



2009 年 5 月 4 日

电力行业

新闻速评

陈俊华

分析员

chenjunhua@cicc.com.cn

工业和信息化部发布《关于工业企业参与 大客户直购电试点有关问题的通知》

事件:

工业和信息化部发布《关于工业企业参与大客户直购电试点有关问题的通知》，明确参与大客户直购电试点工业企业的基本条件；并就试点的具体制定方案，以及监督管理提出指导意见。

评论:

推进大客户直购电，对于发电商盈利有正面作用，但短期作用的效果十分有限。

1、开展大客户直购电有助于提升发电商的机组利用小时，增加发电商的收入，但由于协商电价低于正常的上网电价，从而，直购电的收益增厚作用有限。大客户直购电的含义是：明确一个固定的输配电价，然后由电力用户和发电商直接商谈购电价格，一般商谈的价格会低于正常的上网电价（这样才能确保电力用户支付的成本低于正常的终端销售电价）。对于电力用户来说，支付的用电成本=固定的输配电价+协商的供电电价（不是终端销售电价）；对于发电商来说，收到的收入=协商的供电电价。

2、大客户直购电的规模有限。大客户直购电的规模取决于三个主要因素：1）推行直购电的企业范围；2）省份3）在存量电量计划中开展还是增量电量中开展？

1）开展直购电的企业条件：用电的电压等级、行业准入要求等。此次工业、信息化部发布的通知给出了基本条件，符合我们前期的判断：在一定的电压等级（110kv 的以上）的客户、符合国家行业准入条件，以及其他方面的要求。

2）省份：并不是各个省份都有能开展大客户直购电业务的，其中涉及电网的核算能力、用电大户的集中度等问题。从省份分布来说，重工业企业集中的省份，例如内蒙、吉林、宁夏等省份率先开展的可能性大。

3）每年年初，电网都要同各个发电商签订一个基本的购售电量计划。电网会优先保障发电商完成计划电量。从现实条件看，此次执行大客户直购电并不是在计划电量中进行谈判，而是在年初的计划电量之外的增量电量作为直购电的执行范围。换句话说，发电商在完成了年初的计划电量之后，才能够开展直购电业务，因而，直购电计划对于发电商的全年的电量影响有限。需要指出的是，今年，受金融危机影响，很多工业企业存在产能过剩、减、停产的现象；发电商普遍反映年初的计划电量尚难以完成，增量电量更是显得珍贵了。

3、开展大客户直购电挤压电网的利润空间。开展大客户直购电的前提是明确输配电价，这将消减电网的利润，电网的利润由（输配电价=销售电价-上网电价）变成了“固定的”输配电价。各个行业的终端销售电价不同，且电力的调度权完全集中于电网，因而电网对于电价差具备一定的调节能力，从而确保利润最大化。如若明确了输配电价，则电网的调节空间大大减弱，利润空间受到挤压。目前，电网的盈利能力十分薄弱（09 年 1 季度，两大电网亏损超过 90 亿元，预计全年亏损超过 400 亿元。主要原因是 08 年下半年两次上网电价上调，而销售电价仅上调 1 次），但加大电网投资的需求依然迫切。因而，推进电力改革过程中，还需考虑电网的实际承受能力问题。

建议:

对于上市公司，目前，没有机组直接参与大客户直购电试点。维持当前的盈利预测。长期来看，行业制度的改变，有助于为上市公司提供更稳定的利润前景。

可比公司估值

	Price 2009-4-30	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	2008A	EPS 2009E	2010E	2008A	P/E(x) 2009E	2010E	2008A	P/B(x) 2009E	2010E
A 股电力公司	(Rmb)						(Rmb)							
长江电力	14.35	推荐	9,412	4,909	135	0.42	0.52	0.50	34.4	27.5	28.6	3.1	3.2	3.1
国电电力	6.22	审慎推荐	5,448	4,133	34	0.03	0.21	0.28	189.4	29.4	22.2	2.4	2.2	2.1
华能国际	7.64	审慎推荐	12,055	2,878	83	(0.31)	0.31	0.35	(24.9)	24.6	22.0	2.5	2.4	2.3
建投能源	6.41	审慎推荐	914	547	6	0.05	0.25	0.33	126.6	25.7	19.6	2.1	2.0	1.9
华电国际	4.79	中性	6,021	1,442	25	(0.42)	0.21	0.27	(11.3)	22.4	17.7	2.6	2.3	2.1
深圳能源	10.32	中性	2,202	599	23	0.40	0.79	0.77	25.9	13.1	13.4	2.0	1.8	1.7
广州控股	6.10	中性	2,059	2,059	12	0.16	0.34	0.40	38.5	17.9	15.3	1.4	1.4	1.3
申能股份*	9.35	中性	2,890	2,890	27	0.64	0.25	0.41	14.6	37.7	22.7	1.9	1.8	1.8
粤电力A	7.19	中性	2,659	1,987	16	0.01	0.23	0.27	670.0	30.7	26.7	2.1	2.0	2.0
大唐发电	7.22	中性	11,780	4,413	71	0.07	0.22	0.26	103.4	32.3	27.6	3.3	3.1	2.8
上海电力*	4.48	中性	2,140	2,140	9	(0.70)	0.07	0.28	(6.4)	68.9	16.3	2.2	1.1	1.0
内蒙华电*	4.67	中性	1,981	573	9	(0.40)	0.05	0.06	(11.7)	93.4	83.4	2.8	n.a	n.a
平均值									n.a	34.3	25.8	2.4	2.1	2.0
中间值									n.a	27.5	22.0	2.4	2.1	1.9
H/B 股电力公司	(HK\$)				(HK\$ bn)		(HK\$)							
粤电力-B	3.00	审慎推荐	2,659	665	18	0.01	0.27	0.30	246.0	11.3	10.1	0.8	0.7	0.7
华电国际	1.84	推荐	6,021	1,431	28	(0.48)	0.24	0.30	(3.8)	7.6	6.2	0.9	0.8	0.7
华能电力	5.30	审慎推荐	12,055	3,055	94	(0.35)	0.35	0.38	(15.2)	15.0	13.8	1.6	1.4	1.4
华润电力	17.50	中性	4,213	4,161	71	0.41	0.74	1.05	42.4	23.7	16.6	2.7	2.5	2.2
大唐发电	3.76	中性	11,780	3,279	81	0.08	0.25	0.29	47.4	14.8	13.0	1.5	1.4	1.3
中国电力*	1.75		3,606	3,606	6	(0.22)	0.21	0.29	(8.1)	8.3	6.3	0.7	0.6	0.5
中电控股*	52.40		2,406	2,408	126	4.33	3.44	3.63	12.1	15.3	14.4	2.0	1.9	1.8
香港电灯*	45.80		2,134	2,134	98	3.76	2.92	3.04	12.2	15.7	15.1	2.1	1.9	1.8
平均值									n.a	13.9	11.9	1.5	1.4	1.3
中间值									n.a	14.9	13.4	1.5	1.4	1.4

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。