

电力研究小组
 联系人彭全刚
 86-10-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年3月27日

战略相持仍将持续，重点仍是防守价值

电力行业2009年二季度投资策略

公用事业

电力

推荐（维持）

细分行业评级

电网	中性
水电	推荐
火电	推荐
核电	推荐

上证指数 2362

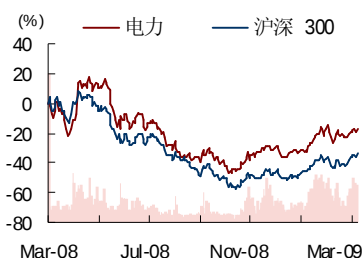
行业规模

		占比%
股票家数（只）	54	3.4
总市值（亿元）	5673	3.4
流通市值（亿元）	3185	4.9
重点公司市值（亿元）	3512	2.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.8	18.0	-22.1
相对表现	-6.4	7.4	14.5

指数比较



相关报告

- 1、《电力行业 2009 年度投资策略 - 战略相持阶段攻守兼备的优秀品种》2008/12/04
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《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》2008/04/23

短期内火电公司有较多利好兑现。预计电煤合同将最终签订，无论政府将价格定在什么位置，对火电企业都是利好。小煤窑即将陆续复产，市场煤供应量将增加，市场煤价预计还会下跌。一季度多数火电公司业绩将扭亏或上升，这将提升投资者的信心。

q 政策环境：2009 年电力体制改革将加速。2008 年火电行业出现制度性的全行业亏损，供电行业业绩也出现大幅下降。预计电力企业将努力争取自身利益，推动电力体制改革加速实施。温家宝总理在 09 年政府工作报告中明确提出要深化电价改革，理顺煤电价格关系，并落实到发改委、财政部、环保部、电监会落实，是政府加速推进电力体制改革的一个积极信号。

q 供需关系：需求增速持续低于装机增速。预计 2009 年全国用电量增速为 3% ~ 5%，新增发电装机容量 8000 万千瓦，小火电机组关停 1300 万千瓦，2009 年底装机容量达到 8.6 亿千瓦，实际增速为 8% ~ 9%。2009 年全部机组利用小时约 4500 小时，火电机组利用小时约 4700 小时。多数区域和省份能够实现供需平衡并略有富裕。

q 行业盈利：火电利润回升还看煤价。2009 年火电行业在发电量增长 2%，平均结算电价每千瓦时提高 1.3 分，单位燃料成本下降 15% 的假设条件下，能够实现利润总额 470 亿元，接近 2007 年盈利水平的 70%。水电行业收入和利润与装机容量的增速基本持平，预计同比增长约 18%。电网企业如果没有销售电价的调整，预计 2009 年亏损约 200 亿元。

q 投资策略：防守价值再次显现。电力板块近期利好较多，将逐步兑现。虽然按照 09 年业绩计算的估值已经不低，但是在其他板块估值都已经大幅提升的情况下，电力公司的防御价值再次凸显。我们认为资金推动下的股市反弹很难长期持续，一旦预期变坏，市场还会回调。建议适当配置电力股，防御可能出现的大幅回调。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
长江电力	14.4	0.60	0.41	0.65	35	22	3.6	强烈推荐 A
国电电力	6.2	0.34	0.03	0.23	206	27	2.3	审慎推荐 A
桂冠电力	7.9	0.23	0.02	0.20	394	39	3.0	审慎推荐 B
华能国际	8.0	0.50	-0.26	0.30	-31	27	2.3	审慎推荐 A
文山电力	8.4	0.35	0.37	0.45	23	19	4.6	审慎推荐 B
国投电力	10.6	0.30	0.12	0.38	88	28	2.7	审慎推荐 B
深圳能源	11.2	0.33	0.41	0.75	27	15	2.3	审慎推荐 B
中能股份	7.5	0.64	0.20	0.30	37	25	1.6	审慎推荐 B
建投能源	6.2	0.52	0.08	0.27	77	23	1.8	审慎推荐 B
华电国际	5.0	0.20	-0.28	0.20	-18	25	2.3	审慎推荐 B
大唐发电	7.0	0.29	0.02	0.16	349	44	3.1	中性 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、政策环境：2009 年电力体制改革将加速	4
1、电力体制问题引起中央领导关注	4
2、行业困局导致改革的压力加大	4
3、可能的改革内容和方向	5
4、改革对行业及企业的影响	5
二、供需关系：需求增速持续低于装机增速	6
1、预计 2009 年用电增速为 3% ~ 5%	6
2、预计 2009 年装机增速为 8% ~ 9%	7
3、预计 2009 年全部机组利用小时约 4500 小时	7
4、区域电力市场多数供大于求	8
5、各省电力供需情况和利用小时分析	8
三、行业盈利：火电利润回升还看煤价	10
1、火电企业 08 年巨额亏损，09 年盈利大幅回升	10
2、水电企业盈利依靠装机增长	12
3、核电企业利润大幅增加，预计明年盈利稳定增长	13
4、电网企业受政策影响利润下降	14
四、投资策略：防守价值再次显现	15
1、电力板块收益率回顾	15
2、电力与其他行业 PE 比较	15
3、电力与其他行业 PB 比较	16
4、股价和估值已经有浓重的进攻味道	16
5、仍然建议从防御的角度配置电力股	18
五、重点公司推荐	19
1、重点公司盈利预测和推荐思路	19
2、长江电力：强烈推荐 - A	19
2、国电电力：审慎推荐 - A	20
3、桂冠电力：审慎推荐 - B	20
4、华能国际：审慎推荐 - A	21

图目录

图 1: 2007 年以来全国单月用电量及增速变动	6
图 2: 2007 年全国各行业累计用电量增速变动	6
图 3: 全国装机容量和增速变动	7
图 4: 全部工业用电增速和电力弹性系数比较	7
图 5: 火电企业各项营业指标同比变动比较	10
图 6: 火电企业销售收入和利润总额变动预测	11
图 7: 秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较	11
图 8: 秦皇岛动力煤价格变动情况	11
图 9: 水电企业各项营业指标同比变动比较	12
图 10: 水电企业销售收入和利润总额变动情况	12
图 11: 核电企业各项营业指标同比变动比较	13
图 12: 核电企业销售收入和利润总额变动情况	13
图 13: 电网企业各项营业指标同比变动比较	14
图 14: 电网企业销售收入和利润总额变动情况	14
图 15: 电力板块和沪深 300 指数走势比较	15
图 16: 不同行业市盈率比较	16
图 17: 不同行业的市净率比较	16

表目录

表 1: 主要区域电力市场供需关系判断	8
表 2: 各省电力市场供需关系判断	9
表 3: 主要电力上市公司公允 ROE 选择	17
表 4: 主要电力上市公司公允价值计算	17
表 5: 重点公司盈利预测和投资评级	19
附表 1: 重点电力上市公司盈利性指标比较	22
附表 2: 重点电力上市公司盈利性指标比较 (续)	22
附表 3: 重点电力上市公司成长性指标比较	23
附表 4: 重点电力上市公司价格、成本、利润指标比较	23

一、政策环境：2009 年电力体制改革将加速

2008 年火电行业出现制度性的全行业亏损，供电行业业绩也出现大幅下降。预计电力企业将努力争取自身利益，推动电力体制改革加速实施。温家宝总理在 09 年政府工作报告中明确提出要深化电价改革，理顺煤电价格关系，并落实到发改委、财政部、环保部、电监会落实，是政府加速推进电力体制改革的一个积极信号。

1、电力体制问题引起中央领导关注

2008 年煤价大幅上涨，“煤电联动”机制得不到及时执行，火力发电企业大幅亏损，电网企业利润大幅下滑，集中反映了我国电价管理体制中的问题。

著名电力专家王信茂撰文指出：电力投资管理模式基本停留在计划经济行政管理模式上，虽然电力投资主体多元化格局已基本形成，但电力企业的投资决策主要还取决于政府主管部门。2004 年以来电力项目实行核准制以来，企业并没有从根本上获得电力项目投资的自主决策权。政府对电力项目的审批、核准，没有改变电源无序发展，也没有解决电力工业发展大起大落的问题。

电力企业通过各种途径反映自身面对的问题，已经引起了国家的重视。温家宝总理在政府工作报告中指出：“2009 年将推进资源性产品价格改革。继续深化电价改革，逐步完善上网电价、输配电价和销售电价形成机制，适时理顺煤电价格关系。”这是在政府工作报告中首次强调电价改革的问题。

2、行业困局导致改革的压力加大

我们认为：由于规模最大的火电企业和电网企业都出现经营困难，这些企业将成为推动电力体制改革的主要动力。据中电联初步估算，2008 年五大发电集团亏损企业共亏损约 350 亿元，火电全行业亏损企业亏损额约 700 亿元。国电电网公司和南方电网公司 08 年利润同比下降 50% 以上。

应该看到，火电全行业亏损并不是管理水平低造成的，更主要的还是体制因素。2008 年 1~11 月份，火电企业营业收入同比仅增长 8%，但是主营业务成本同比增加 25%，增加约 1533 亿元，而成本增加主要是煤价上涨造成的。仅此一项，导致火电企业 08 年 1~11 月份净利润同比减少 942 亿元，由盈利 650 亿元转为亏损 392 亿元。

电网企业由于 2008 年第二次电价调整中销售电价没有上调，多承担了 2 分钱的购电成本，这将直接导致 2009 年电网企业利润总额减少 700 亿元左右，如果政策不能及时调整，2009 年电网且有也可能全行业亏损。

长期来看，这种价格扭曲的现象必须通过建立和完善科学的电价机制来解决。在全行业运行较为顺畅时，各方面对推进改革的动力都不大，但是在全行业面临困难时，会形成推动改革的合力，虽然各方的目的不同，但是最终会形成妥协，推动管理体制向更加合理的发展方向发展。

3、可能的改革内容和方向

我们认为，改革将首先从解决目前问题较多的环节入手，化解矛盾，理顺体制和机制，促使电力行业更加健康地发展。

- Ø **电价机制改革。**由于煤电联动不能实施而导致的电力行业亏损已经成为众矢之的，我们判断下一步电力体制改革的入手点应该是定价机制改革。从目前政府和监管部门的动作来看，也是在向这方面努力。对于电价改革的分析可以参考我们前期的研究报告《取消优惠电价，推进电价改革》。
- Ø **上网调度改革。**2003 年以来，竞价上网曾经在东北和华东进行试点，而且其他四个区域电力市场也都做好了相应的竞价上网方案。但是，由于供需关系持续紧张，竞价上网的结果是电价越竞越高，所以已经开展试点的区域都没有正式实施，其他区域电网也没有再进行试运行。2006 年开始推广节能调度，也只是在一些省份试点，并没有全面推开。经济回调，供需关系缓和，实际上是为这些调度方面的改革创造了更好的条件。今年以来，大用户直购电开始实施，我们判断这将打破电网公司对电力的垄断收购经营模式，使上网调度更加灵活。

4、改革对行业及企业的影响

从长期来看，改革现有体制的弊端，对电力行业和电力企业的长期发展有利。不过，从短期来看，可能对大型央企这样的优势企业好处更加明显。

- Ø **机制理顺之后，电力行业的盈利能力将更加稳定，有利于获取稳定的利润回报。**由于缺乏合理的价格机制，无论是发电企业还是电网企业，实际上风险敞口都很大，在理顺价格机制之后，将消除业绩大幅波动的风险，电力公司将成为更加标准意义上的公用事业公司。
- Ø **市场机制下大型优势企业获取超额收益的能力更强。**在市场化程度相对提高之后，大型企业的谈判能力和规模优势将充分得到体现，能够获得高于平均水平的上网电价和销售电量。

二、供需关系：需求增速持续低于装机增速

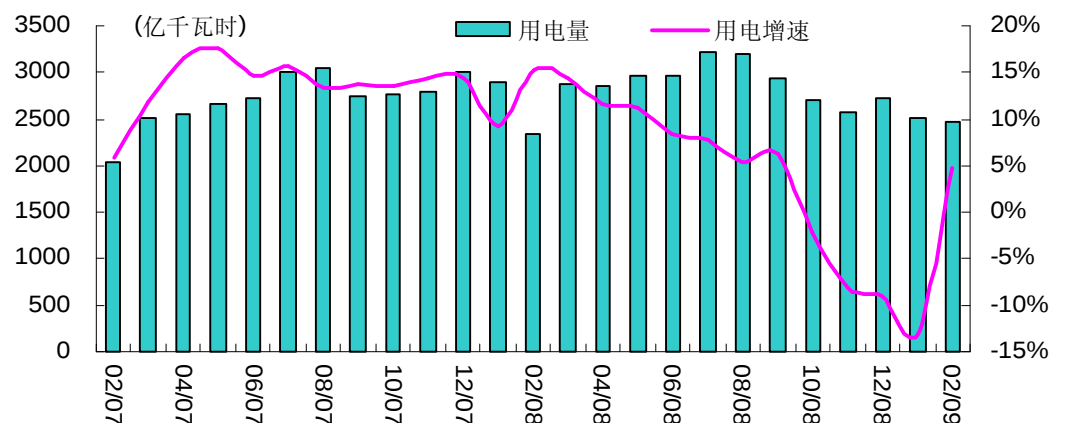
参考中电联的预测，我们判断 2009 年全国用电量增速为 3%~5%，新增发电装机容量 8000 万千瓦，小火电机组关停 1300 万千瓦，2009 年底装机容量达到 8.6 亿千瓦，实际增速为 8%~9%。2009 年全部机组利用小时约 4500 小时，火电机组利用小时约 4700 小时。多数区域和省份能够实现供需平衡并略有富裕。

1、预计 2009 年用电增速为 3%~5%

中国电力企业联合会预测 2009 年全社会用电量同比增长 5% 左右。一季度甚至二季度将是电力增长最困难的时期，上半年有可能持续出现负增长。下半年华北、华东、华南沿海地区电力需求将陆续出现正增长，并逐步带动中西部地区的用电增长。

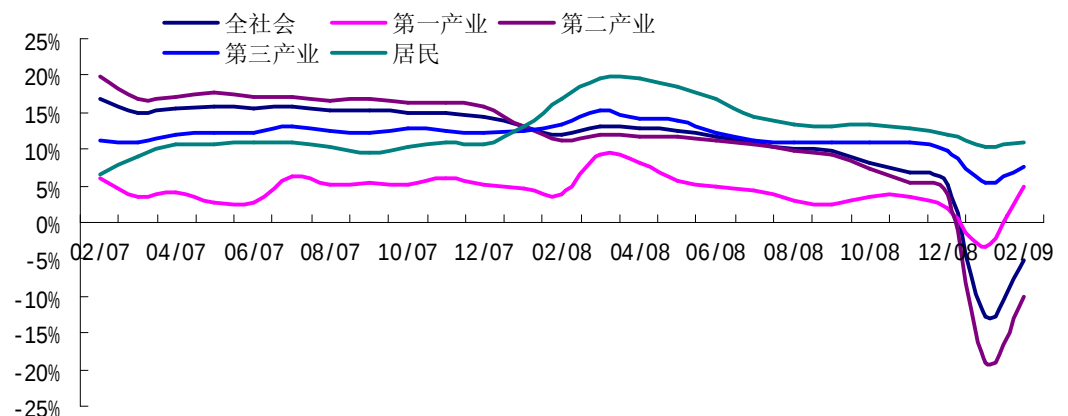
我们认为，从目前的国际国内形势看，中电联的预测仍然略显乐观。我们判断中性情况下 2009 年全国用电量增速将在 3% 左右。目前，第一、三产业和居民用电恢复较快，未来电力增速恢复到什么程度，主要还看工业用电的恢复情况。

图1：2007年以来全国单月用电量及增速变动



资料来源：招商证券

图2：2007年全国各行业累计用电量增速变动



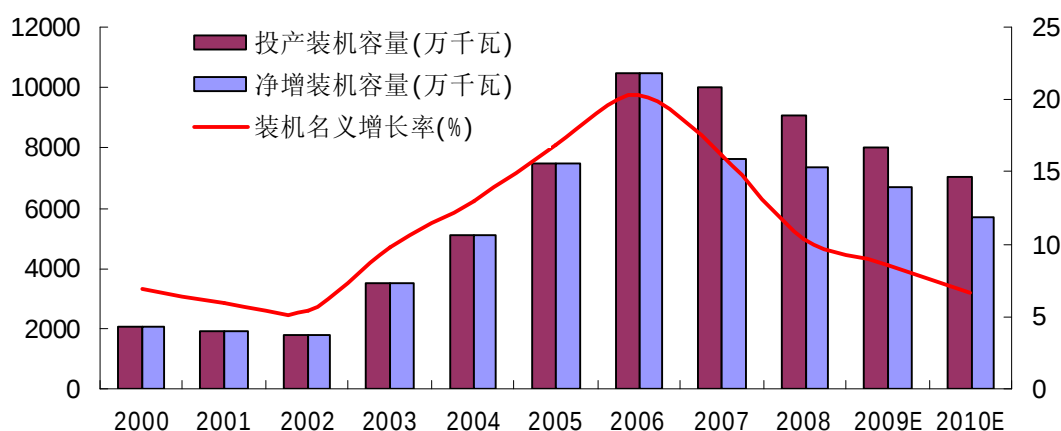
资料来源：招商证券

2、预计 2009 年装机增速为 8%~9%

中国电力企业联合会预测 2009 年全国电源投资约 3000 亿元，电网投资约 3500 亿元，电网投资继续高于电源投资。全年新增发电设备容量约 8000 万千瓦，关停小火电机组约 1300 万千瓦，年底装机容量达到 8.6 亿千瓦，电力供应能力充足。

2009 年水电机组预计投产约 1500 万千瓦，风电机组预计投产约 700 万千瓦，火电机组投产约 5800 万千瓦。为了调整装机结构，国家将支持热电联产、大型煤电基地和煤电电路港一体化项目建设。2009 年我国将有 8 台百万千瓦超超临界机组投产，总计达到 19 台，成为全世界拥有百万千瓦超超临界火电机组最多的国家。

图3：全国装机容量和增速变动

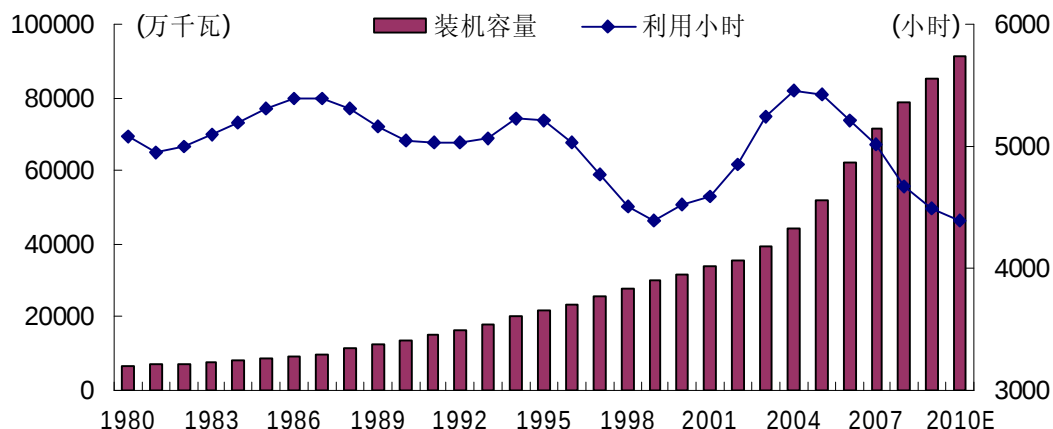


资料来源：招商证券

3、预计 2009 年全部机组利用小时约 4500 小时

由于用电增速下降，装机增速高于用电量增速，全国机组利用小时将继续下降，预计全年全部机组利用小时下降到约 4500 小时，火电机组利用小时下降到约 4700 小时，水电机组利用小时维持在 3500~3600 小时。

图4：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

4、区域电力市场多数供大于求

由于近几年新机组大量投产和 08 年以来用电增速下滑甚至出现负增长，几大电网中多数都已经实现供需平衡，一些区域电网的富裕程度较高。

- Ø 华北电网：预计 2009 年最大用电负荷 12900 万千瓦，统调火电机组利用小时 4600 小时，电力富裕 1700 万千瓦。
- Ø 东北电网：预计 2009 年最大用电负荷 4400 万千瓦，统调火电设备利用小时 4900 小时，电力富裕约 1000 万千瓦。
- Ø 华东电网：预计 2009 年最大用电负荷 14000 万千瓦，统调火电设备利用小时 4700 小时，电力富裕约 900 万千瓦。
- Ø 华中电网：预计 2009 年最大用电负荷 8900 万千瓦，统调火电设备利用小时 4400 小时，丰水期电力富裕近 2000 万千瓦，枯水期电力富裕约 800 万千瓦。
- Ø 西北电网：预计 2009 年最大用电负荷 3100 万千瓦，统调火电设备利用小时 5000 小时，电力富裕约 600 万千瓦。
- Ø 南方电网：预计 2009 年电力电量基本平衡，全网燃煤机组利用小时 4900 小时，比 2008 年下降 200 小时。夏季遇到高温天气会有时段性的电力缺口，丰水期电力富裕较多。

表1：主要区域电力市场供需关系判断

地区	发电设备容量		新增 容量	增速（%）	发电量	增速（%）	供需情况
	2007	2008					
华北	16607	17893	2254	14%	7268	5.1%	富裕 1700 万千瓦
东北	5364	6351	572	11%	2489	7.4%	富裕 1000 万千瓦
华东	16478	17648	2218	13%	7310	8.8%	富裕 900 万千瓦
华中	15429	17229	1915	12%	4784	6.3%	枯水期富裕 800 万千瓦
西北	5144	6192	860	17%	1911	5.7%	富裕 600 万千瓦
南方	12803	13940	1231	10%	4386	3.8%	总体平衡，丰水期电力富裕较多

资料来源：招商证券

5、各省电力供需情况和利用小时分析

2009 年各省的电力供需形势都不乐观，电力过剩现象将普遍存在，多数省份发电利用小时在 2009 年仍会出现一定程度的下降。

- Ø 出口增速放缓甚至下降会影响沿海省份的用电需求，1~2 月份的用电量数据已经明显有所体现。不过，沿海省份的一个优势是 2008 年新投产机组规模已经明显下降，受关停小火电机组影响，有些个别省份的总装机规模甚至出现下降。
- Ø 由于经济增速放缓，国家将加大节能减排的力度，一些高耗能产业比重较大的省份用电量将会受到较大影响。更为重要的是，这些省份多数处于中西部地区，2008 年投产机组规模较大，因此 2009 年利用小时的下降幅度可能会比东部沿海省份更大。

表2: 各省电力市场供需关系判断

地区	利用小时			新增装机		供需情况
	2007	2008	增速	容量	净增速 (%)	
北京市	4424	4243	-4%	142	25%	供需宽松, 预计全年约 4100 小时
天津市	5809	5286	-9%	60	9%	电力富裕, 预计全年约 4800 小时
河北省	5708	5079	-11%	354	6%	电力富裕, 预计全年约 4700 小时
山西省	6059	5264	-13%	489	13%	电力过剩, 预计全年约 4750 小时
内蒙古	5320	4593	-14%	889	17%	需求下降, 电力富裕, 预计全年约 3950 小时
辽宁省	5665	5253	-7%	265	5%	供需基本平衡, 预计全年约 5050 小时
吉林省	4459	4214	-6%	102	12%	电力略有富裕, 预计全年约 3980 小时
黑龙江	4955	4541	-8%	205	20%	电力富裕较多, 预计全年约 3900 小时
上海市	5023	4870	-3%	249	17%	夏季供应偏紧, 预计全年约 4700 小时
江苏省	5243	5155	-2%	419	-3%	供需基本平衡, 预计全年约 5250 小时
浙江省	5022	4645	-8%	473	4%	供电略有富裕, 预计全年约 4550 小时
安徽省	5126	5255	3%	840	33%	依靠“皖电东送”, 预计全年约 4500 小时
福建省	4718	4514	-4%	239	11%	供电略有富裕, 预计全年约 4300 小时
江西省	4335	4007	-8%	108	3%	电力富裕, 预计全年约 3900 小时
山东省	4819	4810	0%	321	4%	供需基本平衡, 预计全年约 4800 小时
河南省	4998	4643	-7%	483	9%	电力富裕, 预计全年约 4500 小时
湖北省	4733	4358	-8%	608	17%	电力富裕, 预计全年约 4100 小时
湖南省	4313	3719	-14%	241	10%	电力富裕, 预计全年约 3700 小时
广东省	4925	4853	-1%	245	2%	供电略有富裕, 预计全年约 4800 小时
广西区	4348	3932	-10%	398	22%	电力富裕, 预计全年约 3500 小时
海南省	3830	3977	4%	16	-8%	用电回升, 预计全年约 4100 小时
重庆市	4391	4036	-8%	211	29%	电力富裕, 预计全年约 3700 小时
四川省	4180	3735	-11%	265	9%	电力富裕, 预计全年约 3600 小时
贵州省	5095	4560	-10%	321	11%	电力富裕, 预计全年约 4750 小时
云南省	4694	4442	-5%	251	16%	电力富裕, 预计全年约 4100 小时
西藏区	3498	3710	6%	10	0%	特殊区域, 预计全年约 3700 小时
陕西省	5216	4860	-7%	499	38%	电力富裕, 预计全年约 4200 小时
甘肃省	5356	4875	-9%	210	15%	电力富裕, 预计全年约 4500 小时
青海省	4184	4113	-2%	51	2%	低位平衡, 预计全年约 4100 小时
宁夏区	6429	5749	-11%	9	11%	高位平衡, 预计全年约 5100 小时
新疆区	5414	5080	-6%	132	24%	基本平衡, 预计全年约 4600 小时

资料来源: 招商证券

三、行业盈利：火电利润回升还看煤价

2009 年火电行业在发电量增长 2%，平均结算电价每千瓦时提高 1.3 分，单位燃料成本下降 15% 的假设条件下，能够实现利润总额 470 亿元，接近 2007 年盈利水平的 70%。水电行业收入和利润与装机容量的增速基本持平，预计同比增长约 18%。电网企业如果没有销售电价的调整，预计 2009 年亏损约 200 亿元。

1、火电企业 08 年巨额亏损，09 年盈利大幅回升

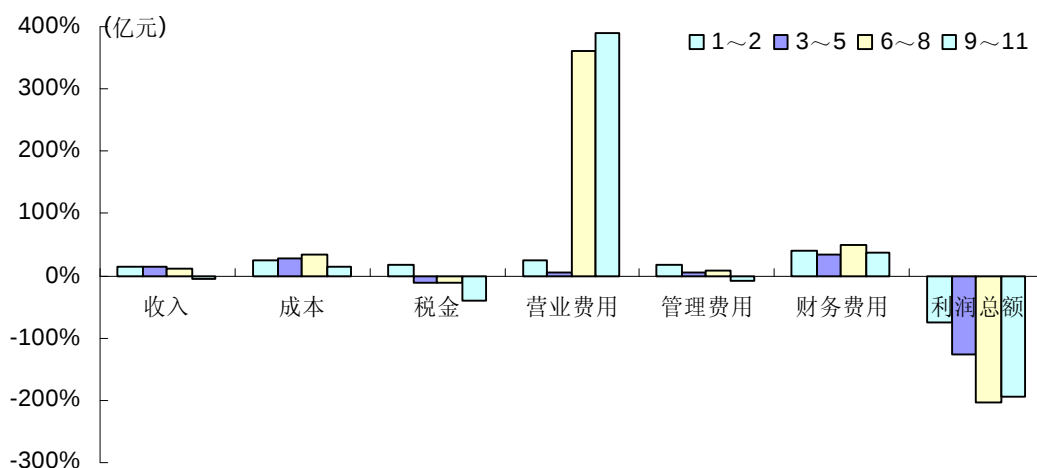
我们对 2008 年 1~2 月份、3~5 月份、6~8 月份、9~11 月份四个时段火电行业的主营业务收入、主营业务成本、主营业务税金及附加、营业费用、管理费用、财务费用、利润总额进行了比较，结果见图 5。

- Ø 营业收入受需求下降明显，前三个时段同比增速都在 10% 以上，9~11 月份同比下降 3%。
- Ø 营业成本反映煤价变化，前三个时段分别达到 24%、29% 和 34%，而 9~11 月份仅同比增长 13%，当然这也有 07 年基数提高的影响。
- Ø 营业费用变化异常，后两个时段增幅都在 350% 以上，我们判断是前两个时段公司为了完成利润指标压缩营业费用，而后两个时段将前面两个时段压缩的费用全部释放了出来。
- Ø 利润总额下降明显，后两个时段降幅都在 200% 左右，9~11 月份降幅略低一些。

我们在假设火电发电量同比增加 2%、平均结算电价提高 1.3 分/千瓦时、单位燃料成本下降 15%、其他成本不变的假设条件下，得出火电行业 2009 年的利润总额约 470 亿元。这一盈利水平接近 07 年度电盈利水平的 70%。

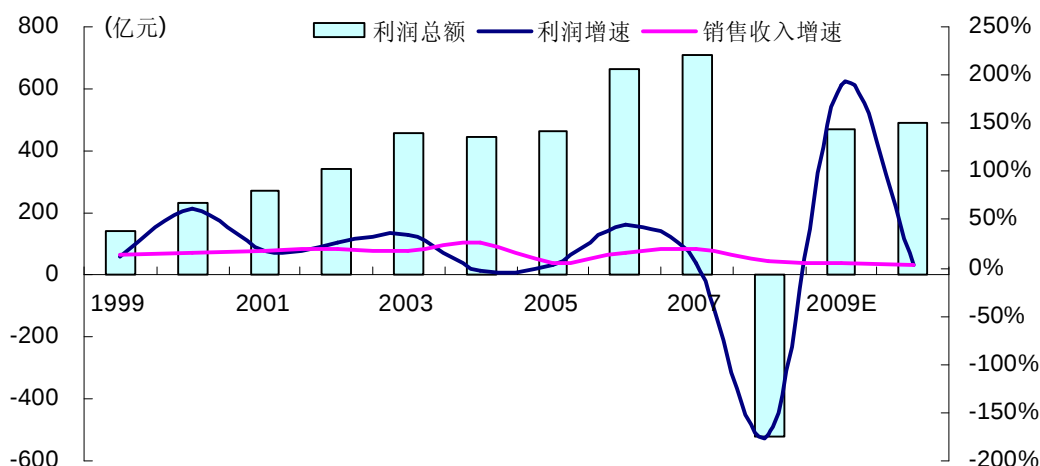
按照上述对煤价的假设，如果全国合同煤比例为 50%，且 09 年合同煤价格与 08 年持平，那么 09 年市场煤平均价格要在 08 年基础上下跌 30% 左右。对 09 年市场煤价的预测可参照图 7、图 8 秦皇岛煤价变动情况。

图5：火电企业各项营业指标同比变动比较



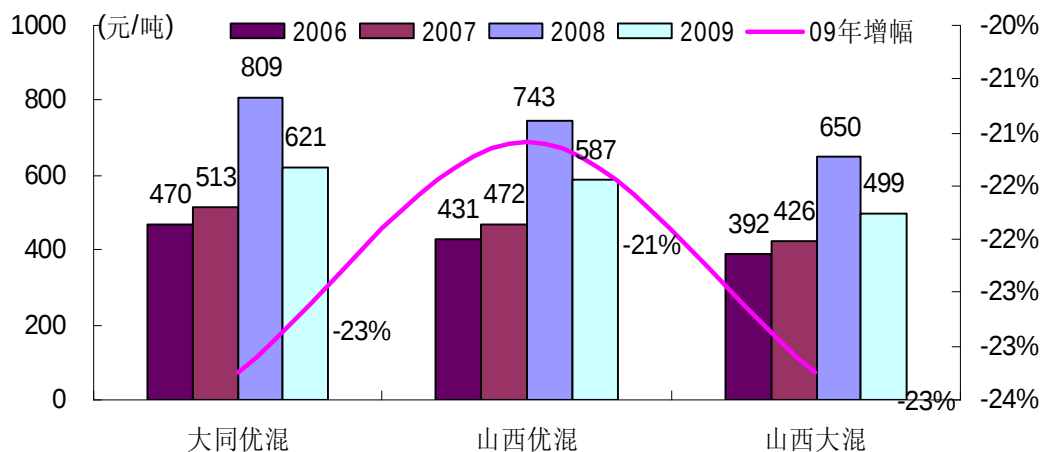
资料来源：招商证券

图6: 火电企业销售收入和利润总额变动预测



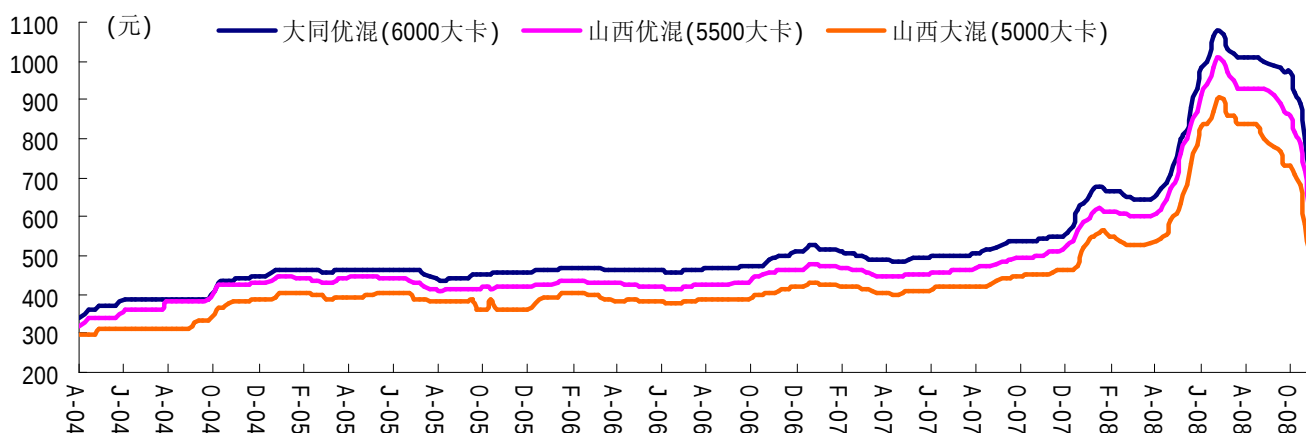
资料来源: 招商证券

图7: 秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较



资料来源: 招商证券

图8: 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

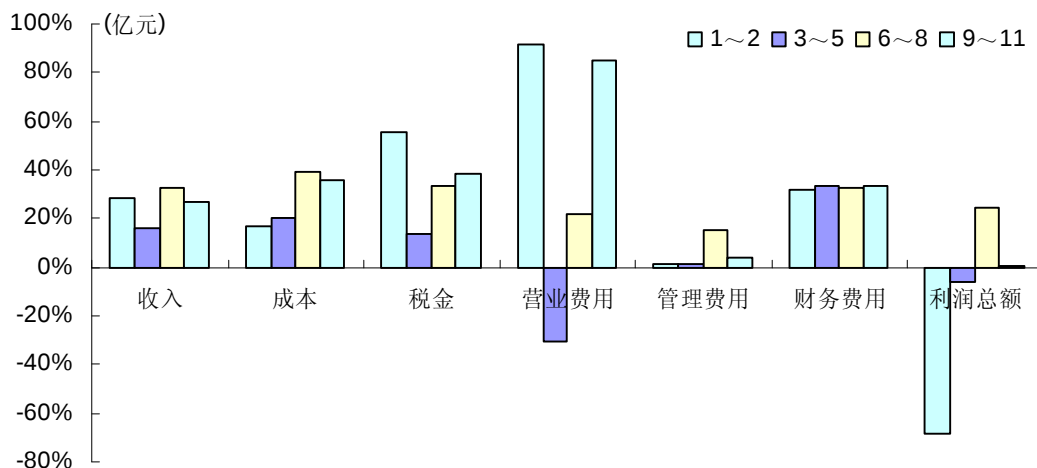
2、水电企业盈利提升依靠装机增长

对水电行业 2008 年 1~2 月份、3~5 月份、6~8 月份、9~11 月份四个时段的主营业务收入、主营业务成本、主营业务税金及附加、营业费用、管理费用、财务费用、利润总额的比较结果见图 9。

- Ø 营业收入 6~8 月份增长最多，达到 33%，9~11 月份增长 27%，反映 08 年下半年来水较好。
- Ø 财务费用各个时段都在 31%~34%，比较稳定，反映了负债规模的增长。
- Ø 利润总额的季节性和受来水影响明显，6~8 月增长最多，达到 24%。

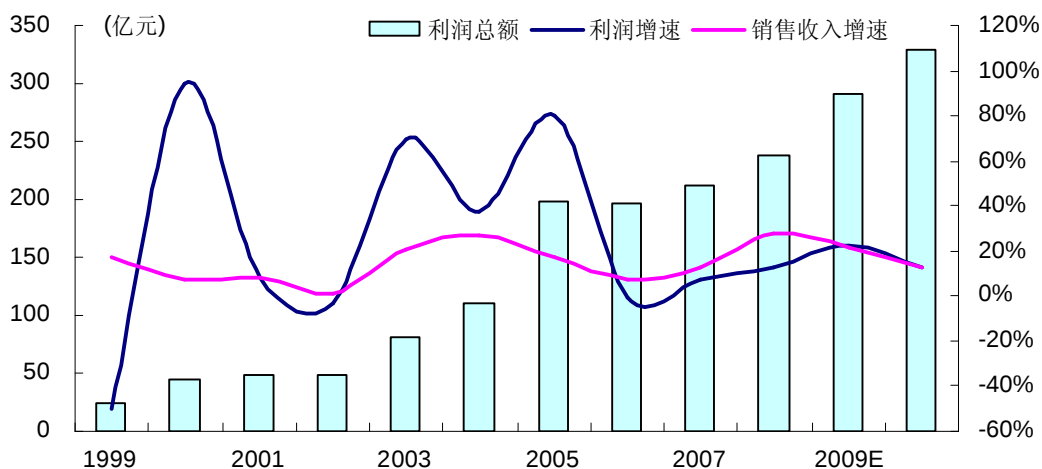
我们在假设水电发电量同比增加 18% 其他各项度电成本费用基本不变的假设条件下，预计水电行业 2009 年的利润总额约 290 亿元，基本上与装机容量和发电量的增长速度一致。

图9：水电企业各项营业指标同比变动比较



资料来源：招商证券

图10：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

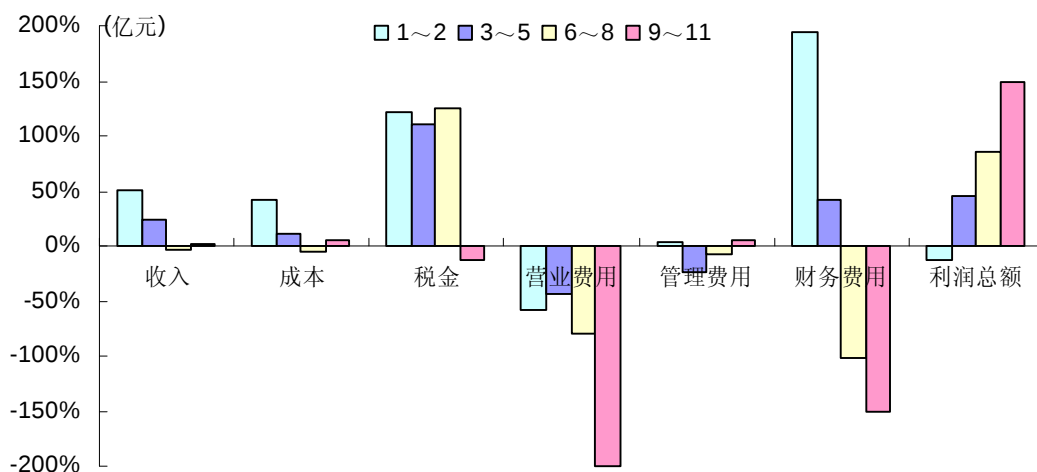
1~11 月份全国核电企业实现销售收入 224 亿元，同比增长 16.7%；实现利润总额为 105 亿元，同比增长 76%。我们在调研中了解到，核电企业利润大幅增长主要是财务费用下降和税收减免增加，这种盈利水平可以持续。

Ø 由于 07 年田湾核电站两台 100 万千瓦核电机组投产，核电企业 1~11 月份销售收入同比增加 25 亿元。

Ø 财务费用在 1~11 月份减少 17 亿元，直接导致核电企业利润总额大幅增长。

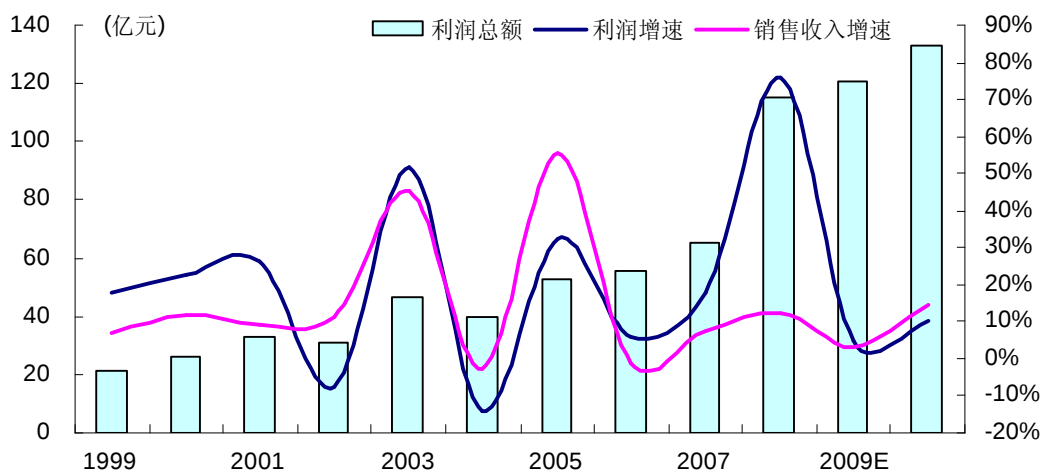
由于 2008 年没有新核电机组投产，我们预测核电企业营业收入和利润 2009 年不会有大幅增加。不过，由于一些早期建成的核电站还本付息，财务费用减少，仍会小幅增加核电利润。

图11：核电企业各项营业指标同比变动比较



资料来源：招商证券

图12：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

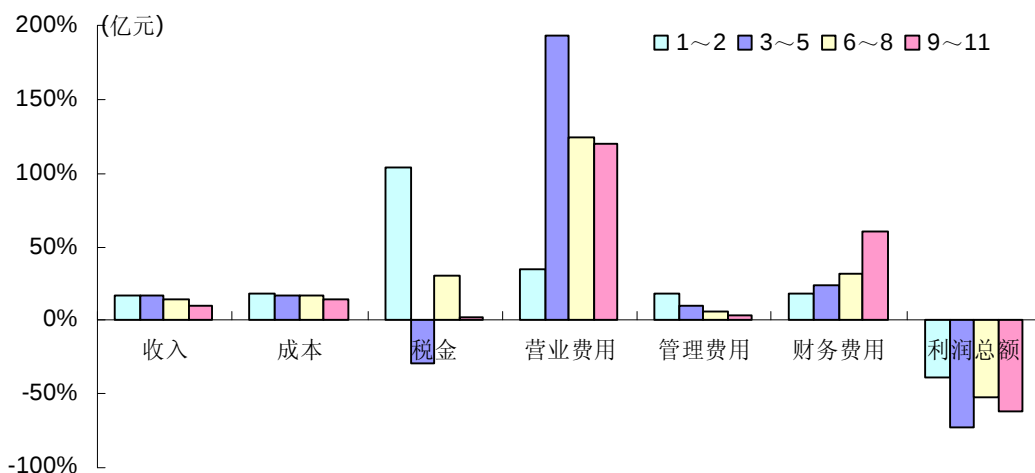
4、电网企业受政策影响利润下降

1~11 月份全国核电企业实现销售收入 15800 亿元，同比增长 14%；实现利润总额为 285 亿元，同比下降 59% 亿元。

- Ø 受用电量下降影响，9~11 月份电网公司收入增速明显下降，比前面几个月的增速下降 5 个百分点以上。
- Ø 电网公司的财务费用呈现快速增长势头，我们判断，主要是一些新线路投产，带来财务费用大幅上升。
- Ø 电网公司利润大幅下降，3~5 月份受地震影响降幅最大，9~11 月份受需求下降影响其次。

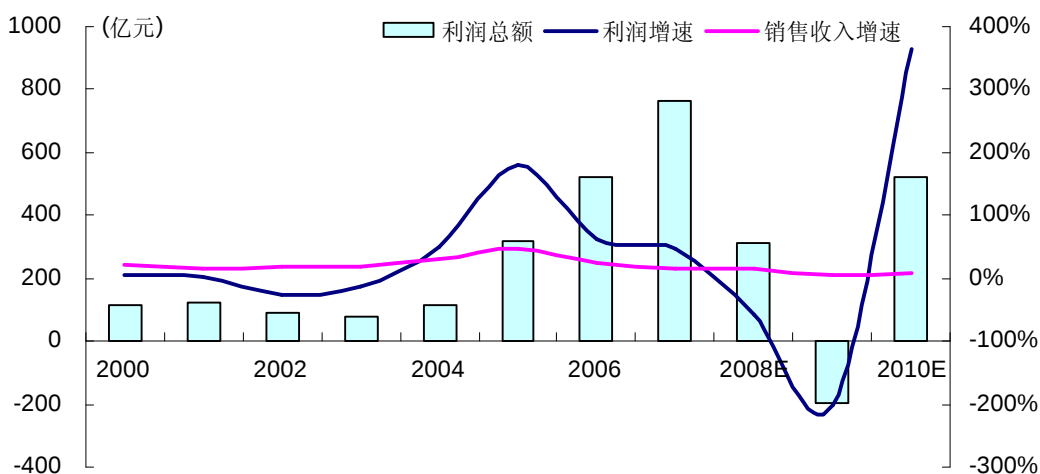
在假设 2009 年售电量增加 4%，销售电价提高 1 分钱/千瓦时，其他度电成本基本不变的假设调节下，如果不提高销售电价，我们判断电网企业 2009 年将亏损 200 亿元左右。

图13：电网企业各项营业指标同比变动比较



资料来源：招商证券

图14：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：防守价值再次显现

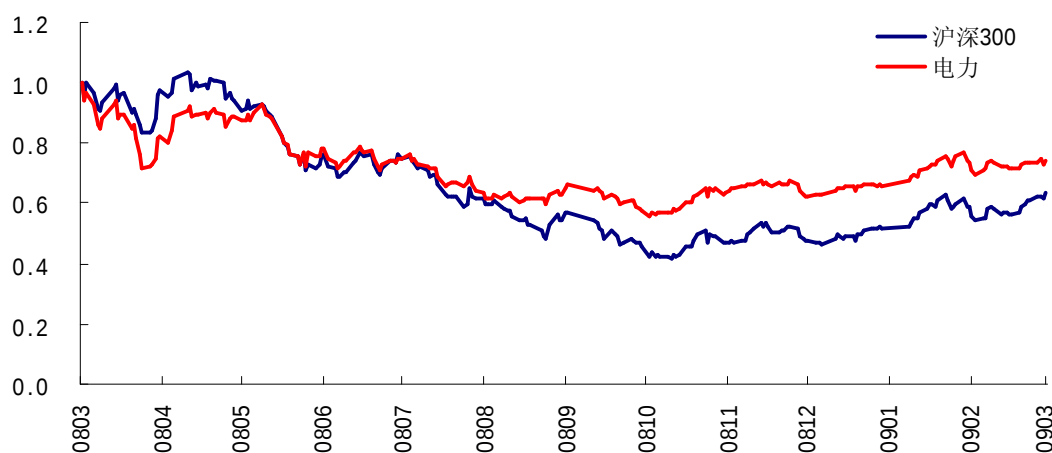
电力板块近期利好较多，将逐步兑现。虽然从绝对业绩看，多数电力公司按照 09 年业绩计算的估值已经不低，但是在其他板块估值都已经大幅提升的情况下，电力公司的防御价值再次凸显。无论从 PB，还是从预期的 PE 来看，都相对较低。我们认为资金推动下的股市反弹很难长期持续，一旦预期变坏，市场还会回调。建议适当配置电力股，防御可能出现的大幅回调。

1、电力板块收益率回顾

2008 年 3 月份以来的一年间，电力板块相对沪深 300 指数有 11 个百分点的相对收益。不过，在 2009 年以来，由于股票市场出现反弹，相对收益有所减少：

- Ø 过去一个月相对收益为 -4 个百分点；
- Ø 过去三个月相对收益为 -4 个百分点；
- Ø 过去六个月相对收益为 2 个百分点。

图 15：电力板块和沪深 300 指数走势比较



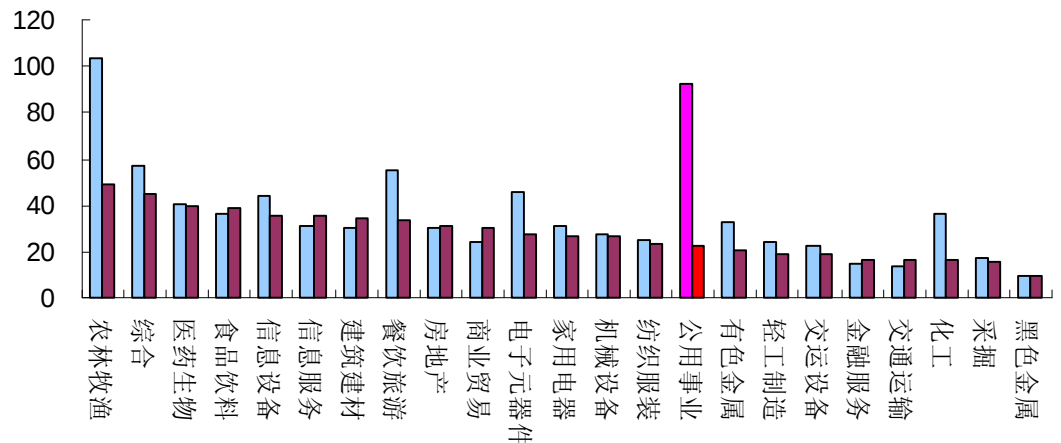
资料来源：Wind，招商证券

2、电力与其他行业 PE 比较

按照过去一年的业绩来看，电力行业的市盈率为 92 倍，在全部 23 个行业中为第二高，仅次于农林牧渔板块。

不过，按照 2009 年的预测市盈率来看，电力板块的市盈率处于较低位置，仅为 22 倍。而农林牧渔、综合、医药等 10 个板块的 2009 年预测市盈率在 30 倍以上。

这与我们之前的预测相一致，电力板块的 PE 在 2009 年会出现比较明显的下降，而其他多数行业的 PE 应该是逐步上升。主要是电力板块在 2008 年受多重不利因素影响，已经提前反映了不利的经营形势，而其他行业还在逐步体现。

图16: 不同行业市盈率比较


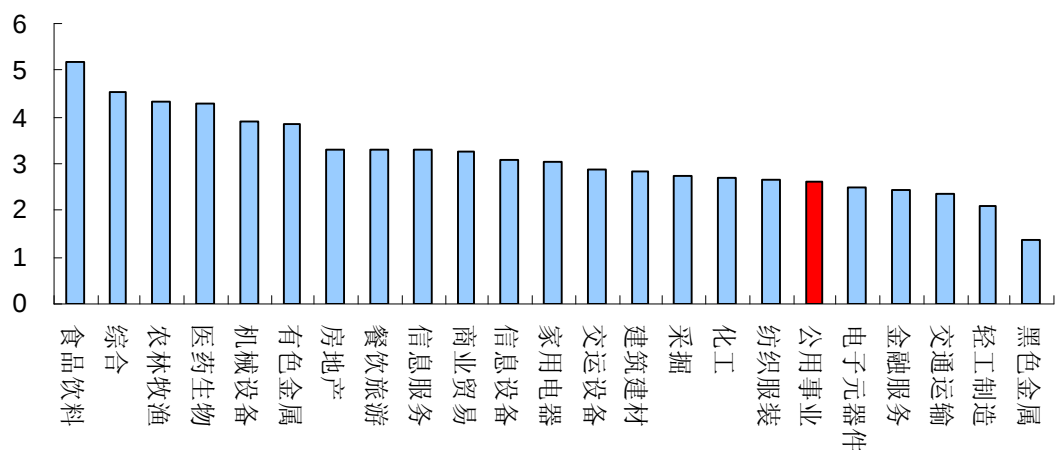
资料来源: Wind, 招商证券

3、电力与其他行业 PB 比较

按照最新股价和三季度每股净资产计算，电力板块 PB 为 2.6 倍，与 2008 年底相比，电力板块的 PB 已经出现了较为明显的提升，当时的 PB 仅为 2.2 倍，这主要是电力板块的股价上涨造成的。

尽管如此，电力行业 PB 在全部 23 个行业中从低到高的排序中，已经由 12 位下降到第 6 位，原因是其他板块的股价上涨幅度更大，PB 提升的更多。

从防御的角度来看，现在电力板块的 PB 相对更有优势，防御性更强。

图17: 不同行业的市净率比较


资料来源: Wind, 招商证券

4、股价和估值已经有浓重的进攻味道

我们在 2008 年电力公司业绩开始大幅亏损时提出，应该按电力公司正常盈利情况下能够获得利润来对公司进行评价，也就是公司的公允盈利能力。当时，也确实有很多公司的股价低于我们计算出在公允盈利能力下公司的内在价值。

但是，从目前的股价来看，只有少数公司的股价还在这一内在价值之下。我们判断股价

上涨的原因主要有以下几个方面：

- Ø 公司价值的自然回归。在市场恐慌性下跌之后，电力公司的价值再次被认可。
- Ø 电力股随着股票市场整体上涨水涨船高，估值水平提升。
- Ø 对未来盈利能力的良好预期，市场预期 09 年电力股业绩会非常好。

总体来看，现在市场已经不完全是用防守的思路评价电力股，进攻的思路非常浓重。

表3：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%
深圳能源	19.9%	16.9%	16.2%	17.0%	14.2%	16.5%	12%
华能国际	16.6%	15.1%	12.6%	13.7%	13.5%	13.2%	12%
国电电力	13.1%	14.1%	13.2%	12.7%	15.5%	22.7%	12%
吉电股份	2.9%	2.2%	-5.5%	3.6%	3.5%	4.2%	6%
国投电力	20.0%	24.4%	27.5%	13.1%	13.2%	19.6%	12%
闽东电力	-7.1%	-17.3%	4.7%	2.6%	1.6%	1.8%	6%
长江电力	14.3%	14.6%	15.1%	15.6%	15.2%	14.9%	15%
皖能电力	8.8%	4.7%	-0.4%	2.0%	1.7%	5.6%	6%
大唐发电	12.5%	14.2%	13.5%	14.5%	12.9%	13.5%	12%
粤电力 A	15.6%	11.7%	8.6%	8.8%	7.2%	14.6%	8%
内蒙华电	8.1%	6.5%	1.5%	4.9%	4.7%	7.1%	8%
金山股份	10.6%	10.3%	9.2%	7.6%	11.4%	9.6%	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%

资料来源：招商证券

表4：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)	公允净利润(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	4.17	1.10	-0.58
申能股份	134	16.1	29	0.55	16	8.87	8.13	1.09	0.17
广州控股	81	8.1	21	0.39	16	6.17	5.96	1.04	0.11
明星电力	9.6	1.0	3.2	0.30	16	4.80	5.38	0.89	0.26
建投能源	29	2.9	8.3	0.35	16	5.59	6.32	0.88	0.05
吉电股份	107	12.8	22	0.58	16	9.34	11.26	0.83	0.41
皖能电力	416	49.9	121	0.41	16	6.60	8.04	0.82	-0.22
深圳能源	145	17.4	54	0.32	16	5.16	6.29	0.82	0.02
内蒙华电	27	1.6	8.4	0.19	16	3.09	3.98	0.78	-0.13
华能国际	41	4.9	10.5	0.47	16	7.50	10.27	0.73	0.14
国投电力	13	0.8	3.7	0.21	16	3.37	5.11	0.66	0.05
金山股份	374	56.1	94	0.60	16	9.55	14.65	0.65	0.36
国电电力	38	2.3	7.8	0.29	16	4.68	7.53	0.62	0.08
桂冠电力	267	32.0	117	0.27	16	4.38	7.13	0.61	0.00
华电国际	84	6.7	27	0.25	16	3.98	6.52	0.61	-0.04
桂东电力	40	3.2	20	0.16	16	2.56	4.44	0.58	-0.13
长江电力	10	1.0	3.4	0.29	16	4.71	8.24	0.57	0.04
粤电力 A	134	10.7	60	0.18	16	2.86	5.08	0.56	-0.23
大唐发电	6.7	0.8	1.5	0.54	16	8.58	16.04	0.53	0.49

资料来源：招商证券

5、仍然建议从防御的角度配置电力股

虽然从绝对业绩看，多数电力公司按照 09 年业绩计算的估值已经不低，但是在其他板块估值都已经大幅提升的情况下，电力公司的防御价值再次凸显。无论从 PB，还是从预期的 PE 来看，都相对较低。我们认为资金推动下的股市反弹很难长期持续，一旦预期变坏，市场还会回调。建议适当配置电力股，防御可能出现的大幅回调。

从短期来看，电力行业的利好因素仍会逐渐兑现：

- Ø 合同煤价确定后，煤炭供应量将会增加，无论合同价是涨还是跌，对火电公司都是利好。
- Ø 北方取暖期结束后，煤炭需求减少，而且近期小煤窑有可能复产，促进市场煤价下跌。
- Ø 在煤价供应充足的情况下，发电量快速回升将有利于发电企业提升盈利水平。
- Ø 预计多数火电类上市公司一季度业绩都将扭亏，形成业绩上的利好。

从全年来看，也存在一些不确定因素：

- Ø 建国 60 周年大庆会对经济运行产生一定影响。2008 年电力工业运行受奥运会影响较大，2009 年国庆对电力行业的影响还不确定。不过，由于目前经济比较低迷，我们判断国家会尽量控制国庆活动的负面影响。
- Ø 电煤价格维持高位运行。如果下游需求恢复过快，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推荐思路

在当前的市场情况下，我们推荐分别按照防御和进攻两种思路来选择股票：

- Ø 为了防止市场大幅回调，可以重点选择 PB 估值较低，业绩较稳定的公司。从我们覆盖的公司中，符合这种条件的有水电股长江电力和文山电力。火电股 PB 估值较低的主要是建投能源和申能股份。
- Ø 如果看好电力股未来 2~3 年业绩的恢复，可以从进攻的角度出发选择公司，这样的公司应该具有较好的成长性，或者业绩恢复的空间较大。主要推荐的公司有金山股份、宝新能源、深圳能源、华电国际、华能国际。

另外，业绩相对较好，装机相对均衡，且有通过外延式收购实现成长性的公司国电电力、桂冠电力也是较好的投资品种。

表5：重点公司盈利预测和投资评级

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB	评级
长江电力	14.4	0.60	0.41	0.65	0.70	35	22	21	3.6	强烈推荐 A
国电电力	6.2	0.34	0.03	0.23	0.37	206	27	17	2.3	审慎推荐 A
桂冠电力	7.9	0.23	0.02	0.20	0.30	394	39	26	3.0	审慎推荐 B
华能国际	8.0	0.50	-0.26	0.30	0.45	-31	27	18	2.3	审慎推荐 A
建投能源	6.2	0.52	0.08	0.27	0.44	77	23	14	1.8	审慎推荐 B
国投电力	10.6	0.30	0.12	0.38	0.45	88	28	23	2.7	审慎推荐 B
深圳能源	11.2	0.33	0.41	0.75	0.85	27	15	13	2.3	审慎推荐 B
申能股份	7.5	0.64	0.20	0.30	0.35	37	25	21	1.6	审慎推荐 B
文山电力	8.4	0.35	0.37	0.45	0.50	23	19	17	4.6	审慎推荐 B
粤电力 A	6.4	0.25	0.02	0.15	0.20	322	43	32	2.0	审慎推荐 B
宝新能源	8.6	0.29	0.32	0.40	0.45	27	21	19	4.0	审慎推荐 B
大唐发电	7.0	0.29	0.02	0.16	0.25	349	44	28	3.1	中性 A
金山股份	7.5	0.33	0.07	0.35	0.55	108	22	14	3.3	审慎推荐 B
华电国际	5.0	0.20	-0.28	0.20	0.32	-18	25	16	2.3	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

2、长江电力：强烈推荐—A

- Ø 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。
- Ø 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。
- Ø 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。

- Ø **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

- Ø **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。
- Ø **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。
- Ø **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。
- Ø **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。
- Ø **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**预计 2008~2010 年每股收益 0.03 元、0.23 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，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

- Ø **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。
- Ø **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。
 - q 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。
 - q 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%。
 - q 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。
 - q 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。

- Ø **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。
- Ø **维持“审慎推荐-B”的投资评级。**预估 08~10 年每股收益 0.02 元、0.20 元、0.30 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

- Ø **全国火电龙头，优质的资本运作平台。**华能国际现拥有权益发电装机容量 3759.3 万千瓦，可控发电装机容量 4098.9 万千瓦，公司全资拥有十六家营运电厂、一家营运电力公司、控股十三家营运电力公司及参股五家营运电力公司，是中国目前最大的上市发电公司。
- Ø **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。
- Ø **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。
- Ø **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。
- Ø **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**预计 2008~2010 年每股收益 -0.26 元、0.30、0.40 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

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±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。