

[2009.04.15]

风、幡未动，何时心动？

——2009 年二季度电力行业投资策略

王威

021-38676694

wangw@gtjas.com

本报告导读：

- 行业进入资产负债率、财务费用率双降的去杠杆化通道；
- 二季度行业仍有触发投资者心动的因素。

投资要点：

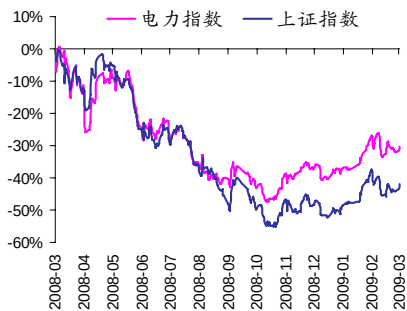
- 从 3 月分旬全国发电量数据来看，主要外向型经济省份电力需求增速较 2 月下旬更差，可以理解为外需仍在低位波动。华北、西北、西南几个高耗能产业较集中省区自 08 年 11 月中旬电力需求增速达到最低开始缓慢回升，但从 3 月上旬开始，用电量增速开始逐旬回落。由于 08 年 4 月开始发电量基数即出现较明显的下降，因此 09 年前两季度累计发电量增速将很可能实现正增长；
- 09 年前 2 个月，水电得益于来水理想，利用率继续同比增长；火电利用率则受水电多发和需求低迷双重挤压，继续同比下降态势。进入 3 月，随着发电量增速的小幅回升，水电、火电机组利用率同时出现降幅收窄的状况；
- 国家统计局公布的 2009 年 1-2 月工业企业利润数据显示，09 年前两个月火电行业毛利率已经由 08 年 1-11 月的 3.9% 回升至 11.4%，而这是在行业机组利用率同比下降 15% 的情况下实现的；
- 经过模拟测算，火电行业一季度毛利率回升明显，虽然在行业高财务费用率作用下，盈利还不是那么能给人惊喜，但假如煤价全年在一季度基础上不出现大的波动，那么全年行业盈利总量将接近 2007 年。其中，沿海地区电厂由于机组利用率下降幅度小于西部高耗能地区，且运费及各种中间加价下降较多，业绩回升幅度预计将好于坑口类电厂；
- 03-04 年持续的电力供应紧张刺激了电源投资。自 04 年开始火电行业盈利能力受煤价上涨和机组利用率下降的双重侵蚀，行业自身“造血”能力减弱，只能依靠“加杠杆化”增加负债为资本支出融资。06-07 年火电行业毛利率只有 16-17%，而财务费用率达到 6%。08 年下半年国家连续四次降息，对高负债率的火电行业不啻于雪中送炭。整个行业资产负债率在 09 年将是前高后低走势，财务费用率将在二三季度之间见顶回落，行业进入资产负债率、财务费用率双降的去杠杆化通道；
- 火电行业的业绩趋势并未出现与我们预期走势的明显偏离。火电行业吸引力减弱的原因是市场看待它的角度发生了变化。我们认为，在煤炭产能过剩周期已很明显的情况下，通胀推高煤价这种静态观点恐难得到证实，温和通胀对火电盈利的侵蚀与 07-08 年时不可同日而语，电价的微弱刚性带给发电行业的将是持续一段时期的良好盈利能力；
- 二季度行业仍有触发投资者心动的因素。火电类公司我们的推荐是国投电力、深圳能源、国电电力、华能国际、华电国际，依次适合风险偏好由低到高的投资者配置；另需关注电力企业频繁资本运作带来的超额收益机会、涉及新能源概念可以提升估值空间的公司。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

电力生产业 增持

公司	评 级
国投电力	增 持
深圳能源	增 持
国电电力	增 持
长江电力	谨慎增持
华能国际	谨慎增持
华电国际	谨慎增持
粤电力 A	谨慎增持
金山股份	谨慎增持
广州控股	谨慎增持
申能股份	谨慎增持
桂冠电力	中 性
大唐发电	中 性



相关报告

直购电：试点的一小步，行业的一大步

(09. 03. 27)

电力需求方向难明，增持高安全边际公司

(09. 03. 17)

水电资源中长期价值有望提升

(09. 02. 23)

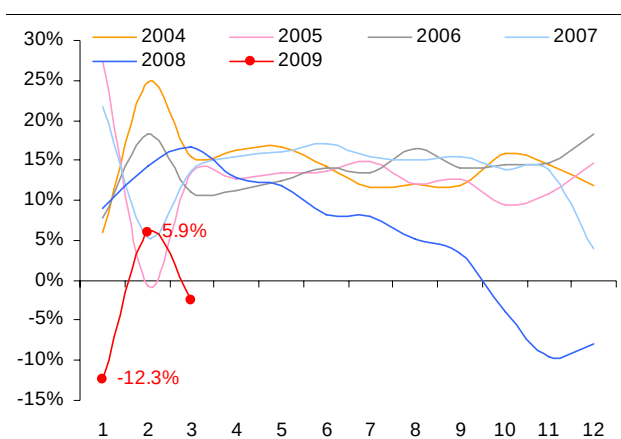
1. 电力需求依旧低位徘徊，短期方向不明

1.1. 前 3 月电力需求增速略有好转，但趋势未体现出持续性

2009 年 1-2 月全社会用电量 4972 亿千瓦时，同比下降 5.22%。从用电结构来看，第二产业用电量增速由 08 年 12 月单月的-14%左右回升至 09 年 1-2 月的-10.2%，而第二产业中用电量占比较高的轻、重工业用电量增速分别由 08 年 12 月单月的-20%、-14%回升至-10.57%和-10.37%。

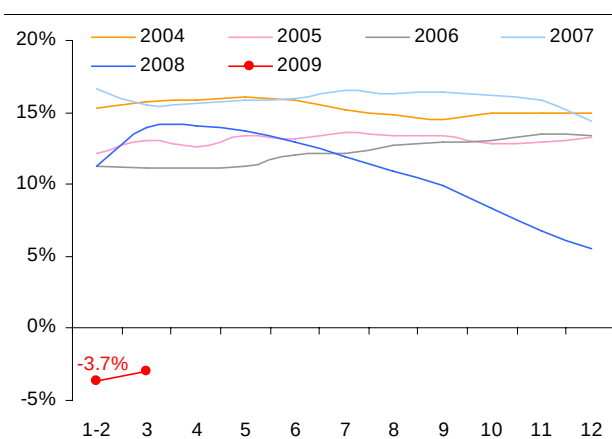
进入三月份以来，全国发、用电量增速出现小幅回暖。但更细分数据显示，电力需求增速并未出现持续回升势头。从国家电网旬发电量数据来看，进入 3 月上旬以后，旬发电量增速呈现逐步小幅下降趋势。进入 4 月上旬后，电力需求低迷状态仍在延续。根据我国全社会用电结构分析，电力需求不振的最主要原因应当是第二产业用电增速未能出现明显好转。

图 1：全国月度发电量增速



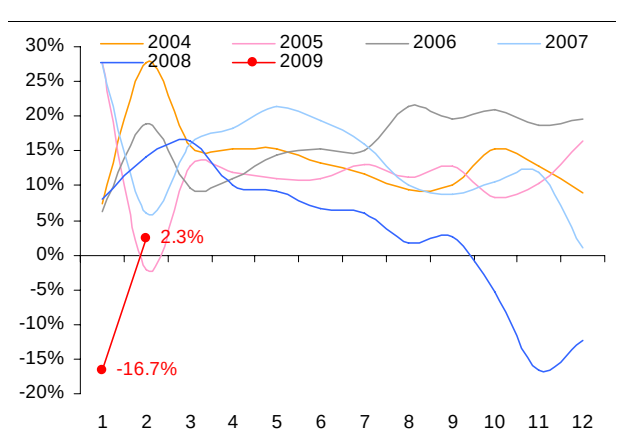
数据来源：国家统计局，中电联，国泰君安证券

图 2：全国累计发电量增速



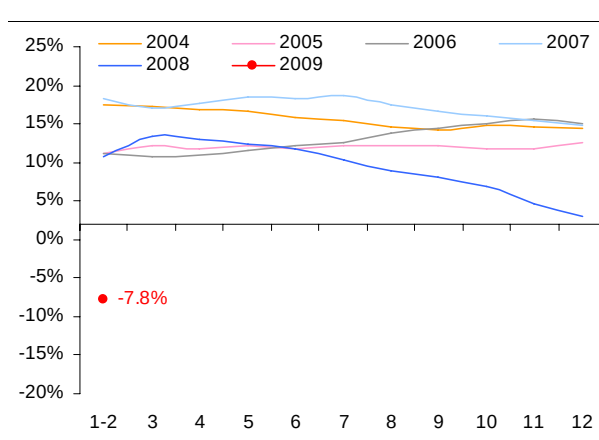
数据来源：国家统计局，中电联，国泰君安证券

图 3：火电月度发电量增速



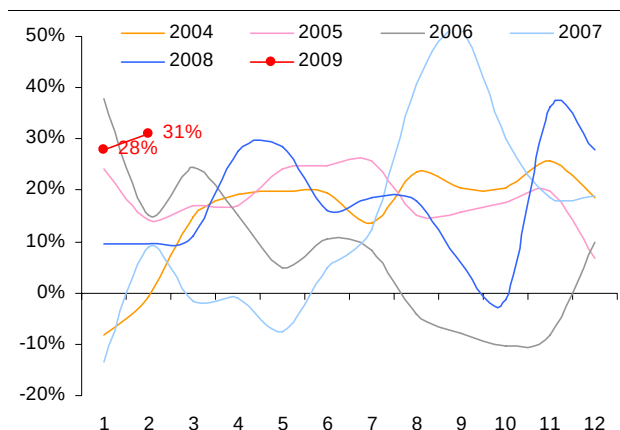
数据来源：国家统计局，中电联，国泰君安证券

图 4：火电累计发电量增速



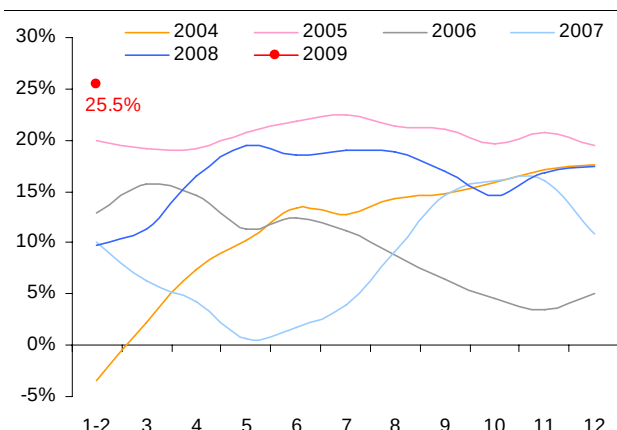
数据来源：国家统计局，中电联，国泰君安证券

图 5: 水电月度发电量增速



数据来源: 国家统计局, 中电联, 国泰君安证券

图 6: 水电累计发电量增速



数据来源: 国家统计局, 中电联, 国泰君安证券

表 1: 电力消费增速分布

用电量增速	2003	2004	2005	2006	2008				2009	
					1-3	1-6	1-9	1-12	1-2	1-3
全社会	16.3%	14.6%	13.5%	14.0%	13.4%	11.7%	9.7%	5.2%	-5.2%	-4.0%
第一产业	-0.4%	1.3%	7.6%	9.9%	9.2%	5.0%	2.6%	1.9%	4.9%	5.1%
第二产业	18.5%	16.6%	13.4%	14.3%	11.8%	11.1%	9.3%	3.8%	-10.2%	-8.2%
第三产业	14.9%	15.2%	12.9%	11.8%	15.2%	12.3%	10.8%	9.7%	7.7%	7.4%
城乡居民生活	10.8%	10.1%	16.2%	14.7%	19.7%	16.5%	12.9%	11.8%	10.9%	9.9%

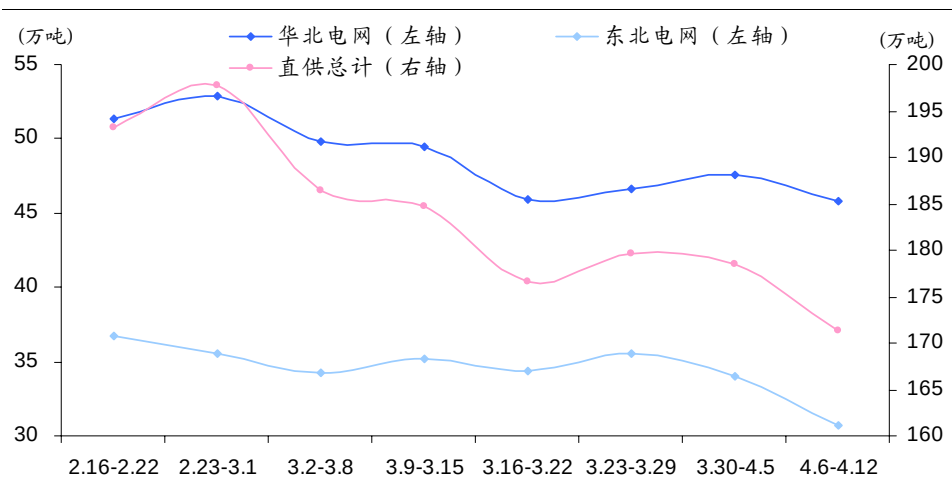
数据来源: 中电联, 国泰君安证券

表 2: 发、用电量及工业增加值增速分布

	2008												2009	
	1-2	1-3	1-4	1-5	1-6	1-7	1-8	1-9	1-10	1-11	1-12		1-2	1-3
发电量累计增速	11.3%	14.0%	14.1%	13.7%	12.9%	11.9%	10.9%	9.9%	8.3%	6.8%	5.2%		-3.7%	
用电量累计增速														
全社会用电量	11.9%	13.0%	12.7%	12.4%	11.7%	10.9%	10.2%	9.7%	8.3%	6.7%	5.2%		-5.2%	-4.0%
第二产业	11.2%	11.8%	11.6%	11.6%	11.1%	10.6%	9.9%	9.3%	7.4%	5.4%	3.8%		-10.2%	-8.2%
工业	11.2%	11.8%	11.6%	11.6%	11.1%	10.6%	9.9%	9.3%	7.3%	5.3%			-10.4%	-8.4%
轻工业	5.4%	8.6%	6.9%	7.7%	6.6%	5.9%	5.1%	4.5%	4.1%	3.0%	1.0%		-10.6%	-7.7%
重工业	12.6%	12.5%	12.6%	12.4%	12.1%	11.6%	10.9%	10.4%	8.0%	5.8%	4.2%		-10.4%	-8.5%
累计工业增加值	15.4%	16.4%	16.3%	18.1%	16.3%	16.1%	15.7%	15.2%	14.4%	13.7%	12.9%		3.8%	
轻工业	13.7%	14.7%	14.0%	15.9%	13.8%	13.5%	13.3%	13.1%	12.8%	12.7%	12.3%		6.5%	
重工业	16.2%	17.3%	17.3%	19.1%	17.3%	17.2%	16.8%	16.0%	15.1%	14.1%	13.2%		2.7%	

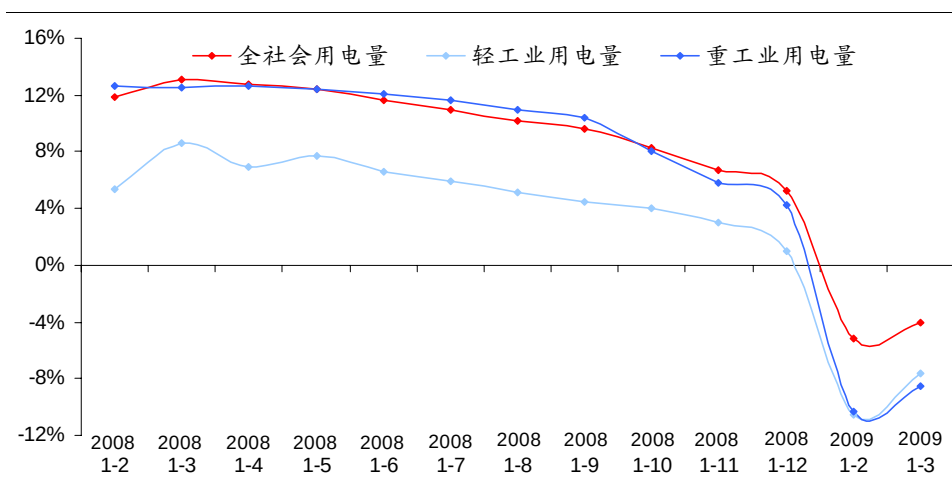
数据来源: 中电联, 国泰君安证券

图 7： 09 年 2 月至今直供电厂每周日均耗煤数据



数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券

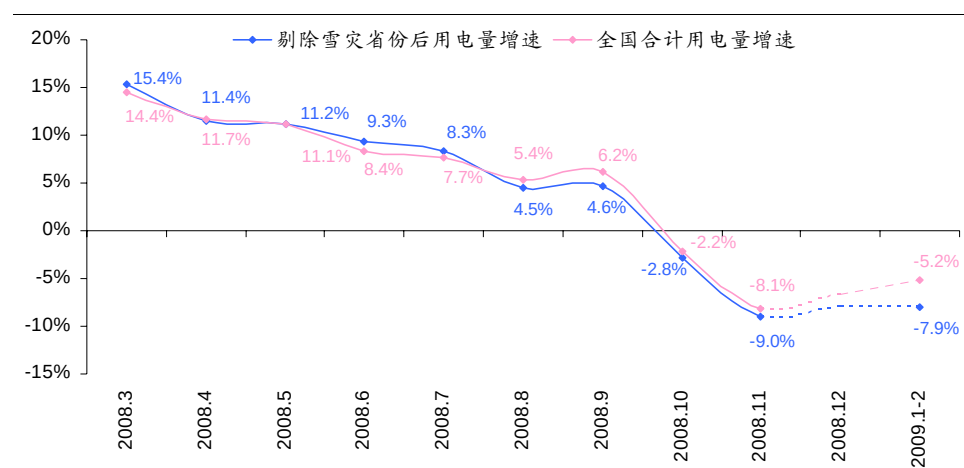
图 8： 轻、重工业与全社会用电量累计增速对比



数据来源：中电联，国泰君安证券

由于 08 年我国部分省份遭遇雪灾，相当一部分发、输电活动受到影响，当时的全国发、用电量数据不能准确反应经济真实状况，进而 09 年 1、2 月份这些省份的用电同比增速存在失真因素。我们计算了剔除受雪灾影响比较明显的十五个省份的用电量数据后非雪灾省份近一年来的逐月电力需求增速（09 年 1、2 月份计算累计增速），非雪灾省份 09 年前 2 月的电力需求（约占全国电力需求的 60%）回升相对比较缓慢，低于全国平均回升幅度，而这一回升速度更能说明目前经济体对电力需求的真实状况。

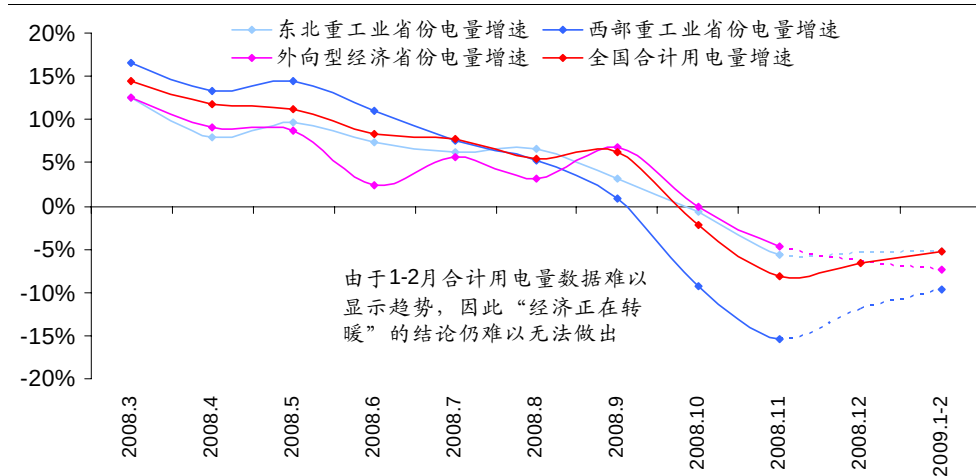
图 9：剔除受雪灾影响省份后的单月用电量增速



数据来源：中电联，国泰君安证券

注：2008 年 12 月单月数据暂无

图 10：不同经济类型省份单月用电量增速

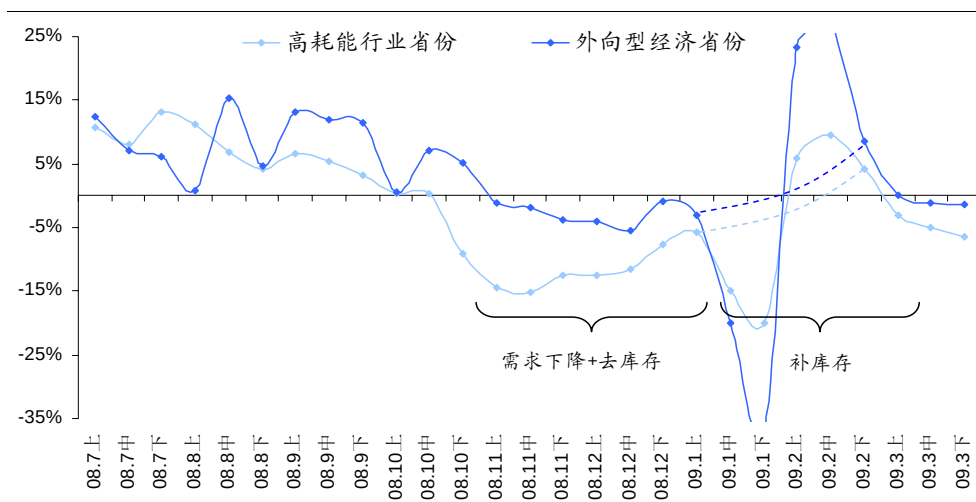


数据来源：中电联，国泰君安证券

注：2008 年 12 月单月数据暂无

从 3 月分旬全国发电量数据来看，主要外向型经济省份电力需求增速较 2 月下旬更差，可以理解为外需仍在低位波动。华北、西北、西南几个高耗能产业较集中省区自 08 年 11 月中旬电力需求增速达到最低开始缓慢回升，从 3 月上旬开始，用电量增速开始逐旬回落。未来电力需求增速回升能否持续取决于国家主导的投资行为力度及进度。对于未来电力需求走势的判断——如果外需不再发生明显波动，则随着高耗能行业用电量的回暖，全国单月发、用电量增速将最快从 4 月开始走出负增长。由于 08 年 4 月开始发电量基数即出现较明显的下降，因此 09 年前两季度累计发电量增速将很可能实现正增长。

图 11: 不同经济类型省份分旬用电量增速



数据来源: 国家电网, 国泰君安证券

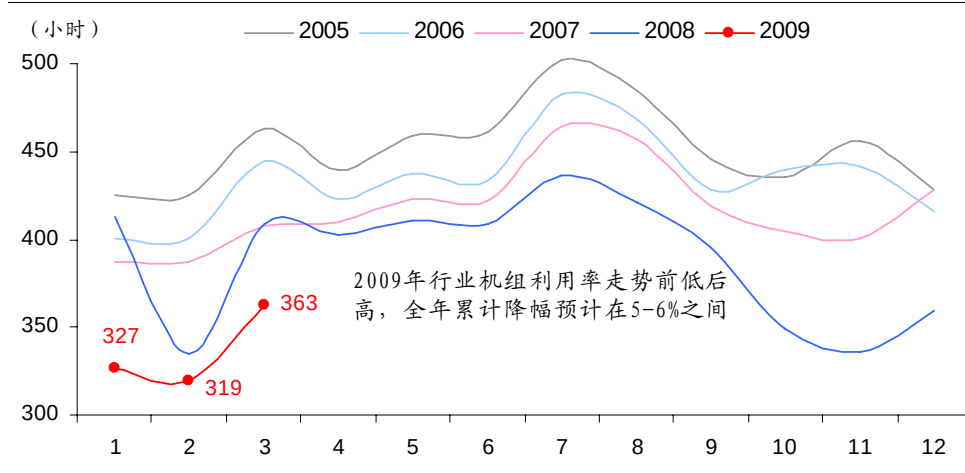
注: 高耗能行业省区包括冀南、山东、辽宁、山西、内蒙、宁夏、青海、甘肃、广西、云南、贵州; 外向型经济省区包括上海、广东、江苏、浙江、福建等。增速为各省用电量加总计算得出

1.2. 发电机组利用率大幅下降，以火电为甚

09 年前 2 个月，全国发电机组平均利用小时数 646 小时，同比下降 103 小时。其中水、火发电机组利用率分别延续了各自 08 年四季度以来的走势——水电得益于来水理想，利用率继续同比增长；火电利用率则受水电多发和需求低迷双重挤压，继续同比下降态势。

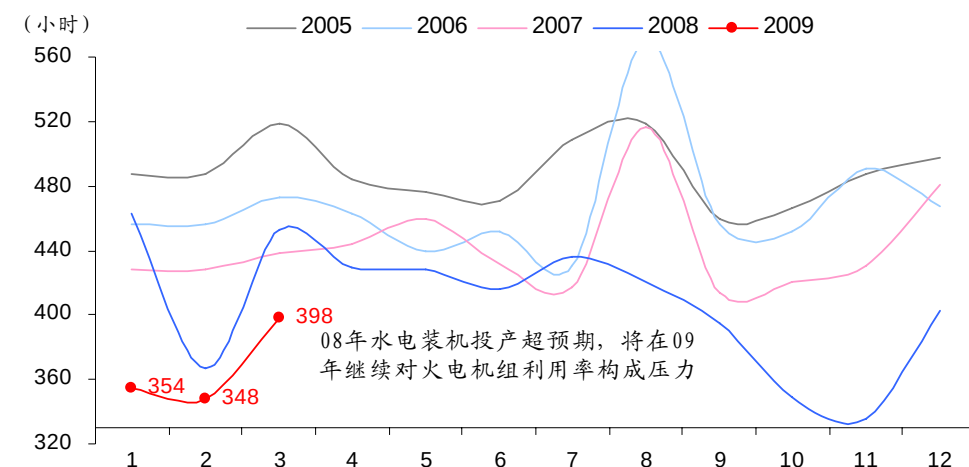
进入 3 月，随着发电量增速的小幅回升，水电、火电机组利用率同时出现降幅收窄的状况。按照我们对全年逐月发电量增速趋势的预期，火电机组利用率前低后高、水电机组利用率取决于来水状况。下一节我们对不同机组利用率降幅情况下的行业毛利率、利润状况做了敏感性分析。

图 12: 单月全国平均利用小时



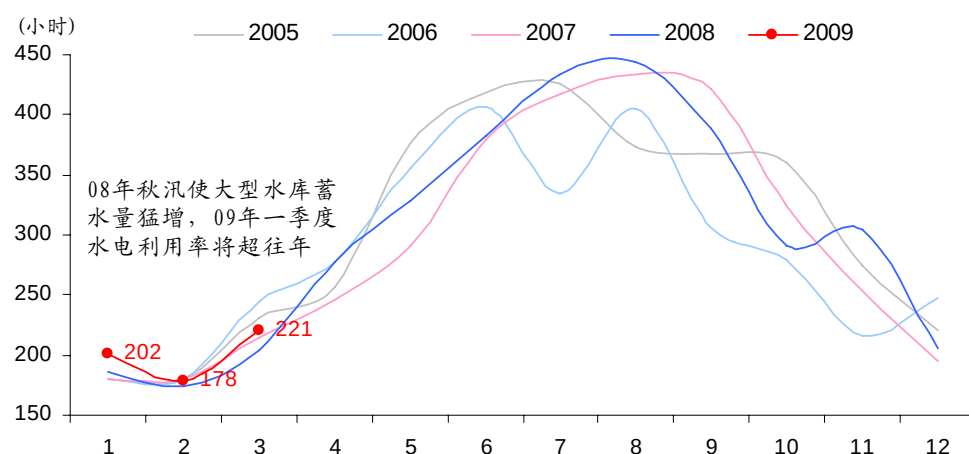
数据来源：中电联，国泰君安证券

图 13: 单月火电平均利用小时



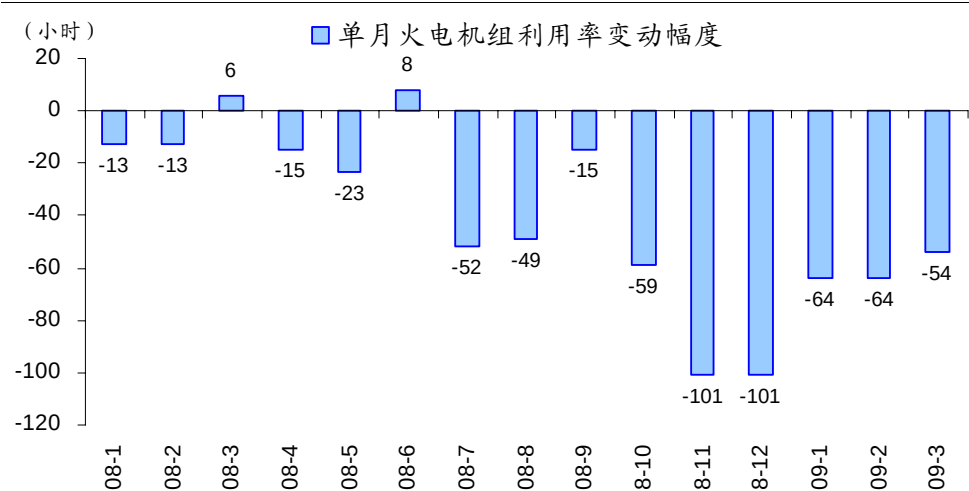
数据来源：中电联，国泰君安证券

图 14: 单月水电平均利用小时



数据来源：中电联，国泰君安证券

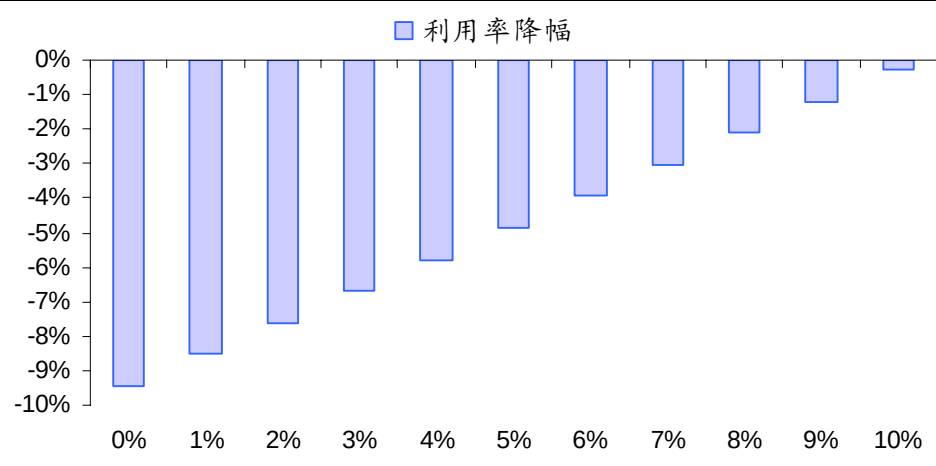
图 15: 单月火电平均利用小时变动幅度



数据来源：中电联，国泰君安证券

09 年前 2 个月，全国投产新机组 598 万千瓦，少于 08 年同期的 720 万千瓦。对于 09 年全年的投产机组数量，我们仍按照国家电网和中电联预计的 7000-8000 万千瓦区间进行预测，同时考虑到 09 年小火电的关停将继续推进，2009 年实际装机增速将在 7% 附近，若再考虑 08、09 年的机组投产进度因素，则 2009 年发电行业实际有效装机增速约 9%。在此预期下，发电量增速每变动 1 个百分点，行业平均机组利用率同向变动约 0.9 个百分点。按照我们对 09 年电力需求增速在 5% 上下的预期，全年行业平均机组利用率将下降 5-6 个百分点，其中火电下降幅度可能达到 7 到 8 个百分点。

图 16：不同电力需求增速假设下 09 年全国机组利用率降幅



数据来源：中电联，国泰君安证券

2. 行业盈利回升状况在预期之中

火电行业 2009 年利润回升幅度、敏感性分析我们已在报告中做过多项测算、分析。早在 08 年中期我们就在报告中预计行业 2009 年利润总额可回升至 2007 年的 7-8 折。虽然经过下半年的煤价暴涨、利用率骤降，对煤价、利用率的判断进行过调整、不同假设条件下行业盈利水平回升幅度不一，但对趋势的预计始终非常明确。

国家统计局公布的 2009 年 1-2 月工业企业利润数据显示，09 年前两个月火电行业毛利率已经由 08 年 1-11 月的 3.9% 回升至 11.4%，而这是在行业机组利用率同比下降 15.5% 的情况下实现的。

为了说明行业火电盈利回升的趋势，我们再次做了毛利率对煤价涨幅和利用率降幅的敏感性分析。

表 3: 2009 年火电行业毛利率敏感性分析

		09 综合煤价涨幅										
		-20%	-19%	-18%	-17%	-16%	-15%	-14%	-13%	-12%	-11%	-10%
09 利用率 降幅	0%	22.3%	21.6%	21.0%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.7%	16.1%
	-1%	22.0%	21.4%	20.7%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%	17.7%	17.1%	16.5%	15.8%
	-2%	21.7%	21.1%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.8%	16.2%	15.5%
	-3%	21.4%	20.8%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%	17.7%	17.1%	16.5%	15.9%	15.2%
	-4%	21.1%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.8%	16.2%	15.5%	14.9%
	-5%	20.7%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%	17.7%	17.1%	16.5%	15.8%	15.2%	14.6%
	-6%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.7%	16.1%	15.5%	14.9%	14.3%
	-7%	20.1%	19.5%	18.9%	18.2%	17.6%	17.0%	16.4%	15.8%	15.2%	14.6%	14.0%
	-8%	19.7%	19.1%	18.5%	17.9%	17.3%	16.7%	16.1%	15.5%	14.9%	14.2%	13.6%
	-9%	19.4%	18.8%	18.2%	17.6%	17.0%	16.3%	15.7%	15.1%	14.5%	13.9%	13.3%
	-10%	19.1%	18.4%	17.8%	17.2%	16.6%	16.0%	15.4%	14.8%	14.2%	13.5%	12.9%

数据来源: 国泰君安证券

注: 2006、2007 年火电行业毛利率分别约为 17.2%、16%

那么行业盈利在全年不同时段内的变动趋势是怎样的呢? 我们假设整个行业由两台 30 万千瓦机组构成, 一台西部坑口机组, 一台东部沿海机组。在假设重点合同煤价格为秦皇岛 5500 大卡平仓价 540 元/吨、全年 5500 大卡秦皇岛市场煤平仓均价 550 元/吨, 秦皇岛至上海、广州海运费分别为 40、60 元/吨的情况下, 对沿海电厂和坑口电厂的分季度盈利状况做了预测。

表 4: 东部沿海电厂 30 万千瓦机组分季度盈利预测

		Q1	同比	Q2	同比	Q3	同比	Q4	同比	全年	同比
2007	利用率	1,250		1,300		1,300		1,300		5,150	
	不含税标煤价(元/吨)	574		575		607		649		601	
	电价 (元/千瓦时)	0.440		0.440		0.440		0.440		0.440	
	毛利率	20.9%		21.8%		18.9%		14.9%		19.1%	
	利润总额	0.172		0.192		0.151		0.097		0.613	
2008	利用率	1,238	-1%	1,261	-3%	1,209	-7%	1,066	-18%	4,774	-7%
	不含税标煤价(元/吨)	722	26%	819	42%	933	54%	767	18%	811	35%
	电价 (元/千瓦时)	0.440	0%	0.440	0%	0.476	8%	0.490	11%	0.460	5%
	毛利率	8.8%		0.4%		-2.6%		10.7%		4.2%	
	利润总额	-0.003	-102%	-0.116	-160%	-0.163	-207%	0.022	-77%	-0.259	-142%
2009	利用率	1,040	-16%	1,135	-10%	1,136	-6%	1,136	7%	4,447	-7%
	不含税标煤价(元/吨)	659	-9%	647	-21%	647	-31%	647	-16%	650	-20%
	电价 (元/千瓦时)	0.490	11%	0.490	11%	0.490	3%	0.490	0%	0.490	6%
	毛利率	17.9%		21.2%		21.3%		21.3%		20.5%	
	利润总额及相对 07 年增速	0.098	-43%	0.152	-21%	0.153	1%	0.153	58%	0.557	-9%

数据来源: 国泰君安证券

表 5: 西北坑口电厂 30 万千瓦机组分季度盈利预测

		Q1	同比	Q2	同比	Q3	同比	Q4	同比	全年	同比
2007	利用率	1,500		1,500		1,600		1,600		6,200	
	不含税标煤价(元/吨)	357		337		353		387		359	
	电价 (元/千瓦时)	0.280		0.280		0.280		0.280		0.280	
	毛利率	14.0%		16.8%		16.8%		11.8%		14.8%	

	利润总额	0.061		0.090		0.096		0.042		0.288	
2008	利用率	1,425	-5%	1,380	-8%	1,392	-13%	1,200	-25%	5,397	-13%
	不含税标煤价(元/吨)	438	23%	515	53%	699	98%	528	37%	545	52%
	电价（元/千瓦时）	0.280	0%	0.280	0%	0.309	10%	0.320	14%	0.296	6%
	毛利率	2.5%		-9.6%		-23.1%		-2.3%		-8.5%	
	利润总额	-0.063	-203%	-0.175	-294%	-0.336	-452%	-0.106	-355%	-0.680	-336%
2009	利用率	1,197	-16%	1,242	-10%	1,308	-6%	1,176	-2%	4,923	-9%
	不含税标煤价(元/吨)	406	-7%	384	-25%	384	-45%	384	-27%	390	-29%
	电价（元/千瓦时）	0.320	14%	0.320	14%	0.320	4%	0.320	0%	0.320	8%
	毛利率	11.7%		15.8%		17.6%		13.8%		14.8%	
	利润总额及相对 07 年增速	0.016	-74%	0.056	-38%	0.078	-19%	0.034	-17%	0.184	-36%

数据来源：国泰君安证券

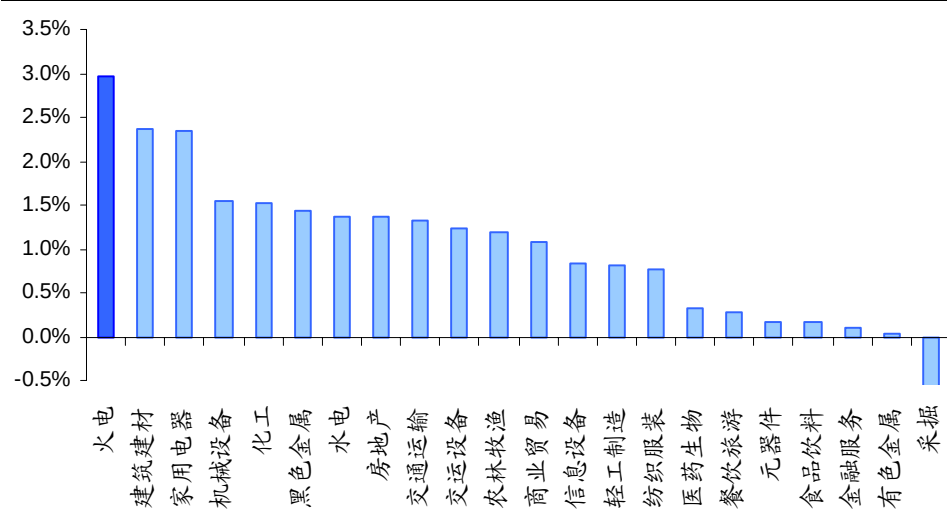
结论：一季度毛利率回升明显，虽然在行业高财务费用率作用下，盈利还不是那么能给人惊喜，但假如煤价全年在一季度基础上不出现大的波动，那么全年行业盈利总量将接近 2007 年。其中，沿海地区电厂由于机组利用率下降幅度小于西部高耗能地区，且运费及各种中间加价下降较多，业绩回升幅度预计将好于坑口类电厂。

3. 火电行业进入“去杠杆化”周期

电力行业是典型的资金密集型行业。对于发电类项目而言，多采取投入 20% 资本金、80% 银行贷款的方式进行建设。1999-2003 年间，火电行业资产负债率基本维持在 58-62% 范围内。2003-2004 年持续的电力供应紧张刺激了电源投资，电源投资由 2002 年的 700 亿元左右骤然提升至 03、04 年的 1900 亿和 2000 亿。由于 2004 年开始火电行业盈利能力受到煤价上涨和机组利用率下降的双重侵蚀，行业自身“造血”能力减弱，而已开工及已核准电源项目需要持续的资本金投入并归还银行贷款，火电行业只能逐渐放大财务杠杆，依靠“加杠杆化”的负债增加为资本支出进行融资。

2004 年至 2007 年底，火电行业资产负债率逐步提升至 70% 左右，在所有工业企业中已属较高水平。

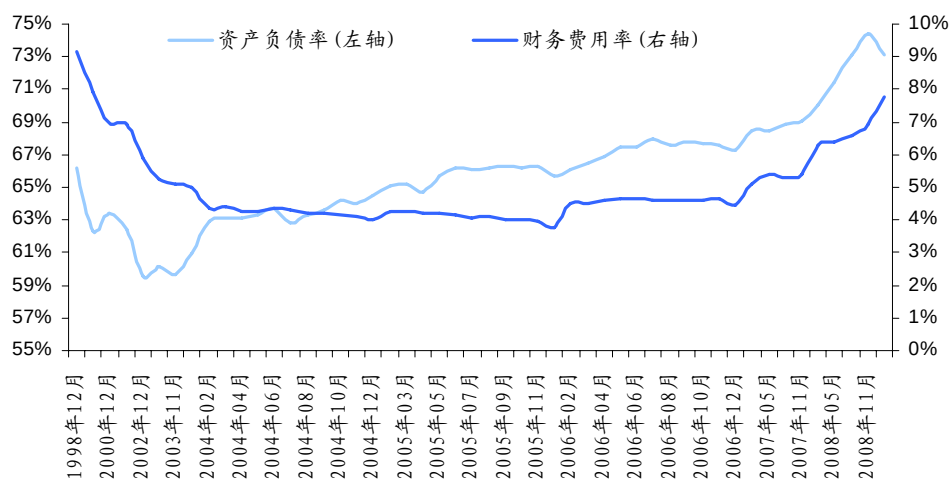
图 17: A 股各板块上市公司 1999-2008Q3 年均资产负债率增加幅度对比



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券

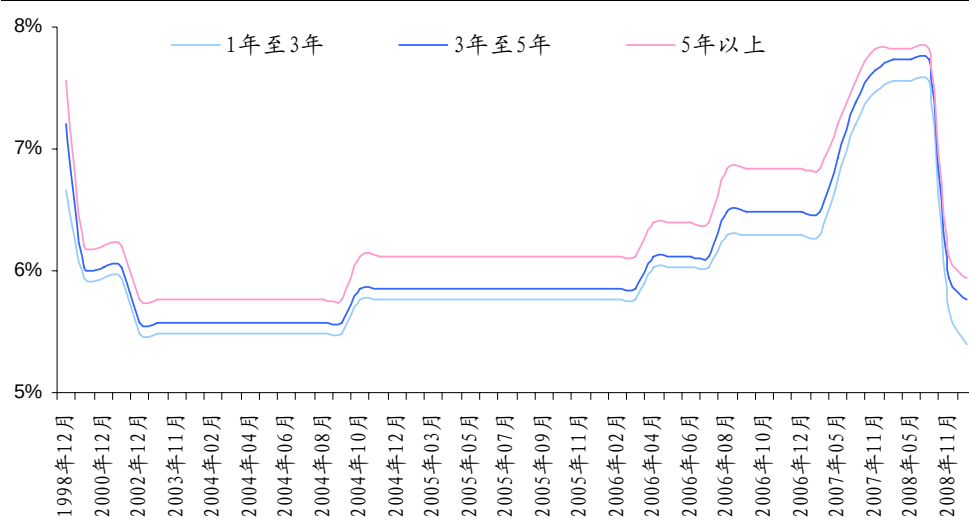
由于行业规模、收入的快速增长, 且贷款利率基本保持不变, 在 2004-2006 年间火电行业的财务费用率维持在 4%左右的较低水平。2006 年下半年开始我国进入升息周期, 资产负债率的继续攀升和连续的加息使得行业财务费用率达到 6%的水平, 而整个 2006-2007 年火电行业的毛利率也只有 16-17%, 毛利的 1/3 左右被财务费用吞噬, 行业盈利在受到煤炭成本上涨的挤压之后, 还被银行等放贷机构分享相当一部分。

图 18: 火电行业历史资产负债率与财务费用率



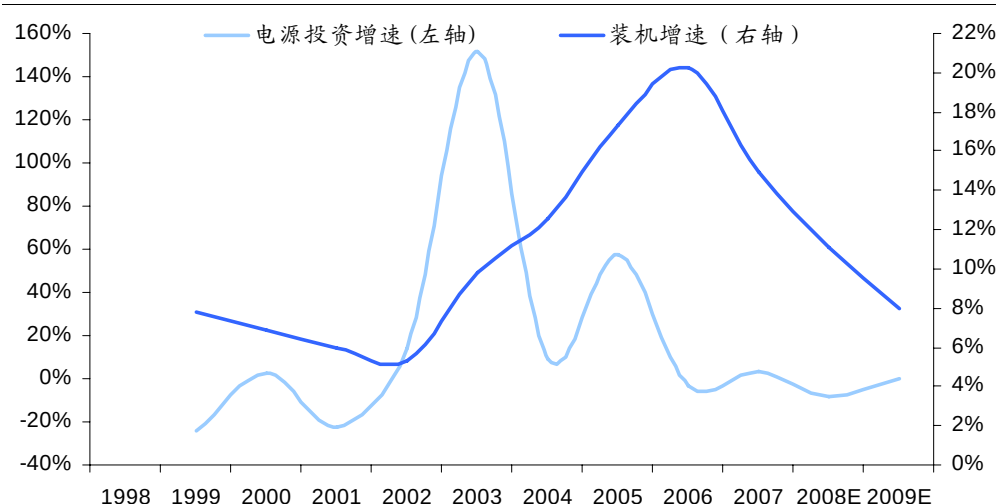
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券

图 19: 人民币贷款基准利率



数据来源：国家统计局，国泰君安证券

图 20: 发电行业固定资产投资增速



数据来源：中电联，国泰君安证券

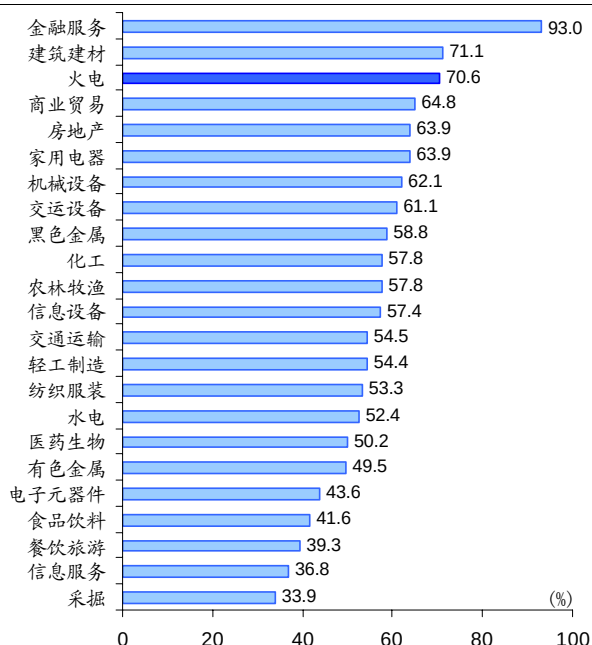
2008年下半年国家连续四次降息,不同期限的银行贷款利率均下调约2个百分点。这对高负债率的火电行业不啻于雪中送炭。但由于火电行业资产负债率在08年二季度开始由于煤炭成本暴涨而加速上升,在四季度达到全年最高的接近75%的水平,并且大部分贷款的利率调整周期在一个季度至半年甚至一年,09年上半年行业的财务费用率水平仍难以有效下降。

按照我们对火电行业2009年盈利回复情况的测算,结合未来电力装机增速持续较低的判断,整个行业资产负债率在2009年将是前高后低走势。我们预计行业财务费用率将在09年二三季度之间见顶回落,行业进入资产负债率、财务费用率双降通道。

通过简单计算可知,在煤价、电价、利用率保持不变、行业盈利正常的情况下,

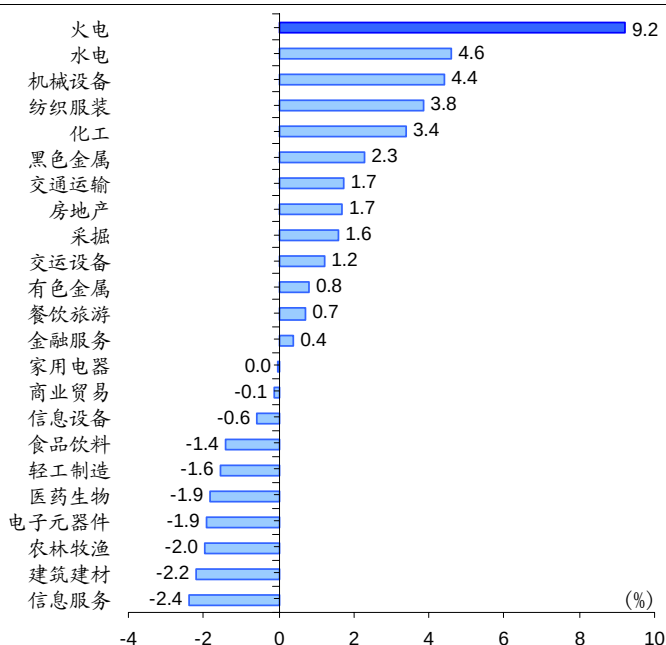
如果新项目投资规模下降或者停止投资，火电机组仅凭经营活动及筹资活动现金流之和即可有效降低负债率，并显著提高 ROE 水平。尤其是对于一些高财务杠杆、高成长性小公司而言，由于储备、在建项目较多，面临着高财务费用率压力及资金供给压力，在财务成本下降周期内，这类公司将持续受益。

图 21: 不同行业上市公司资产负债率对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 22: 08 年前三季度资产负债率上升幅度排序



数据来源: Wind, 国泰君安证券

表 6: 简化 30 万千瓦火电机组盈利预测

(亿元)	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
总资产	12	11.16	10.32	9.48	8.64
负债	9	7.97	6.88	5.73	4.53
净资产	3	3.19	3.44	3.75	4.11
资产负债率	75.0%	71.4%	66.6%	60.5%	52.4%
还贷		1.0	1.1	1.1	1.2
利润表					
收入	5.52	5.52	5.52	5.52	5.52
成本	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47
燃料成本	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07
折旧	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
人工及其他	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
毛利率	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
主营业务利润	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
管理费用	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
财务费用	0.63	0.56	0.48	0.40	0.32
期间费用率	14.4%	13.1%	11.7%	10.3%	8.7%
营业利润	0.26	0.33	0.41	0.49	0.57
利润总额	0.26	0.33	0.41	0.49	0.57
所得税	0.06	0.08	0.10	0.12	0.14
净利润	0.19	0.25	0.31	0.37	0.43
净利润率	3.5%	4.5%	5.5%	6.6%	7.8%

ROE	6.5%	7.8%	8.9%	9.8%	10.4%
ROA	1.6%	2.2%	3.0%	3.9%	5.0%

数据来源：国泰君安证券

4. 行业投资策略—风、幡未动，等候心动

近期市场对传统周期性行业表现出超乎寻常的偏好，在当前的经济环境、走势及对经济前景较为乐观的市场氛围中，这样的偏好可以找到很多对其进行支持的理由，也就是说——存在即合理。

发电行业是 2009 年业绩趋势最明朗且估值仍有提升空间的为数不多的行业之一。古语云“不是风动，不是幡动，仁者心动”，火电行业的业绩趋势并未出现与我们预期走势的明显偏离，应该说市场对这一业绩状况也几乎达成了共识。那么导致火电行业吸引力减弱的原因就只能是市场看待它的角度发生了变化。

虽然身为传统的公用事业行业，火电其实已经是强周期性行业（我们在前期报告中也已做过分析），尤其在煤价、电价关系没有理顺之前。但是火电的周期性与煤炭、钢铁、有色、航运等行业基本反向，因此在经济复苏、通胀重燃的预期之下，原先将火电看作通缩周期受益行业的角度似乎已站不住脚。问题主要就出现在这里。那么我们为什么仍然看好电力股？

我们认为在一个大的产能过剩周期中，按照市场规律推断，煤炭价格受到的供需失衡压制将持续一段时间，局部的停、限产（无论是保地方 GDP 还是政治任务），都难以将煤价带回 2008 年特殊时期的高位，更何况对于产能相对分散、行业组织松散型管理的煤炭行业而言，限产最终能否保证地方利益是一个结果待定的博弈过程。而电力行业的那么一点儿特殊性——电价的微弱刚性，带给发电行业的就将是持续一段时期的较高盈利能力。

对于“通胀环境下发电行业受害”的观点，我们也深表认同，事实上我们在 07 年底的策略报告中即论述了通胀周期与电力行业盈利能力的关系。但是，不变的只有变化本身，如果一味追求“非此即彼”的结论，则难免陷入形而上学的怪圈。在煤炭行业产能过剩周期已很明显的情况下，通胀推高煤价这种静态观点恐怕难以得到证实，何况国际煤价与国内煤价的关联并不像其他大宗商品那样紧密。相应的，温和通胀对火电行业盈利的侵蚀就与 07-08 年时不可同日而语。关于煤价的结论，可以参看我们煤炭行业研究员的二季度策略报告，观点明确，我们也深表认同。

那么，对电力股心动的条件是什么？我们认为有以下充分条件。注意，是充分条件：

- ✓ 合同煤价格确定在 10% 的涨幅（考虑增值税率变动，这个价格大概是秦皇岛 5500 大卡平仓价 $470 * (1 + 14\%) = 535$ ）以内；
- ✓ 火电公司季报业绩比较理想。这里的“比较理想”是指 08 年同期微利的公司毛利率达到或接近 07 年同期，08 年同期亏损的公司扭亏或大幅减亏。当然

对于每个具体公司要充分考虑产能的增长、资产负债率的上升、等因素；

- ✓ 假如二季度发、用电量同比增速持续回升哪怕是小幅度的回升，市场煤价格仍然出现连续的下跌走势或低位震荡(发、用电量同比增速持续回落的情况下煤价就不用过多分析了)；
- ✓ 5、6月份全国即将进入用电高峰期，电力需求增速必然有起色，而6月份将公布的行业盈利状况很可能给火电公司业绩带来定论。

火电类公司我们的推荐是国投电力、深圳能源、国电电力、华能国际、华电国际，依次适合风险偏好由低到高的投资者。

对于水电行业，我们认为09年机组利用率明显超过07、08年的可能性不在我们可预测范围内。假设利用率不变、电价不变，水电公司的盈利增长基本来自新建机组或资产收购带来的装机规模增长。水电类公司中我们仍重点推荐长江电力。但由于长电复牌后很可能价格直接到位，因此我们暂时只能维持谨慎增持评级，若股价走势与基本面背离，我们会相应调整评级。小水电类公司如果没有电价调整预期，暂时没有享受估值溢价的理由，主要亮点在于部分公司有新能源行业投资收益。

当然发电行业除自身的业绩、估值之外，二季度仍旧有诸多热点。

电力企业频繁资本运作带来的超额收益机会：

- ✓ 08年下半年到目前，已有黔源电力、国投电力、豫能控股、内蒙华电等公司停牌进行资产重组或注入；
- ✓ 频繁资本运作背后的事实：1、对公司股价的认可；2、高煤价、高资产负债率带来的经营压力；
- ✓ 需要关注的公司以各省、市级中小型电力企业为主，包括京能热电、通宝能源等公司。但需注意，截至目前，上述已进行资本运作的公司中，给公司估值、业绩都带来提升的屈指可数。

另需关注涉及新能源概念可以提升估值空间的公司：

- ✓ 大股东有核电资产或牌照，可能带给相关上市公司涉足核电业务机会的：九龙电力等中电投集团旗下上市公司；
- ✓ 将要投资于核电行业的地方电力公司：深圳能源、皖能电力等。提醒注意的是，核电行业投资规模大、建设周期长，对参股核电项目的公司实力要求高且受益进程较慢，若投资数额不大、参股比例不高则核电业务附加价值较小；
- ✓ 受益于国家对太阳能行业政策扶持且有安全边际的：川投能源等。

表 7：重点公司盈利预测与估值

公司	价格 2009-4-14	PB	07EPS (元)	08EPS (元)	09EPS (元)	10EPS (元)	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
国投电力	10.20	2.6	0.52	0.12	0.48	0.56	19.5	85	21.3	18.2	增 持
深圳能源	11.26	2.2	0.79	0.41	0.78	0.85	14.3	27	14.4	13.2	增 持
国电电力	6.28	2.4	0.34	0.03	0.30	0.36	18.5	209	20.9	17.4	增 持
长江电力	14.35	3.5	0.57	0.61	0.69	0.69	25.2	24	20.8	20.8	谨慎增持
华能国际	7.85	2.6	0.50	-0.31	0.42	0.43	15.7	-25	18.7	18.3	谨慎增持
华电国际	4.89	2.7	0.20	-0.43	0.27	0.28	24.0	-11	18.1	17.5	谨慎增持
粤电力 A	6.66	2.1	0.25	0.02	0.18	0.21	26.6	333	36.9	31.7	谨慎增持
金山股份	9.52	3.3	0.33	0.03	0.32	0.52	28.8	317	29.8	18.3	谨慎增持
广州控股	6.20	1.6	0.53	0.20	0.41	0.46	11.7	31	15.1	13.5	谨慎增持
申能股份	8.87	1.9	0.64	0.26	0.62	0.65	13.8	34	14.3	13.6	谨慎增持
桂冠电力	7.83	2.9	0.24	0.03	0.25	0.27	32.6	261	31.2	29.0	中 性
大唐发电	7.49	3.4	0.29	0.05	0.23	0.27	25.8	150	32.6	27.7	中 性
平均		2.6					21.4	120	22.8	19.9	

作者简介:**王 威:**

2006年毕业于中央财经大学金融学院，获经济学硕士学位。2006年7月至2007年9月就职于天相投资顾问有限公司。2007年10月进入国泰君安证券研究所，任电力行业研究员。2008年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第二名。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com

文件名: 国泰君安_行业策略_风、幡未动, 何时心动? —2009 年二季度电力行业投资策略_王威_20090414

目录: C:\Documents and Settings\LH\桌面

模板: C:\Documents and Settings\LH\Application Data\Microsoft\Templates\Normal.dot

标题:

主题:

作者: sinittek

关键词:

备注:

创建日期: 2005-12-2 9:35:00

修订号: 358

上次保存日期: 2009-4-15 11:41:00

上次保存者: MC SYSTEM

编辑时间总计: 1,520 分钟

上次打印时间: 2009-4-15 11:46:00

打印最终结果

页数: 18

字数: 1,930 (约)

字符数: 11,003 (约)