	-87	-92	-97	-102	营运能力					
营运资金变动	26	6	-193	42	-15	总资产周转率	0.36	0.29	0.45	0.34	0.44
其它	1	-4	28	-6	-6	应收账款周转率	8	9	16	10	11
投资活动现金流	-381	-100	-2378	41	38	应付账款周转率	11.27	13.21	21.44	12.34	13.85
资本支出	210	140	2461	61	61	每股指标 (元)					
长期投资	146	-201	0	0	0	每股收益	0.11	0.06	0.10	0.46	0.64
其他	-25	-161	83	101	99	每股经营现金流	0.24	0.15	0.57	1.61	1.65
筹资活动现金流	252	42	5164	-3610	-177	每股净资产	2.79	2.80	2.90	3.31	3.67
短期借款	180	30	3790	-3500	0	估值比率					
长期借款	109	76	1600	100	100	P/E	42.61	72.81	47.90	10.01	7.20
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.66	1.65	1.60	1.40	1.26
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	11	12	4	2	2
其他	-37	-64	-226	-210	-277						
现金净增加额	2	23	3101	-2689	764						

资料来源: 东方证券研究所预测

皖能电力：成功步入发展快车道

- 随着 2007 年 5 台 12.5 万老机组关停，皖能电力资产质量得到明显提升，目前公司参控股机组均为 30 万以上大机组，于此同时通过持续增容改造计划的实施，近年来现役机组运行指标不断优化，公司控股电厂供电煤耗低于全国及安徽省平均水平。
- 作为华东能源基地安徽省属电力企业，皖能拥有的资源优势显然是其他电力企业所无法比拟的。2008 年公司燃料构成 60% 以上来自安徽省四大煤矿，其余部分则分别来自山西、河南，公司合同煤比重约为 65% 左右，目前公司下属电厂煤炭库存保持合理水平。现阶段由于煤炭供应形势明显缓和，省内电煤市场采购价格和公司合同煤价格差逐步缩小，09 年预计公司燃料采购比重将做出一定调整。
- 2009 年预计安徽省内机组利用小时数将出现较大幅度下滑，主要原因，一方面 06-08 年是省内机组投产高峰期，特别是 08 年全省新增机组容量超过 800 万千瓦，其中 180 万为皖电东送项目。根据目前省内在建项目工程进度以及项目审批情况，预计 2009-2010 安徽省新增装机容量分别为 260 万、200 万。从电力需求来看，安徽省 08 年全社会用电量增速为 11.04%，远高于全国平均水平，预计 09 年全省用电量增速保持 8% 的可能性较大。综合考虑供需双方影响，预计 09 年安徽省机组利用小时数下滑幅度在 700 小时左右，2010 年以后将出现反弹。
- 未来几年皖能电力不仅仅成长性非常明确，重要的是新建电厂均为煤电联营项目，这有利于公司长期保持盈利水平稳定，同时公司也在积极开拓新的燃料采购渠道以及探讨收购煤炭资源的可能性。
- 近期公司公告获得“上大压小”财政补贴 13562 万元，按照新会计准则处理方法，分三年计入公司损益，2008-2010 年可增加公司年度利润 4520.7 万元，对应每股收益 0.058 元。
- 保守预测皖能电力 2008-2010 年 EPS 分别为 0.03、0.24、0.33 元，对应动态市盈率分别为 26、19 倍，PB 仅为 1.2 倍，受短期经济波动因素影响，公司大机组的盈利能力并未得到真正体现，即便给予 1.5 倍 PB 估值，其合理股价应在 7.5 元左右，同时考虑到公司未来良好的成长性以及参股国元证券的贡献，目前公司股价存在明显低估，因此给予“增持”的投资评级

附表.财务报表预测与比率分析

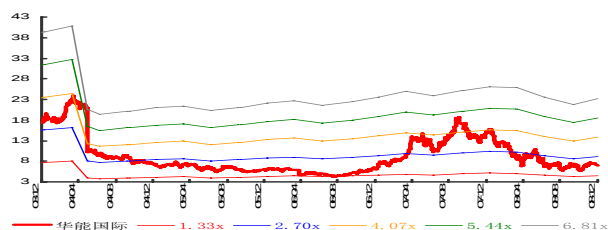
资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1128	1869	3710	4208	4483	营业收入	2213	2635	2546	3298	3479
现金	458	294	2542	2583	2887	营业成本	2056	2296	2400	2706	2663
应收账款	393	467	452	585	617	营业税金及附加	12	13	13	16	17
其它应收款	134	256	168	244	275	营业费用	1	0	0	0	0
预付账款	86	689	410	637	541	管理费用	28	16	16	20	21
存货	56	112	96	104	113	财务费用	55	95	117	122	158
其他	0	50	42	53	49	资产减值损失	8	213	0	0	0
非流动资产	3945	8414	6303	7170	8023	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	684	585	592	593	590	投资净收益	65	122	45	129	164
固定资产	2851	3273	3972	4390	4673	营业利润	117	124	46	562	783
无形资产	29	230	209	223	221	营业外收入	2	2	45	45	45
其他	381	4327	1530	1963	2539	营业外支出	6	3	0	0	0
资产总计	5073	10283	10013	11377	12506	利润总额	113	123	91	607	828
流动负债	1657	2312	2119	2365	2349	所得税	-2	10	32	178	240
短期借款	918	1347	1300	1500	1500	净利润	115	113	59	430	588
应付账款	125	156	155	180	174	少数股东损益	56	49	37	243	332
其他	614	809	664	686	675	归属于母公司净利润	59	64	23	186	256
非流动负债	399	1852	1781	2493	3242	EBITDA	441	500	607	1241	1609
长期借款	399	846	1446	2046	2646	EPS (元)	0.08	0.08	0.03	0.24	0.33
其他	0	1006	335	447	596						
负债合计	2056	4164	3900	4858	5591						
少数股东权益	635	846	882	1126	1458						
股本	773	773	773	773	773						
资本公积	963	3790	3790	3790	3790						
留存收益	645	711	668	831	894						
归属母公司股东权益合计	2382	5274	5231	5394	5457						
负债和股东权益	5073	10283	10013	11377	12506						

现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元						会计年度					
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	600	256	116	682	1469	成长能力					
净利润	115	113	59	430	588	营业收入	-3.0%	19.0%	-3.4%	29.5%	5.5%
折旧摊销	269	281	444	556	668	营业利润	-37.6%	5.9%	-62.8%	1118.8%	39.2%
财务费用	55	95	117	122	158	归属于母公司净利润	494.2%	7.5%	-64.0%	714.2%	37.5%
投资损失	-65	-122	-45	-129	-164	获利能力					
营运资金变动	237	-300	288	-445	17	毛利率	7.1%	12.9%	5.8%	18.0%	23.4%
其它	-12	190	-747	148	203	净利率	2.7%	2.4%	0.9%	5.7%	7.4%
投资活动现金流	-630	-754	1762	-1295	-1415	ROE	2.5%	1.2%	0.4%	3.5%	4.7%
资本支出	669	828	795	1014	1015						
长期投资	54	-58	-2517	420	559	偿债能力					
其他	93	16	40	139	159	资产负债率	40.5%	40.5%	38.9%	42.7%	44.7%
筹资活动现金流	155	334	369	654	250	净负债比率					
短期借款	818	429	-47	200	0	流动比率	0.68	0.81	1.75	1.78	1.91
长期借款	-80	447	600	600	600	速动比率	0.64	0.76	1.70	1.73	1.86
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	1	2827	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.34	0.25	0.31	0.29
其他	-584	-3369	-184	-146	-350	应收账款周转率	5	6	6	6	6
现金净增加额	125	-164	2248	41	304	应付账款周转率	17.76	16.30	15.42	16.18	15.06

每股指标 (元)						估值比率					
每股收益	0.08	0.08	0.03	0.24	0.33	P/E	81.17	75.52	209.73	25.76	18.73
每股经营现金流	0.78	0.33	0.15	0.88	1.90	P/B	2.02	0.91	1.23	1.21	1.19
每股净资产	3.08	6.82	5.04	5.15	5.23	EV/EBITDA	8	7	6	3	2

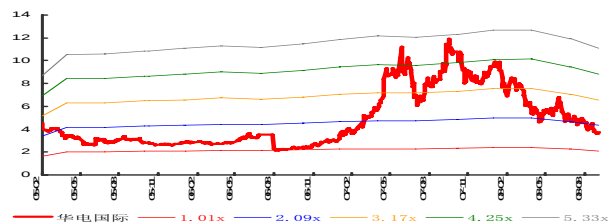
资料来源: 东方证券研究所预测

图 22：2004-2008 华能国际 PB 统计



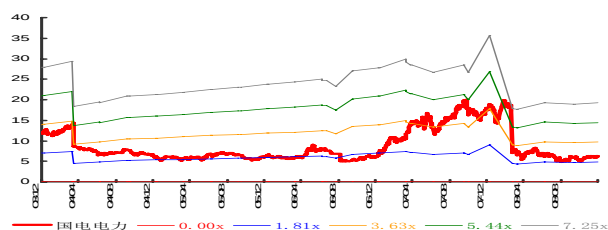
资料来源：WIND

图 23：2004-2008 华电国际 PB 统计



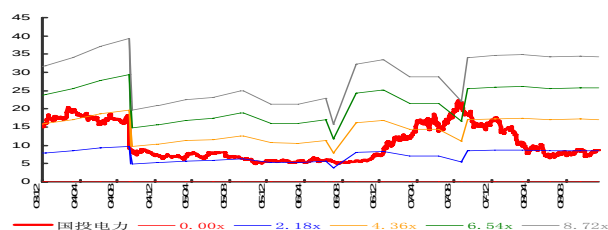
资料来源：WIND

图 24：2004-2008 国电电力 PB 统计



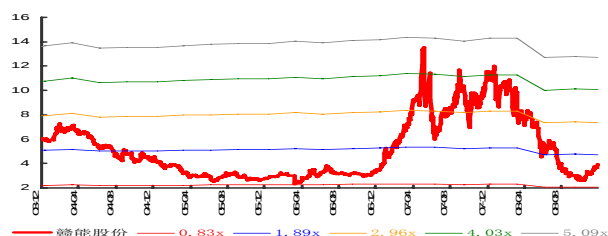
资料来源：东方证券

图 25：2004-2008 国投电力 PB 统计



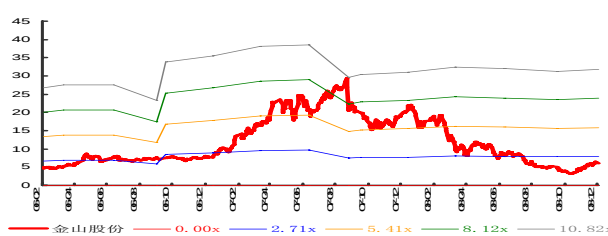
资料来源：东方证券

图 26：2004-2008 赣能股份 PB 统计



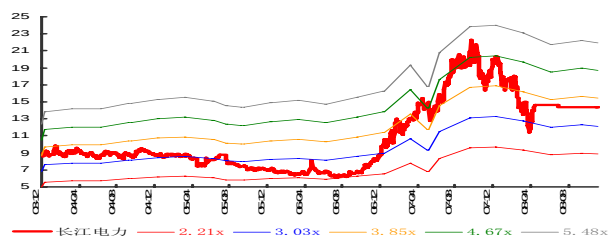
资料来源：WIND

图 27：2004-2008 金山股份 PB 统计



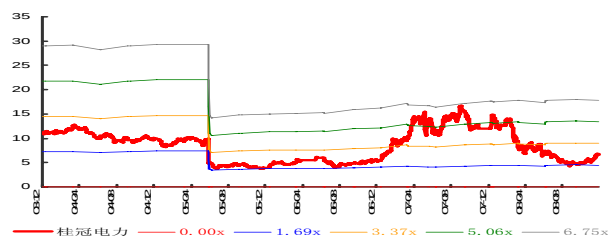
资料来源：WIND

图 28：2004-2008 长江电力 PB 统计



资料来源：WIND

图 29：2004-2008 桂冠电力 PB 统计



资料来源：WIND

分析师承诺

张仲华：电力行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn