

扭亏已实现，全面盈利序幕即将拉开

—电力行业 2009 年中期策略报告

投资评级 推荐

投资要点：

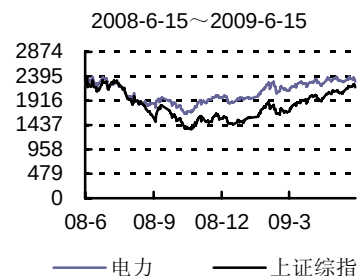
- ※ **电力需求改善仍需时日。**经济依旧在底部徘徊带来电力需求不足的局面在 09 年前 4 个月依然没有明显改观，1-4 月份全国累计用电量 10558.82 亿千瓦时，同比下降了 4.03%。从累计需求看全社会用电量的负增长已经初步呈现筑底反弹的态势，我们预计这段徘徊的时间仍然要维持数月，下半年随着经济逐步复苏带来的需求增加将带领全年用电增速恢复正增长。
- ※ **水电表现强于火电，发电结构逐步改善。**1-4 月份水电表现明显好于火电。水电累计发电量为 1370.55 亿千瓦时，同比增加了 21.81%；火电累计发电量 8728.86 亿千瓦时，同比下滑了 8.10%。火电发电量受宏观经济以及国家能源规划影响，发电增速将逐步趋缓，水电在发电结构中的比例提高以及新机组投产带来的发电量提高将有利于改变我国电源结构不合理的局面。
- ※ **火电行业基本实现扭亏，盈利状况趋好。**电煤价格的回落带动了火电行业盈利状况的好转。火电企业的毛利率在 08 年 4 季度达到最低点的平均 6%以后从 09 年开始逐步提高，到 1 季度末已经回升到了 14.83%。虽然电煤合同价尚未最后敲定，但我们认为即使在去年合同价的基础上上浮 5%，下半年需求回暖的预期依然会保证 09 年火电企业的盈利空间。
- ※ **电力行业相关政策有望在下半年出台。**在新能源发电振兴规划中，我们更看好水电板块，在未来 10 到 20 年内将是我国水电发展的高峰时期，水电的发电占比到 2020 年将达到约 30%。理顺煤电价格，改革现有电价机制尽管难度很大，但“破冰”之旅即将展开，短期看下半年不排除有电价上调的可能性。
- ※ **电力行业走出低谷，估值有优势。**行业已经恢复盈利以及低于行业平均的 PB 估值使我们坚持认为电力板块在下半年将跑赢大盘，重点公司我们推荐三类：一类是成本控制较好并且电源结构多元化的大型发电公司；二类是机组规模大拥有部分煤炭资源、同时对煤价敏感度高的火电企业；三类是拥有未来长期水电资源及有明确资产注入预期的水电公司。主要推荐上市公司：国投电力、国电电力、华能国际、长江电力、申能股份。

2009 年 6 月 15 日

主要数据

行业指数	2290.34
上证指数/深圳成指	2743.76/10524.13
公司家数	51
总市值(百万元)	647813.28
流通市值(百万元)	418077.89

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员： 常格非
 电 话： 021-51097188-1925
 电 邮： changgefei@gyzq.com.cn
 联系人： 朱厚中
 电 话： (86-21) 51097188-1853
 电 邮： zhuhouzhong@gyzq.com.cn
 地 址：

目 录

2009 年 1-4 月份电力需求底部徘徊.....	5
发电规模—水火电分化明显	8
新增装机规模—水电增速强于火电.....	9
机组利用小时水火优于火电.....	11
火电基本实现扭亏，盈利状况趋好.....	12
火电燃料成本降低将支持火电行业全年业绩.....	14
火电企业盈利预测分析.....	16
水电平稳发展.....	17
09 年下半年电力行业政策分析.....	19
1. 改善电源结构、鼓励清洁及可再生能源发电.....	19
2. 理顺煤电价格，改革现有电价机制.....	20
行业重点公司推荐.....	21

图 表 目 录

图 1: 近期电力板块 A 股走势.....	4
图 2: 电力板块 PB 与沪深 300 指数变动率对比.....	4
图 3: 近期各行业市净率对比.....	4
图 4: 全社会月用电量及增速.....	5
图 5: 三大产业用电结构.....	5
图 6: 三大产业用电增速.....	5
图 7: 主要工业品用电量增速.....	7
图 8: 08 年各省用电量增速.....	7
图 9: 09 年 1-2 月各省用电量增速.....	7
图 10: 09 年 3 月各省用电量增速	8
图 11: 09 年 4 月各省用电量增速.....	8
图 12: 月发电量及累计增速.....	8
图 13: 水电月发电量及累计增速.....	9
图 14: 月发电量及累计增速.....	9
图 15: 电源电网投资规模及预测.....	10
图 16: 火电行业毛利率变动.....	13
图 17: 火电行业营业成本占收入比变动.....	13
图 18: 山西主要坑口煤炭价格.....	15
图 19: 秦皇岛煤炭平仓价格.....	15
图 20: 澳大利亚 BJ 动力煤价格.....	15
图 21: 秦皇岛到主要港口煤炭运价指数.....	16
图 22: 秦皇岛煤炭库存.....	16
图 23: 直供电厂煤炭库存.....	16

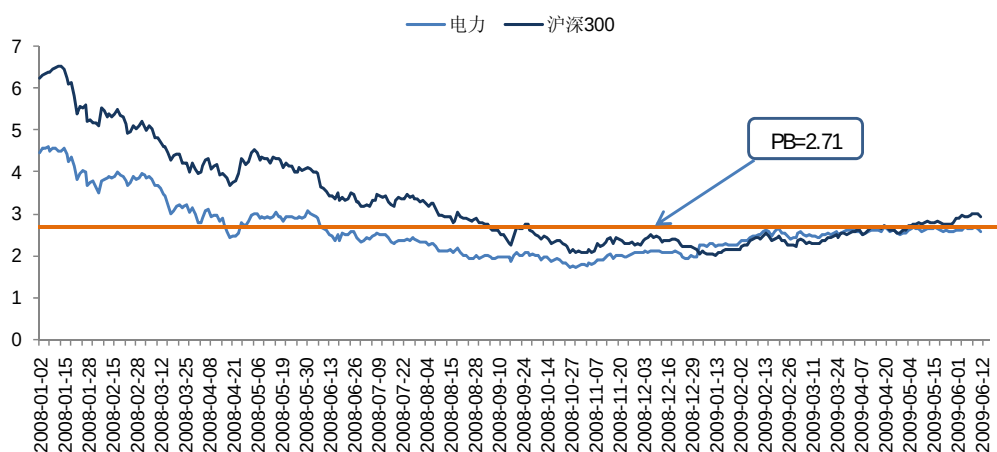
图 24: 三峡入库流量.....	18
图 25: 水电行业毛利率.....	18
图 26: 水电行业资产负债率.....	18
图 27: 我国发电结构规划发展图.....	19
图 28: CPI PPI 电力企业毛利及用电增速对比.....	20
图 29: PB、ROE 筛选火电上市公司.....	22
表 1: 全社会主要行业用电增速及占比.....	6
表 2: 主要重工业耗电增速占比.....	7
表 3: 新增机组装机容量及增速.....	9
表 4: 电力投资预测.....	10
表 5: 全国机组利用小时及增速.....	11
表 6: 分省机组利用小时及增速.....	12
表 7: 火电上市公司每股收益.....	13
表 8: 2009 年发电量及耗煤量预测.....	17
表 9: 2009 年火电行业盈利预测.....	17
表 10: 水电上市公司每股收益.....	18
表 11: “十一五”重点开发水电路域及水电项目.....	20
表 12: 基金对电力行业的配置.....	21
表 13: 国投电力盈利预测.....	22
表 14: 国电电力盈利预测.....	23
表 15: 华能国际盈利预测.....	23
表 16: 长江电力盈利预测.....	23
表 17: 申能股份盈利预测.....	24

图 1：近期电力板块 A 股走势



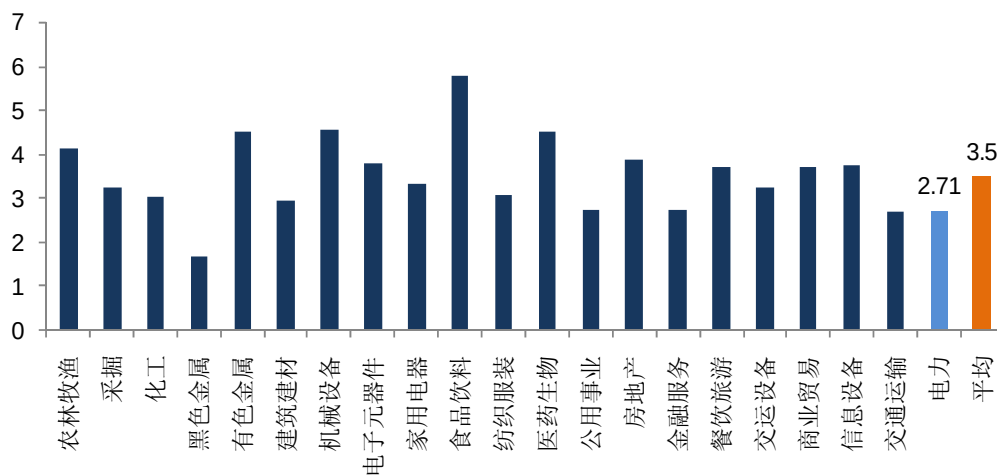
资料来源：wind 国元证券研究中心

图 2：电力板块 PB 与沪深 300 指数变动率对比



资料来源：wind 国元证券研究中心

图 3：近期各行业市净率对比

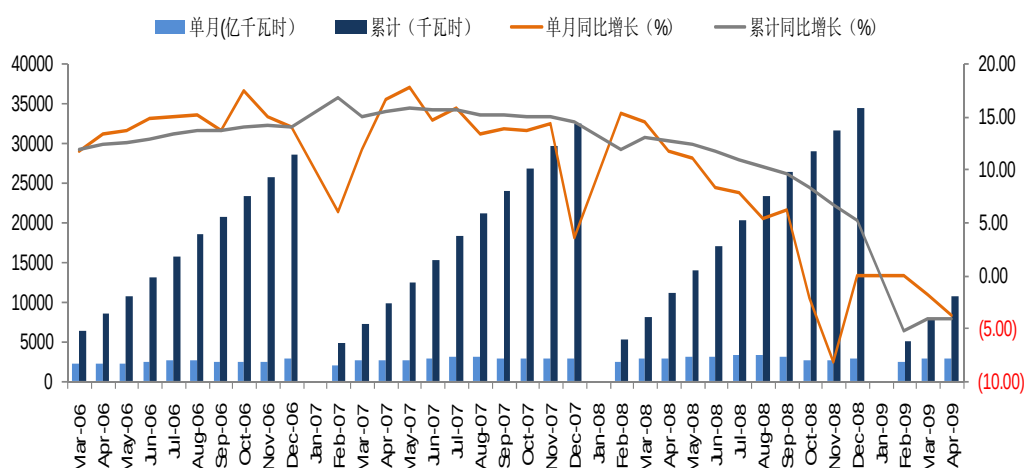


资料来源：wind 国元证券研究中心

2009 年 1-4 月份电力需求底部徘徊

1-4 月份全国累计用电量 10558.82 亿千瓦时，同比下降了 4.03%，累计增速环比前三月下降了 0.01 个百分点（1-3 月累计用电量 7806.99 亿千瓦时，同比增速-4.02%）。分月看，4 月份单月用电量 2751.83 亿千瓦时，同比下降了 3.7%（其中 1-2 月份用电量 2460.54 亿千瓦时，同比增长 5%；三月份单月用电量 2834.81，同比下降了 1.79%）。从累计需求看全社会用电量的负增长已经逐步呈现出在底部徘徊的态势，我们预计这段徘徊的时间仍然要维持数月，下半年随着经济逐步复苏带来的需求增加将带领全年的累积用电增速有负转正。

图 4：全社会月用电量及增速

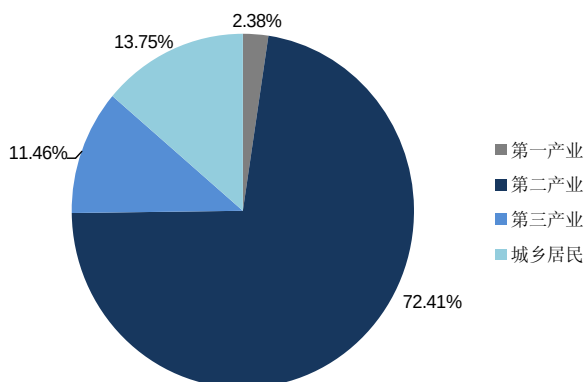


资料来源：中电联 国元证券研究中心

从用电结构来看，我国三大产业以及居民用电比例基本维持不变，其中第一产业用电占比为 2.38%，第二产业为 72.41%，第三产业为 11.46%，城乡居民用电为 13.75%，第二产业仍然为主要用电产业。

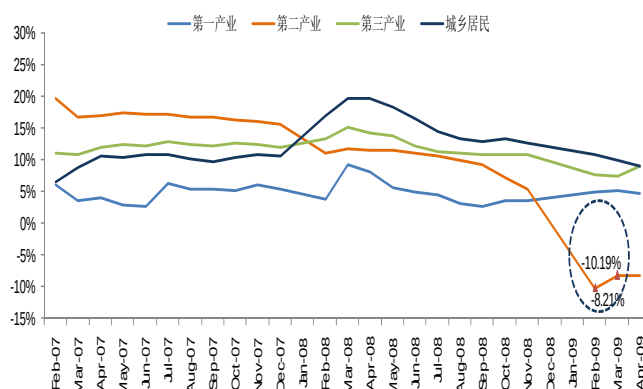
分产业看，第一产业用电量累计增速今年以来基本保持在 5% 上下波动，而主要用电第二产业则继续维持在负增长的态势，但从 2 月份到 4 月份降幅收窄（1-2 月、3 月、4 月的累积增速分别为 -10.19%，-8.21%，-8.12%）；第三产业用电增速依然保持 11% 以上较高增速，城乡居民累计用电增速则呈现逐步下滑态势（1-2 月、3 月、4 月的累积增速分别为 10.91%，9.88%，9.1%）。

图 5：三大产业用电结构



资料来源：中电联 国元证券研究中心

图 6：三大产业用电增速



资料来源：中电联 国元证券研究中心

对于用电占绝对比重的第二产业来说，其主要行业的用电增速都出现了明显的下滑，1-4 月份累计用电量下滑了 8.12%，环比 1-3 月份收窄 0.09 个百分点。其中：轻工业 1-4 月份同比累计下滑了 6.76%（纺织业用电量同比下滑了 5.66%，造纸及纸制品业同比下滑了 7.98%），环比 1-3 月份的降幅（7.66%）减少约一个百分点；重工业 1-4 月份用电量累计下滑 8.62%（化学原料及制品业降幅 10.54%，橡胶和塑料制品业降幅 6.38%，黑色金属和有色金属冶炼及压延业降幅分别为 10.86%、17.71%，其中铝冶炼降幅达到 19.33%，铁合金降幅则高到 34.02%，这两项重要耗电行业的降幅环比都有所放大；水泥和建筑业用电量增速则依旧维持在正增长，同时随着房地产建筑行业的逐步回暖，增幅环比 1-3 月继续扩大）。

表 1：全社会主要行业用电增速及占比

分类	2008（1-3）	占比%	2009（1-3）	占比%	2008（1-4）	占比%	2009（1-4）	占比%
全社会用电总量：	9.7	100	(4.02)	100	12.71	100%	(4.03)	100
第一产业	9.2	2.03	5.12	2.24	8.11	2.18	4.69	2.38
第三产业	15.2	10.46	7.41	11.79	14.24	10.09	9.04	11.46
第二产业	11.83	75.08	(8.21)	71.59	11.61	75.62	(8.12)	72.41
1. 轻工业	8.61	13.13	(7.66)	12.56	6.94	13.20	(6.76)	12.89
纺织业	4.14	3.12	(6.67)	3.03	3.34	3.21	(5.66)	3.17
造纸及纸制品业	2.45	1.37	(8.87)	1.29	2.62	1.39	(7.98)	1.33
2. 重工业	12.50	60.96	(8.53)	57.96	12.61	61.43	(8.62)	58.45
(一)采矿业	13.10	5.1	(6.35)	5.02	11.93	5.11	(6.34)	5.00
(二)制造业	11.87	54.51	(9.32)	51.22	11.77	55.2	(8.64)	52.68
化学原料及化学制品制造业	9.49	8.37	(13.14)	7.48	10.74	8.47	(10.54)	7.89
橡胶和塑料制品业	8.05	2.14	(8.49)	2.00	4.64	2.15	(6.38)	2.12
非金属矿物制品业	13.30	5.18	(1.49)	5.29	11.78	5.37	(0.91)	5.58
黑色金属冶炼及压延加工业	11.59	11.52	(10.24)	10.81	12.60	11.64	(10.86)	10.81
有色金属冶炼及压延加工业	15.50	7.56	(16.78)	6.55	17.99	7.72	(17.71)	6.61
铝冶炼业	14.88	4.71	(16.73)	4.08	20.33	4.81	(19.33)	4.05
铁合金冶炼业	11.18	2.72	(33.10)	1.93	11.65	2.71	(34.02)	1.86
水泥制造业	9.67	2.62	2.08	2.78	9.48	2.74	2.40	2.92
建筑业	14.82	0.98	3.95	1.06	15.60	0.98	4.65	1.07
城乡居民生活	19.68	12.44	9.88	14.39	19.67	12.11	9.1	13.75

资料来源：中电联 国元证券研究中心

主要耗电工业品的产量增速走势基本和电力需求走势相同，从 2000 年以后我国不断进行产业结构的调整，随着一些高耗能高污染工业品产量的减少，带来了对电力需求的减少，一段时期经济增长更多的依靠轻工业以及服务业的推动，总体电力的供需呈现较为宽松的局面（关闭小煤窑及运力不足带来的用电荒除外）。进入 08 年下半年，经济持续走低导致电力需求的大幅度下滑。

值得注意的是：进入 09 年 3 月份以后则出现了部分主要工业品产量增速回升，但总体用电增速继续走低的局面。这主要是由于不同工业品在全部工业用电比例不一致的原因，有色、黑色金属、冶炼的耗电比例高于化工、水泥等行业。水泥行业 4 月份用电量累计增幅环比 3 月上了 0.32 个百分点，化学原料及制品行业用电量的降幅环比 3 月减少了 2.6 个百分点；相反黑色金属及有色金属冶炼行业用电量的降幅环比 3 月则增加了

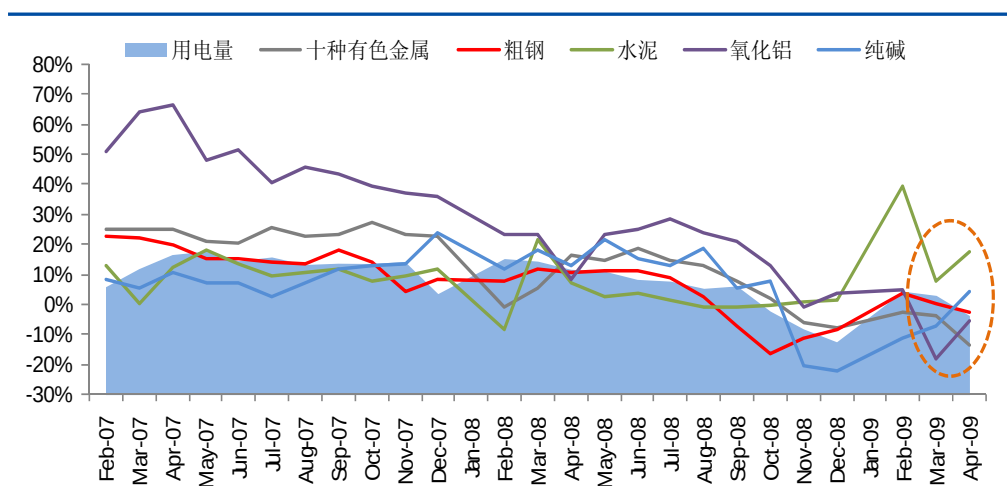
0.62 和 0.93 个百分点,同时黑色金属及有色金属的耗电比例明显要高于水泥及化工行业,从而带动用电量增速整体依然呈现下滑趋势。

表 2 主要重工业耗电增速机占比

项目	水泥		化学原料及制品		黑色金属		有色金属	
	累计用电量增速	占比	累计用电量增速	占比	累计用电量增速	占比	累计用电量增速	占比
1-3 月份	2.08%	2.78%	(13.14%)	7.48%	(10.24%)	10.81%	(16.78%)	6.55%
1-4 月份	2.40%	2.92%	(10.54%)	7.89%	(10.86%)	10.81%	(17.71%)	6.61%

资料来源: 中电联 国元证券研究中心

图 7: 主要工业品用电量增速

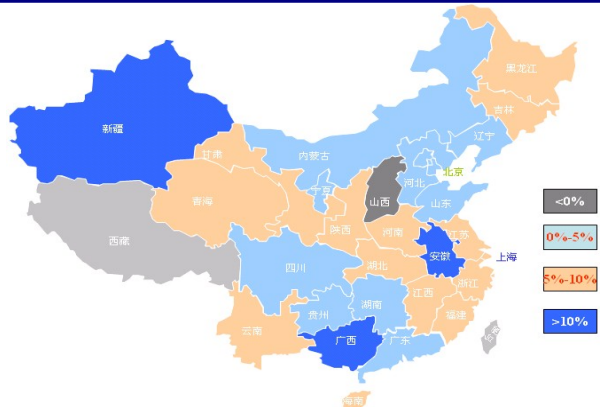


资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

分地区看,由于我国轻重工业分布差异带来了地区用电量需求的不同,随着国家产业调整,重工业等耗能大户将逐步从中东部转移到中西部,因此电力需求的下滑程度也体现了很强的区域性特征。

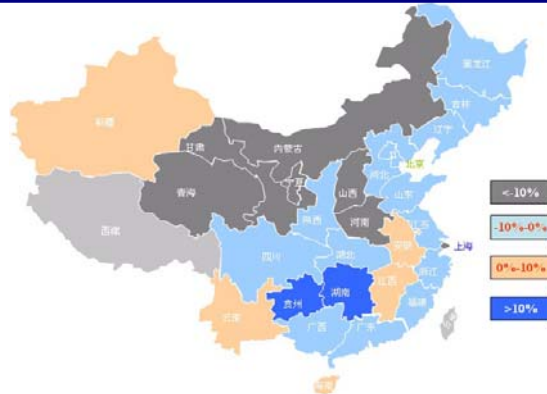
从 08 年下半年开始,我国普遍用电量出现下滑,但当年全国累计用电负增长的只有山西省,只有安徽省和广西省用电增速 超过 10%,分别达到 11.04%和 10.43%。09 年 1 到 2 月份,全国平均用电量增速为-5.22%,西部青海、甘肃、宁夏、内蒙古以及中部山西、河南的用电增速都超过-10%。东部沿海主要省份也都呈现负增长态势,全国只有新疆、云南、安徽和江西四省维持正增长。

图 8: 08 年各省用电量增速



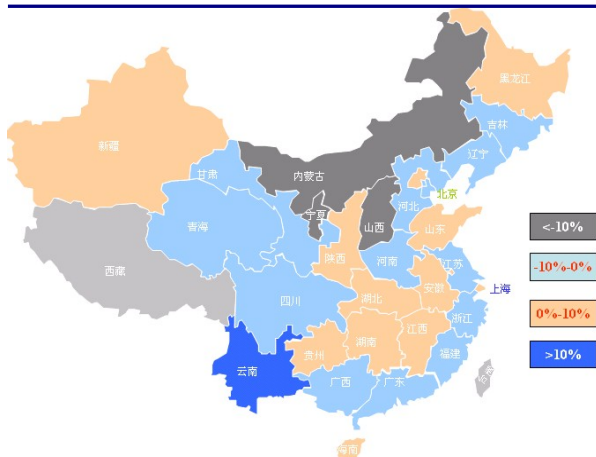
资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

图 9: 09 年 1-2 月各省用电量增速



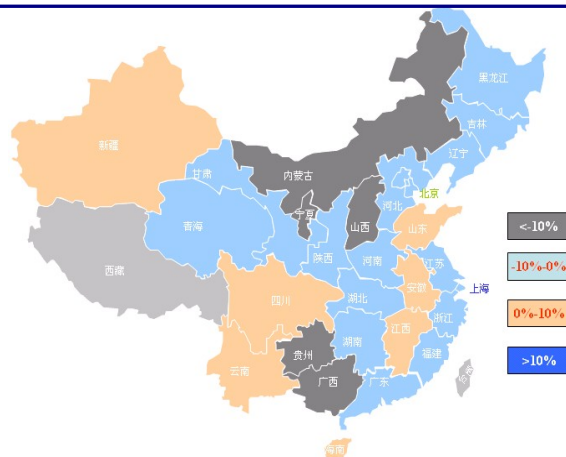
资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

图 10: 09 年 3 月各省用电量增速



资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

图 11: 09 年 4 月各省用电量增速



资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

09 年 3 月份, 全国各省用电量增速略有好转, 除了内蒙古、宁夏、山西还保持 10% 以上的负增长外, 中部山东、安徽、湖北、贵州、湖南、江西都出现了正增长, 但全国仍然有 12 个省的用电量增速依然为负。

09 年 4 月份, 全国各省用电量增速又有一定幅度下滑, 内蒙古、宁夏、山西、贵州、广西负增速超过 10%、中东部除了山东、安徽、江苏外都回落到负增长, 用电形势依然不乐观。

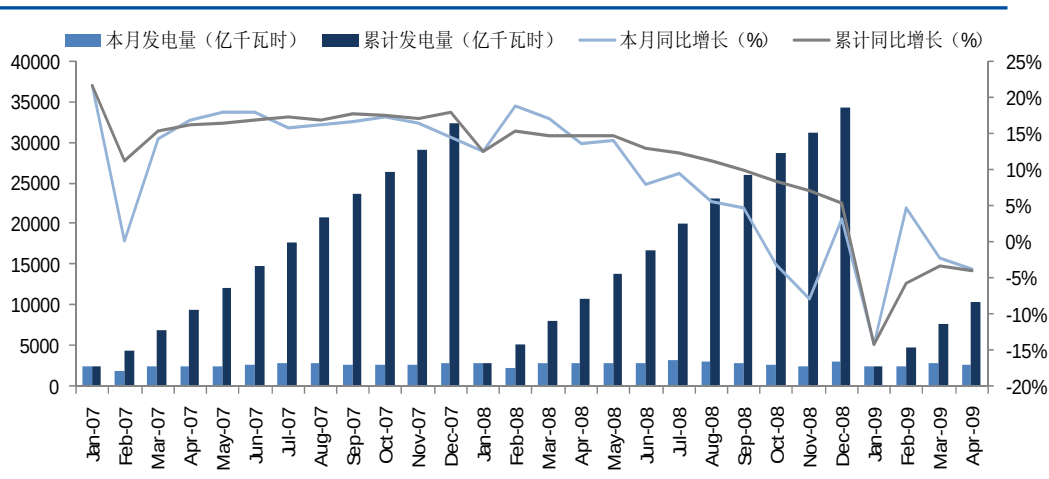
总体 09 年看 1 到 4 月份, 东部沿海地区用电量增速降幅较小、中西部等重工业高耗能省份的用电量降幅较大。

我们认为 09 年上半年全国用电增速将依然维持在负增长, 但即将走出底部徘徊的格局。随着用电量增速的收窄, 预计 09 年下半年用电量将完全恢复正增长, 这主要得益于国家陆续出台的各行业振兴规划以及 4 万亿高投资产生效用带来的需求增长。

发电规模—水火电分化明显

09 年 1-4 月份, 全国累计发电总量为 10491.6 亿千瓦时, 同比下滑了 3.83%, 降幅较前三个月增加了 0.67%。分月看, 今年以来除了 2 月份单月发电量增速为 4.77% (08 年 2 月份受冰冻灾害影响发电量) 其余三个都维持负增长。

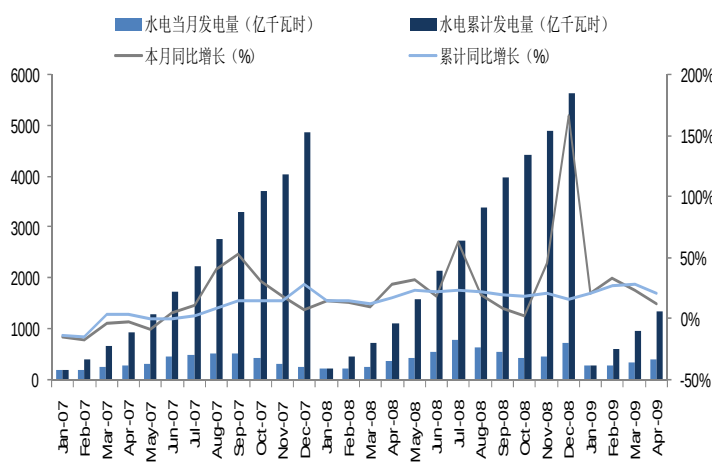
图 12: 月发电量及累计增速



资料来源: 中电联 国元证券研究中心

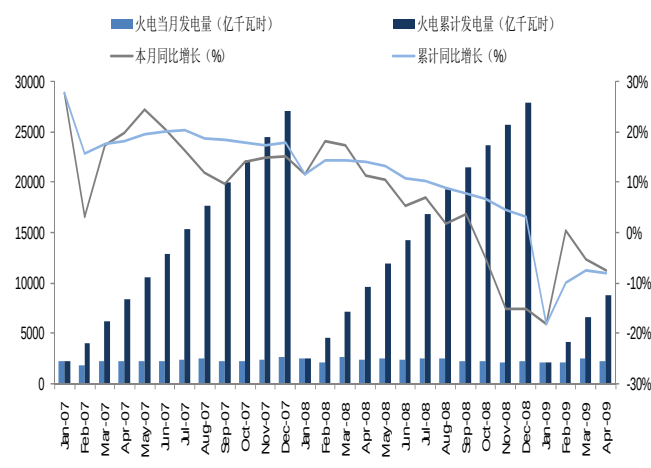
分发电类型看，水电明显好于火电。1-4 月份水电累计发电量为 1370.55 亿千瓦时，同增加了 21.81%；火电累计发电量 8728.86 亿千瓦时，同比下滑了 8.10%。

图 13：水电月发电量及累计增速



资料来源：中电联 国元证券研究中心

图 14：月发电量及累计增速



资料来源：中电联 国元证券研究中心

总体看发电量和用电量基本呈现同步变化趋势，依然在低负增长率区间徘徊，并有可能在上半年见底反弹，下半年基本可以恢复正增长，火电发电量受宏观经济以及国家能源规划影响，发电增速将逐步趋缓，水电在发电结构中的比例提高将带动发电量稳步提高。

新增装机规模—水电增速强于火电

09 年 1-4 月份，受下游需求不足的影响，新增装机规模依然负增长，但总体降幅已经有所减弱。相对于火电装机的持续负增长，水电新增装机表现明显好于火电（2、3、4 月火电的单月新增装机容量增速分别为-12.46%、-22.72%、-13.13%；水电增速为-29.71%、39.01%、3.79%）。

表 3 新增机组装机容量及增速

时间	单月新增装机 (万千瓦)	新增装机增速 (%)	火电单月新增 (万千瓦)	火电装机增速 (%)	水电单月新增 (万千瓦)	水电装机增速 (%)
2007 年 3 月	1312.82	9.50%	1259.43	11.93%	32.26	-54.63%
2007 年 4 月	2178.19	5.25%	2047.69	7.94%	83.68	-48.99%
2007 年 5 月	2800.28	10.05%	2446.89	5.52%	199.13	-8.12%
2007 年 6 月	3837.80	18.40%	3356.79	17.04%	313.2	-12.98%
2007 年 7 月	4730.42	12.78%	3993.49	9.40%	568.35	7.94%
2007 年 8 月	5976.57	15.47%	4905.19	8.52%	771	22.55%
2007 年 9 月	6544.15	8.93%	5422.19	2.60%	804.24	16.52%
2007 年 10 月	7270.05	8.61%	5943.49	0.49%	985.1	33.43%
2007 年 11 月	8551.47	5.35%	7087.05	-1.76%	1081.2	27.44%
2007 年 12 月	10009.00	-1.07%	8158.35	-9.83%	1306.5	34.55%
2008 年 2 月	719.45	-15.61%	592.15	-29.55%	91.33	960.74%
2008 年 3 月	1246.04	-5.09%	1062.91	-15.60%	99.08	207.13%

2008 年 4 月	1917.42	-11.97%	1447.51	-29.31%	367.08	338.67%
2008 年 5 月	2342.18	-16.36%	1691.36	-30.88%	518.8	160.53%
2008 年 6 月	3301.85	-13.97%	2449.61	-27.03%	704	124.78%
2008 年 7 月	4112.25	-13.07%	3093.94	-22.53%	826.42	45.41%
2008 年 8 月	5178.34	-13.36%	3681.09	-24.96%	1292.03	67.58%
2008 年 9 月	5647.89	-13.70%	4048.09	-25.34%	1384.23	72.12%
2008 年 10 月	5846.20	-19.59%	4091.59	-31.16%	1525.88	54.90%
2008 年 11 月	6791.51	-20.58%	4984.41	-29.67%	1540.22	42.45%
2008 年 12 月	9051.00	-9.57%	6575	-19.41%	2010	53.85%
2009 年 2 月	598.98	-16.74%	518.35	-12.46%	64.2	-29.71%
2009 年 3 月	1011.45	-18.83%	821.4	-22.72%	137.73	39.01%

资料来源：中电联 国元证券研究中心

新增装机减少的主要原因是：

- ① 经济尚未见底带来的下游需求不足；
- ② 08 年电力资产投资核准项目较少，规模无法在 09 年释放；
- ③ 小机组不断关停，而大机组上马并不多。

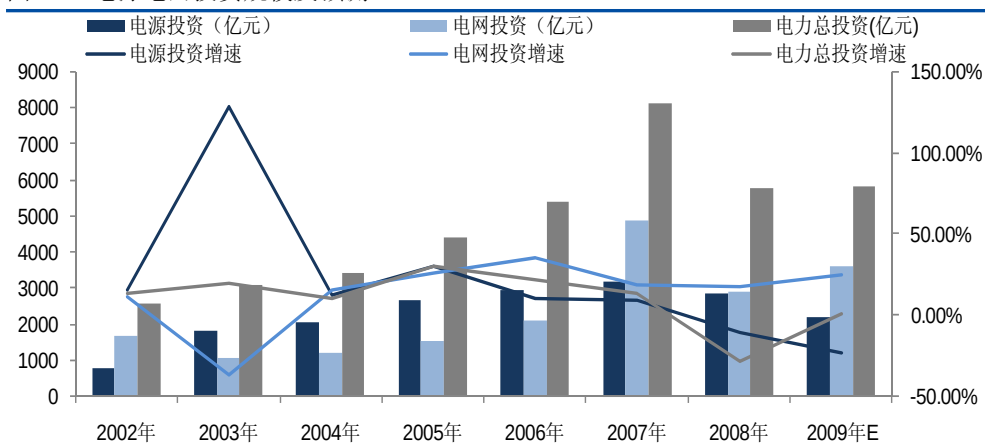
08 年全年新增电力资产总投资达到 5764 亿元，其中电源投资 2879 亿元、电网投资 2885 亿元，较 07 年增速分别为-10.78%和 17.69%。根据国家 4 万亿对于电网及电源的投资计划，09 年电力总投资规模总体和 08 年相当，但电源投资规模继续下滑（尤其是火电规模），电网投资预计全年将达到 5800 亿元，增速高达 25%。

表 4 电力投资预测

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E
电源投资（亿元）	800	1830	2050	2670	2950	3196	2879	2200
电源投资增速	15.22%	128.75%	12.02%	30.24%	10.49%	48.98%	28.85%	36.00%
电网投资（亿元）	1700	1080	1240	1560	2106	8094	5764	5800
电网投资增速	11.25%	-36.47%	14.81%	25.81%	35.00%	8.47%	-10.78%	-23.58%
电力总投资(亿元)	2600	3100	3400	4420	5370	18.71%	17.69%	24.78%
电力总投资增速	13.22%	19.23%	9.68%	30.00%	21.49%	13.59%	-28.79%	0.62%

资料来源：中电联 国元证券研究中心

图 15：电源电网投资规模及预测



资料来源：中电联 国元证券研究中心

我们预计全年累计新增装机将会依然维持在负增长，其中水电增速将维持在较高的正增长，全年预计增速超过 15%；火电受下游需求以及国家节能减排等政策的双重挤压仍将持续负增长，全年降幅可能达到 20%。

机组利用小时水火优于火电

今年以来全部机组利用小时持续负增长，而且负增长率始终维持在 10%以上。火电机组的表现令人担忧，平均月降幅超过 14%；水电则继续保持正增长。

表 5 全国机组利用小时及增速

时间	全国全部机组 累计利用小时	全部机组利用 小时累计增速	火电机组累计 利用小时	火电机组累计 利用小时增速	水电机组累计 利用小时	水电机组累计 利用小时增速
2007 年 2 月	774	-3.97%	864	-5.37%	359	-6.18%
2007 年 3 月	1173.83	-6.17%	1302.04	-7.33%	570	-5.32%
2007 年 4 月	1619	-3.29%	1746	-6.18%	808	-8.60%
2007 年 5 月	2011	-4.74%	2206	-4.58%	1103	-10.98%
2007 年 6 月	2437	-4.21%	2638	-4.00%	1487	-9.66%
2007 年 7 月	2858	-5.58%	3054	-6.09%	1904	-6.58%
2007 年 8 月	3358	-3.92%	3570	-4.75%	2338	-0.34%
2007 年 9 月	3777	-3.72%	3984	-5.23%	2759	3.53%
2007 年 10 月	4182	-4.15%	4404	-5.80%	3083	4.05%
2007 年 11 月	4583	-4.62%	4835	-6.41%	3337	4.74%
2007 年 12 月	5011	-4.02%	5316	-5.63%	3532	2.85%
2008 年 2 月	748	-3.36%	830	-3.94%	360	0.28%
2008 年 3 月	1157	-1.43%	1282	-1.54%	564	-1.05%
2008 年 4 月	1560	-3.64%	1711	-2.00%	841	4.08%
2008 年 5 月	1971	-1.99%	2139	-3.04%	1170	6.07%
2008 年 6 月	2380	-2.34%	2555	-3.15%	1553	4.44%
2008 年 7 月	2816	-1.47%	2992	-2.03%	1987	4.36%
2008 年 8 月	3237	-3.60%	3408	-4.54%	2431	3.98%
2008 年 9 月	3632	-3.84%	3805	-4.49%	2819	2.17%
2008 年 10 月	3981	-4.81%	4171	-5.29%	3110	0.88%
2008 年 11 月	4317	-5.80%	4508	-6.76%	3415	2.34%
2008 年 12 月	4677	-6.67%	4911	-7.62%	3621	2.52%
2009 年 2 月	646	-13.64%	702	-15.42%	380	5.56%
2009 年 3 月	1009	-12.79%	1100	-14.20%	601	6.56%
2009 年 4 月	1354.46	-13.18%	1467.66	-14.22%	854.08	1.56%

资料来源：国元证券研究中心

分地区看，1-4 月份全国累计机组利用小时 1354 小时，同比下滑了 13.18%，除青海、海南、云南、贵州外，全国各省利用小时增速都负数。其中火电利用小时 1468 小时，同比下滑了 14.22%，除了西南云贵川三省委正增长外，其余各省利用小时数降幅都较大，甘肃、青海、宁夏降幅超过 30%，广西降幅甚至达到 50%；水电利用小时 854 小时，同比增加了 1.56%。

表 6 分省机组利用小时及增速

时间	全部机组利用小时	同比增速	火电利用小时	火电同比增速	水电利用小时	水电同比增速
全国	1354.46	-13.18%	1467.66	-14.22%	854.08	1.56%
北京市	1443	-2.43%	1734	-4.52%	98	-13.27%
天津市	1254	-33.23%	1254	-33.23%	0	0
河北省	1538	-15.54%	1631	-12.87%	118	-19.73%
山西省	1589	-15.25%	1598	-15.49%	1144	-6.08%
内蒙古	1297.91	-17.75%	1339.61	-17.36%	678.48	54.20%
辽宁省	1578	-16.24%	1691	-14.47%	539	-38.61%
吉林省	1246	-15.41%	1685	-16.50%	329	-28.48%
黑龙江省	1332	-13.95%	1412	-14.27%	164	-10.38%
上海市	1427	-16.55%	1429	-16.19%	0	0
江苏省	1607	-6.19%	1627	-4.63%	51	-92.01%
浙江省	1331	-10.73%	1390	-12.52%	492	21.18%
安徽省	1480.64	-16.21%	1535.64	-18.10%	433.48	53.17%
福建省	1227	-17.60%	1495	-16.39%	644	-28.76%
江西省	1163.36	-10.30%	1289.54	-11.19%	612.31	-1.40%
山东省	1499	-7.70%	1531	-7.60%	2	-80.00%
河南省	1320	-21.24%	1342	-21.57%	946	-18.80%
湖北省	1056	-9.97%	1356	-14.23%	904	-4.44%
湖南省	1109	-7.89%	1171	-15.94%	1005	16.32%
广东省	1249.66	-23.24%	1218.38	-25.71%	589.23	-16.30%
广西	1042	-20.03%	781	-51.37%	1254	27.05%
海南省	1322.34	0.63%	1436.89	-0.84%	733.27	40.74%
重庆市	1281.83	-14.14%	1655.85	-0.37%	575.48	-31.24%
四川省	1168	3.73%	1506	10.33%	943	-1.57%
贵州省	1520.46	15.62%	1709.86	12.56%	1129.26	30.70%
云南省	1340.23	10.67%	1910.17	26.42%	853.41	5.23%
西藏	-	-	-	-	-	-
陕西省	1385	-20.22%	1468	-22.16%	525	-12.94%
甘肃省	1314.33	-25.45%	1534.44	-30.69%	1024.81	-3.05%
青海省	1319	3.13%	1577	-20.03%	1229	18.86%
宁夏	1483	-32.71%	1546	-34.13%	1131	-88.70%
新疆	1338.19	-11.90%	1546.78	-12.51%	643.89	-21.48%

资料来源：国元证券研究中心

08 年全年利用小时数位 4677 小时，低于基本线 5000 小时，根据今年电源新增投资规模及下游需求、我们预计 09 年全年机组利用小时将维持在 4600 小时左右，仍然低于 5000 小时。

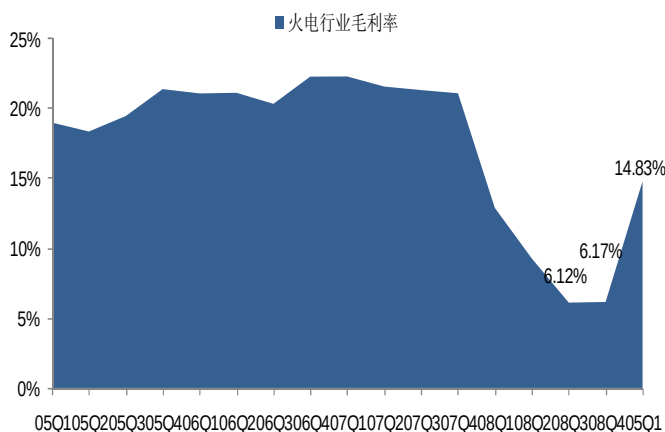
火电基本实现扭亏，盈利状况趋好

火电企业普遍在 09 年初达到最低后开始逐步上升，无论是企业的毛利率还是相关上市公司的净利润都有了较大程度的回升。

火电企业的毛利率在 08 年 3、4 季度达到最低点的平均 6% 以后，09 年逐步提高。到 1 季度末已经回升到了 14.83%；从营业成本在营业收入比来看，该项指标从 08 年 3、4 季度的 100% 以上逐步回落到了 1 季度的 97.25%。这两项指标目前已经基本接近或低于火电企业在 08 年 1 季度的水平，而且毛利率上升及营业成本收入比下降的趋势还在延续。

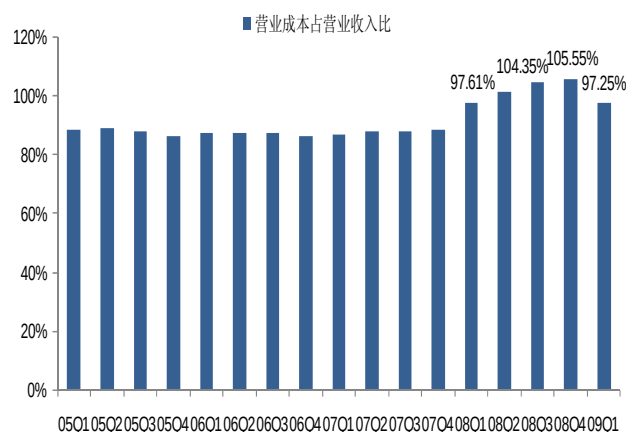
火电行业的每股收益在 08 年全部为负数，尤其在 4 季度达到了 -0.204 元。但从 09 年开始行业盈利状况明显好转，1 季度全行业每股收益平均值达到了 0.01 元，基本实现了扭亏为盈。

图 16 火电行业毛利率变动



资料来源: wind 国元证券研究中心

图 17 火电行业营业成本占收入比变动



资料来源: wind 国元证券研究中心

表 7 火电上市公司每股收益

代码	名称	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
000027.SZ	深圳能源	0.12	0.22	0.4082	0.47	0.08
000539.SZ	粤电力 A	0.0008	-0.021	-0.04	0.01	0.02
000543.SZ	皖能电力	0.03	0.08	0.08	0.052	0.03
000600.SZ	建投能源	0.07	0.099	0.05	0.05	0.04
000601.SZ	韶能股份	-0.0111	0.0412	0.0659	-0.09	-0.0124
000690.SZ	宝新能源	0.1513	0.3	0.31	0.3197	0.11
000720.SZ	*ST 能山	-0.05	-0.1383	-0.2268	-0.3613	-0.0394
000767.SZ	漳泽电力	-0.0541	-0.1755	-0.35	-0.7253	-0.0339
000875.SZ	吉电股份	0.01	-0.03	-0.1258	-0.484	-0.053
000899.SZ	赣能股份	0.0011	0.0017	0.0211	0.0652	0.0232
000966.SZ	长源电力	-0.08	-0.3954	-0.9104	-1.5075	0.02
001896.SZ	豫能控股	-0.074	-0.323	-0.6704	-0.9429	-0.0456
600011.SH	华能国际	0.02	-0.04	-0.22	-0.31	0.05
600021.SH	上海电力	-0.0707	-0.2618	-0.5835	-0.7043	0.0173
600027.SH	华电国际	0.004	-0.084	-0.23	-0.425	0.0317
600098.SH	广州控股	0.051	0.089	0.112	0.1757	0.0226
600292.SH	九龙电力	-0.0089	-0.08	-0.15	-0.39	0.0438
600452.SH	涪陵电力	-0.06	-0.06	0.06	0.16	-0.14
600642.SH	申能股份	0.163	0.197	0.174	0.205	0.193
600674.SH	川投能源	0.1937	0.3129	0.5086	0.5616	0.1076

600726.SH	华电能源	-0.005	-0.01	0	0.01	-0.05
600744.SH	华银电力	-0.164	-0.5271	-0.8786	-1.4916	-0.2132
600780.SH	通宝能源	-0.0876	-0.0831	-0.0384	0.0149	0.0123
600795.SH	国电电力	0.031	0.06	0.015	0.033	0.047
600863.SH	内蒙华电	-0.07	-0.025	-0.132	-0.404	-0.045
600886.SH	国投电力	0.07	0.118	0.1393	0.1177	0.041
601991.SH	大唐发电	0.04	0.04	-0.001	0.07	0.003
平均	--	0.008	-0.026	-0.097	-0.204	0.010

资料来源: wind 国元证券研究中心

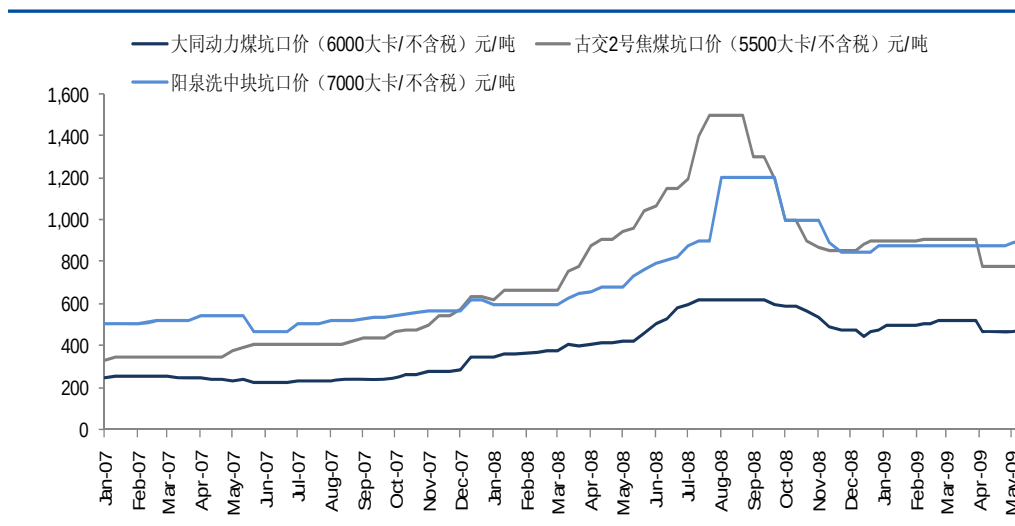
综合分析,我们判断 09 年下半年火电企业的盈利状况将继续好转,随着 3 季度用电高峰的到来以及煤炭价格回落到合理区间,电力行业的整体亏损局面将全部结束。

火电燃料成本的降低将支持火电行业全年业绩

影响电力企业盈利的最主要因素——煤炭价格已经从 08 年中期的最高峰回落到 09 年 5 月底的较为合理水平。煤价的回落是一季度电力企业恢复盈利的直接原因。

山西主要坑口煤炭价格从 08 年 7—8 月间的最高点到 09 年 5 月末有了很大幅度的下滑。其中大同动力煤(6000 大卡/不含税)价从 620 元/吨回落到 475 元/吨,回落了 21%;古交 2 号焦煤坑口价(5500 大卡/不含税)从 1500 元/吨回落到 760 元/吨,回落了 49%;阳泉洗中块(7000 大卡/不含税)从 1200 回落到 900,回落了 30%。

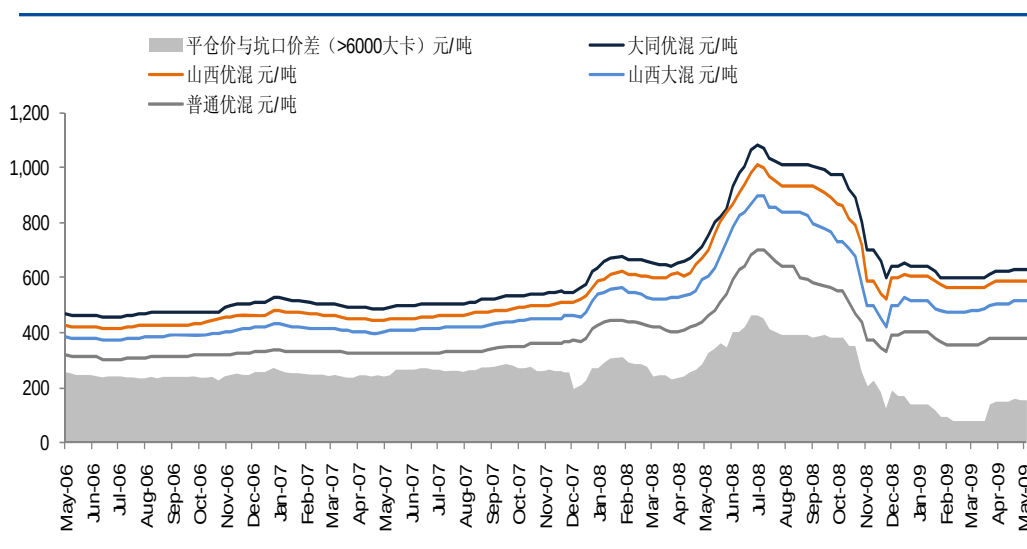
图 18 山西主要坑口煤炭价格



资料来源: 煤炭资源网 国元证券研究中心

秦皇岛港主要煤种的平仓价也从高点回落较大。山西优混从 1000 元/吨以上回落到目前的 590 元/吨,降幅 41%;大同优混从 1000 元/吨以上回落到目前的 630 元/吨,降幅 37%;山西大混从 900 元/吨跌落到目前的 520 元/吨,降幅 42%;普通优混从 700 元/吨以上回落到目前的 375 元/吨,降幅 46%。6000 大卡的山西坑口价和秦皇岛平仓价之间价差已经回落到 155 元/吨左右。

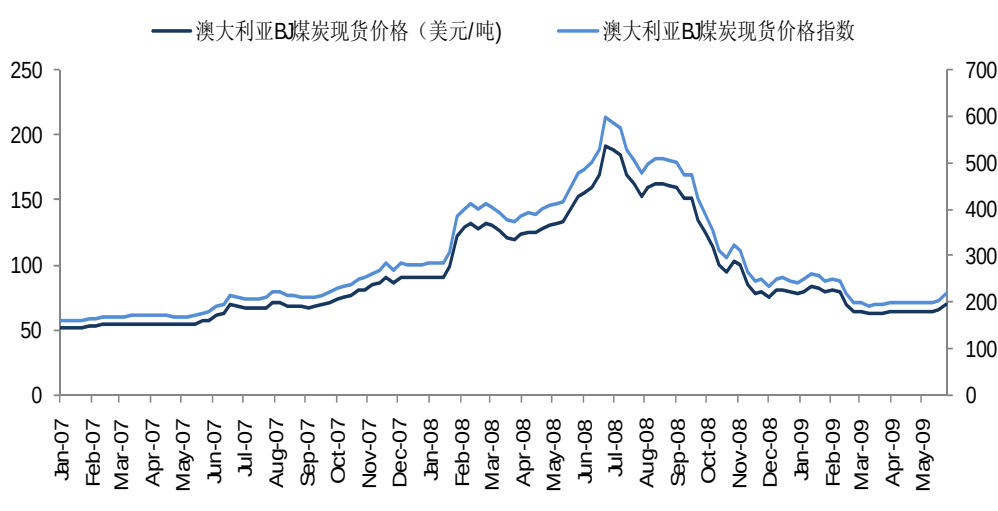
图 19 秦皇岛煤炭平仓价格



资料来源：煤炭资源网 国元证券研究中心

国际煤炭市场价格基本和我国煤炭价格走势相符，澳大利亚 BJ 动力煤价格在 08 年 7 月份冲高到 190.95 美元/吨后开始回落，到 09 年 5 月价格已经降到 65.20 美元/吨，降幅达到 66%。国际煤价走势更多的受主要耗煤国家进口量的影响，虽然我国近年来主要电力企业由于上网签订电煤合同导致了海外煤的进口量有所增加，但相对于国内采购量依然较低，短时间不会对国际煤炭价格产生大的影响。

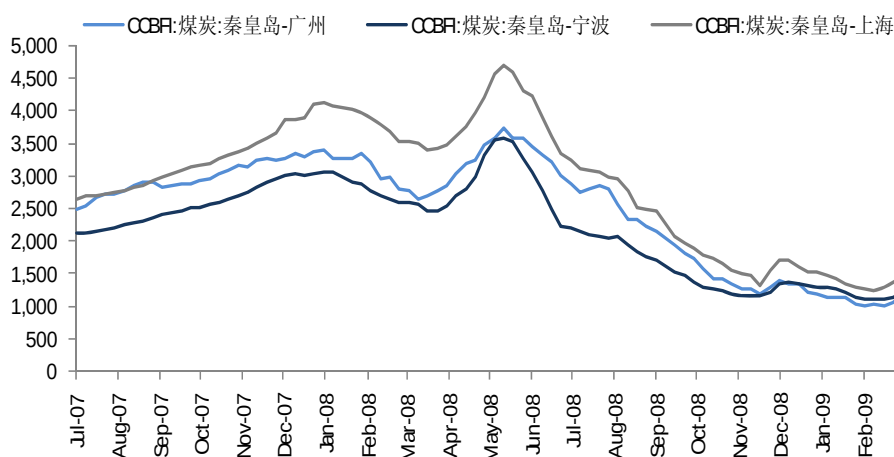
图 20 澳大利亚 BJ 动力煤价格



资料来源：兖州煤业 国元证券研究中心

国内海运费价格从 08 年一直回落至今，目前基本保持稳定，其中 5 月份运价指数较去年同期大幅度下滑了 50%。目前煤炭运价指数秦皇岛到广州、秦皇岛到宁波、秦皇岛到上海分别为 1009、1001、1299，运价指数的回落也反映了当前电力需求不足带来的煤炭运费的疲软。

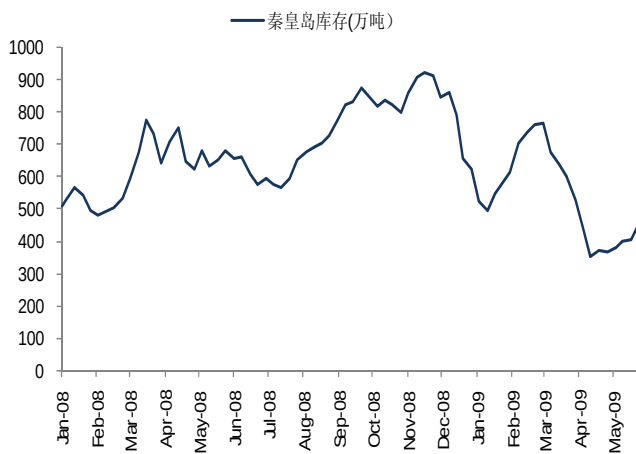
图 21 秦皇岛到主要港口煤炭运价指数



资料来源：煤炭资源网 国元证券研究中心

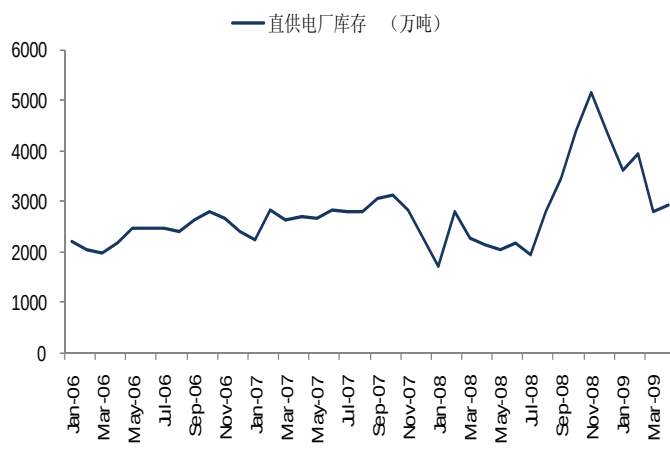
今年以来秦皇岛煤炭库存和直供电厂煤炭库存量基本反映了下游需求情况。1-3 月份，秦皇岛库存明显上升，从不到 500 万吨上升到最高超过 700 万吨；而直供电厂库存也从不到 2000 万吨上升到超过 5000 万吨，这主要是下游需求不足带来了煤炭需求的减少，从而产生了较大的库存积压。从 3 月-4 月份随着用电量降幅的减少、电煤库存量也出现了较大的回落。我们预计随着下半年用电量需求增加的预期更强烈，煤炭库存将逐步回落。

图 22 秦皇岛煤炭库存



资料来源：煤炭资源网 国元证券研究中心

图 23 直供电厂煤炭库存



资料来源：煤炭资源网 国元证券研究中心

总体看，我们认为 09 年电煤价格基本的走势是稳中有升。上半年价格将基本保持稳定，总体水平和 08 年上半年基本持平；下半年随着经济回暖带来的下游需求的增加，煤炭价格将有一定的提升，但提升的幅度不会太大。

火电企业盈利预测分析

根据前文对 09 年全年电力需求以及电煤价格的判断，我们对 09 年火电企业的盈利状况进行预测。假设如下：

1. 标煤折合成原煤取（2003 年到 2006 年）的标准 1:1.40
2. 考虑到 09 年经济放缓带来下游需求减少的事实，分别按差、中、好三种情况（发电量增速分别为 0、3%、5%）测算
3. 假设合同煤在 08 年合同价的基础上浮 5%，则合同煤价约为 500 元/吨。市场煤价格根据上文分析，假设下半年随经济转暖带来的市场价可能为 600 元/吨。
4. 电价按照 08 年两次调价后的平均电价 0.3838 元/千瓦时计算。
5. 收入折算为不含税价格
6. 09 年按合同煤和市场煤各 50%比例测算

表 8 2009 年发电量及耗煤量预测

	2007A	2008A	2009（差）••	2009（中）	2009（好）
发电量（亿千瓦时）	26980	27793	27793	28630	29183
发电量增速（%）	14.1	3%	0	3%	5%
标煤耗（克/千瓦时）	357	350	343	343	343
发电耗用标准煤（亿吨）	9.63	9.73	9.53	9.82	10.01
发电折合原煤（亿吨）	13.48	13.62	13.35	13.75	14.01

资料来源：国元证券研究中心

表 9 2009 年火电行业盈利预测

	2007A	2008A	2009（差）••	2009（中）	2009（好）
发电量（亿千瓦时）	26980	27793	27793	28630	29183
发电折合原煤（亿吨）	13.48	13.62	13.35	13.75	14.01
电价（元/千瓦时）	0.346	0.3838	0.3838	0.3838	0.3838
电煤价格（元/吨）	400	800	550	550	550
收入（亿元）	7979	9117	9117	9392	9573
成本（亿元）	5394	10895	7340	7562	7707
利润（亿元）	2585	-1778	1777	1830	1865

资料来源：国元证券研究中心

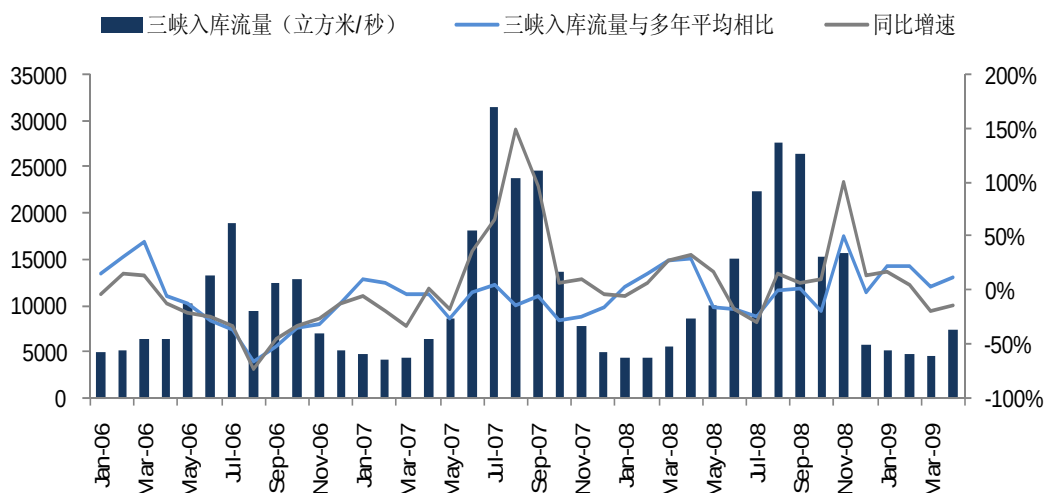
可以看出，如果电煤价格处于合理区间，同时全年平均发电量增长率能够恢复到正增长，那么 09 年全年火电企业的利润水平将能够回到 07 年的平均水平。

水电平稳发展

今年以来全国主要江河来水较往年偏丰。1-5 月份与历年同期来水量相比，5 月份全国主要江河来水量，松花江偏少近 5 成，辽河均偏多 7 成；黄河上游偏多 2 成半，中下游偏少 4 成半；淮河偏少 5 成左右；长江中游干流偏多 1 成（受三峡水库提前预泄影响），上游和下游干流偏少不足 1 成；洞庭湖水系湘江偏少 4 成半，鄱阳湖水系赣江偏少 6 成半，赣江外洲水文站 5 月份平均流量为历年同期最小；珠江流域西江偏少 1 成半。

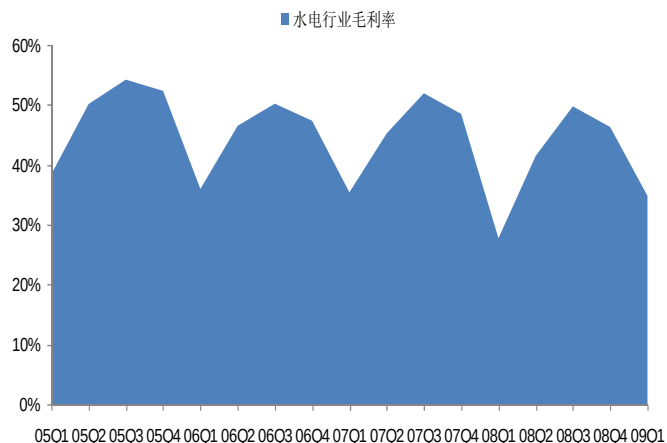
据全国 422 座大型水库统计，2009 年 6 月 1 日蓄水总量为 1676.8 亿立方米，比上月初减少 10.0 亿立方米；比去年同期增加 91.9 亿立方米；比多年同期平均偏多 255.2 亿立方米。

图 24 三峡入库流量



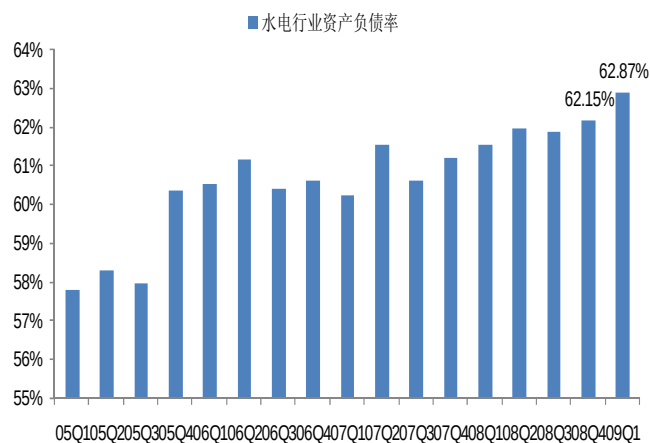
资料来源：三峡总公司 国元证券研究中心

图 25 水电行业毛利率



资料来源：wind 国元证券研究中心

图 26 水电行业资产负债率



资料来源：wind 国元证券研究中心

水电行业的毛利率基本多年变动保持稳定，这主要是受季度间来水差异的影响。值得注意的是水电行业的平均资产负债率呈稳步上升的态势，尤其是当 08 年数次降息后减少了企业新水电开发筹资带来的财务成本，企业融资步伐普遍加快。

表 10 水电上市公司每股收益

代码	名称	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
000993.SZ	闽东电力	0.0045	0.02	0.0542	0.13	0.0029
002039.SZ	黔源电力	-0.28	-0.17	0.52	0.8589	-0.4196
600101.SH	明星电力	0.0529	0.127	0.26	0.28	0.05
600131.SH	岷江水电	0.013	-0.2	-0.31	-0.6	-0.085
600236.SH	桂冠电力	-0.04	-0.011	0.01	0.021	-0.004
600310.SH	桂东电力	0.0489	0.3331	0.4936	0.536	0.0286
600505.SH	西昌电力	0.012	0.0601	0.1777	0.1906	0.0109

600644.SH	乐山电力	0.0608	0.1338	0.2166	0.2618	0.0333
600868.SH	ST 梅雁	-0.008	-0.0367	0.31	0.1012	-0.01
600900.SH	长江电力	0.027	0.1571	0.362	0.4176	0.088
600969.SH	郴电国际	0.7653	-0.5103	-0.39	-0.948	0.0568
600979.SH	广安爱众	-0.0345	0.0455	0.111	0.15	-0.0025
600995.SH	文山电力	0.1	0.13	0.26	0.37	0.08
平均	--	0.0555	0.0060	0.1596	0.1361	-0.0131

资料来源: wind 国元证券研究中心

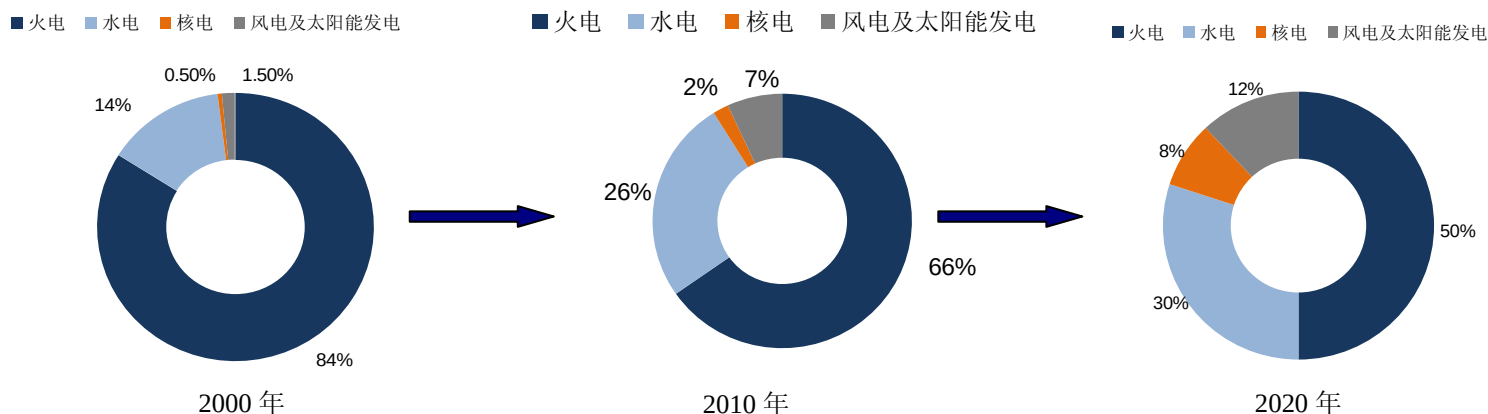
水电企业总体来说今年 1 季度业绩较去年同比略有下滑, 如果剔除黔源电力(主要是折旧及财务费用带来较大亏损), 水电整体收益略高于去年。但由于上半年下游需求依然较低迷, 因此我们预计全年水电行业的盈利增长集中于下半年, 同时下半年也是水电企业的发电高峰阶段。

09 年下半年电力行业政策分析

1. 改善电源结构、鼓励清洁及可再生能源发电

我国电源结构一直是以火电为主, 清洁及可再生能源发电占比一直很少。09 年我国将要出台一系列鼓励政策来改善我国长期以来电源结构不合理的局面。

图 27 我国发电结构规划发展图(2000 年---2010 年---2020 年)



资料来源: 发改委 国元证券研究中心

相对于目前其他清洁能源(太阳能和风电)在技术以及政策扶持上还不够成熟, 我们更看好水电的发展前景。我国水电资源极其丰富, 在未来 10 到 20 年内将是我国水电建设的高峰, 一批大型水电项目将陆续投产。

“十一五”期间, 全国将新增水电装机容量 7300 万千瓦, 其中抽水蓄能电站 1300 万千瓦。到 2010 年, 全国水电装机容量达到 1.9 亿千瓦, 占电力总装机容量的 26%左右, 开发程度达到 35%, 其中大中型常规水电 1.2 亿千瓦, 小水电 5000 万千瓦, 抽水蓄能电站 2000 万千瓦, 已建常规水电装机容量占全国水电技术可开发装机容量的 31%。“十一五”期间我国水电开发重点放在西部, 要开发一系列调节性好、控制性强的重大项目, 主要有金沙江的向家坝(600 万千瓦)、观音岩(300 万千瓦), 雅砻江的两河口(300 万千瓦)、锦屏二级(440 万千瓦), 大渡河的双江口(440 万千瓦), 乌江的沙沱(440 万千瓦)等水电站。

表 11 “十一五”重点开发水电流域及水电项目

重点流域	重点项目
金沙江	向家坝、白鹤滩、观音岩、鲁地拉、龙盘、梨园、阿海等水电站
澜沧江	景洪、糯扎渡、功果桥、里底、黄登等水电站
大渡河	大岗山、长河坝、泸定、双江口、猴子岩等水电站
雅砻江	锦屏二级、官地、两河口、牙根等水电站
黄河上游	积石峡、羊曲、班多、茨哈、玛尔挡等水电站
乌江	思林、沙沱、银盘等水电站
怒江中下游	六库水电站
红水河	光照、董箐、马马崖等水电站

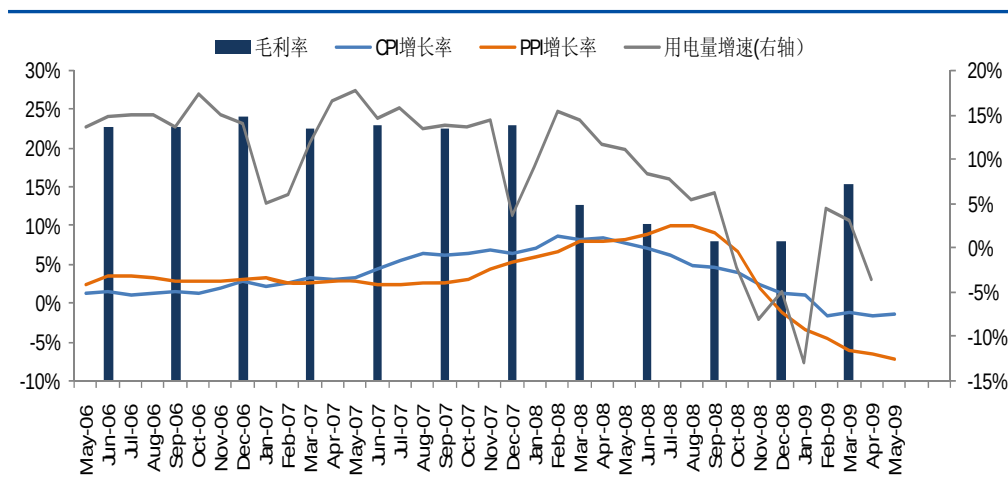
资料来源：国元证券研究中心

2. 理顺煤电价格，改革现有电价机制

不合理的定价机制是我国电力体制改革中的难点，今年以来国家多次表示要打破这一“坚冰”。3月5日，国务院总理温家宝在十一届全国人大二次会议上作政府工作报告时指出：“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。”

我们认为短时间内完全改革好现有电价机制几乎不可能，但如果下半年经济回暖带来下游需求的回升，伴随着煤炭价格的上涨则不排除在合适的时候有提高点价的可能，由于电网在08年也出现了较大的亏损，同时还有2分钱的提价空间尚未完成；同时随着用电高峰期来临，虽然目前电力企业的盈利明显改善，但如果电价仍保持不动，随着需求带来的用电量增加，电力企业有可能重新亏损。因此，当前还是有提价的预期，提价较为可能的方式是上网电价和终端电价同时上调。

图 28 CPI PPI 电力企业毛利及用电增速对比



资料来源：wind 国元证券研究中心

今年以来电力板块总体走势弱于大盘，这主要是由于一季度电企业绩没有完全恢复盈利（去年高价库存煤没有消耗完）。从市净率来看当前电力板块的PB值为2.71（已包含长江电力复牌），明显低于行业平均的3.5；火电行业的PB则只有2.2，具有明显的

估值优势，因此我们认为下半年电力行业前景依然看好。

从基金对电力行业配置比例看，作为重要的防御性行业，其配置比例有了一定的提高。从 08 年中期到 09 年 1 季度配置比例在增大，由于预期煤炭的价格将下降，因此电力行业占基金股票投资市值比已经从 2.38% 提高到 3%，占基金的净值比已经由 1.49% 上升到 1.87%。虽然相对于其他行业比例仍然不高，但我们认为下半年经济回暖带来的需求增加以及相对较低的估值水平，则可能继续促使基金对电力板块的配置。

表 12 基金对电力行业的配置

行业名称	2009 年 Q1		2008 年 Q4		2008 年 Q3		2008 年 Q2	
	占净值比	占股票投资市值比	占净值比	占股票投资市值比	占净值比	占股票投资市值比	占净值比	占股票投资市值比
农业	0.30	0.48	0.29	0.62	0.34	0.59	0.55	0.88
采掘业	4.92	7.89	3.79	8.06	5.89	10.22	7.67	12.30
制造业	23.06	36.95	18.02	38.30	20.83	36.16	23.02	36.91
食品、饮料	3.20	5.12	3.46	7.35	4.32	7.50	4.40	7.05
纺织	0.31	0.50	0.22	0.48	0.30	0.52	0.25	0.39
木材、家具	0.03	0.05	0.03	0.05	0.03	0.05	0.05	0.07
造纸、印刷	0.33	0.53	0.21	0.44	0.41	0.71	0.55	0.89
石化	2.88	4.62	2.30	4.88	3.13	5.44	4.38	7.02
电子	0.51	0.82	0.29	0.62	0.39	0.68	0.38	0.61
金属、非金属	4.60	7.37	2.86	6.08	4.12	7.15	5.44	8.72
机械	7.66	12.28	5.37	11.42	5.25	9.12	4.75	7.62
医药	3.31	5.31	3.18	6.76	2.76	4.78	2.66	4.27
其他制造业	0.22	0.36	0.10	0.22	0.12	0.21	0.17	0.28
电力	1.87	3.00	1.43	3.05	1.50	2.60	1.49	2.38
建筑业	1.26	2.02	1.38	2.93	1.32	2.28	0.78	1.26
交通运输	2.09	3.36	1.88	4.00	3.44	5.97	3.11	4.98
信息技术业	2.60	4.16	2.20	4.67	2.44	4.24	2.70	4.32
批发和零售贸易	3.21	5.14	3.06	6.51	3.71	6.44	4.00	6.42
金融、保险业	14.50	23.23	8.83	18.77	11.60	20.14	11.81	18.93
房地产	4.55	7.29	2.81	5.97	2.75	4.78	3.13	5.02

资料来源: wind 国元证券研究中心

电力行业重点公司推荐

我们坚持认为电力行业下半年将跑赢大盘，重点公司我们推荐三类：

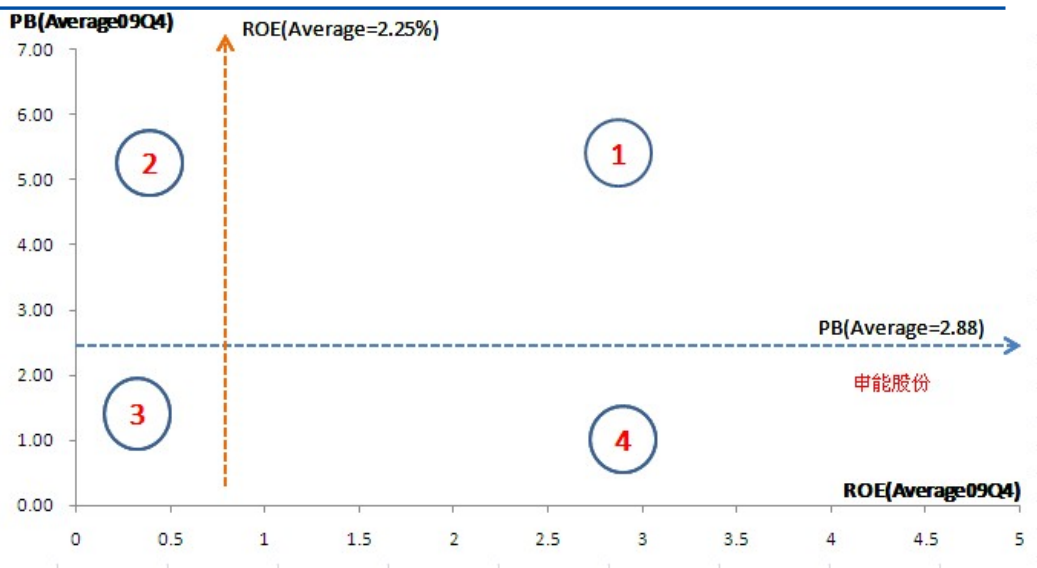
一类是成本控制较好并且电源结构多元化的大型发电公司如：国投电力、国电电力。
 二类是机组规模大拥有部分煤炭资源、同时对煤价敏感度高的火电企业如：华能国际、国投电力。

三类是拥有未来长期水电资源及有明确资产注入预期的水电公司如：长江电力。

另一方面我们从 PB 和 ROE 这两个基本指标进行初步的评价，ROE 我们选取 09 年 1 季报公布火电上市公司的 ROE 的平均值；PB 我们选取最新的火电行业的平均值。ROE

的平均水平为 2.25%，PB 的均值为 2.88，我们将两项指标都大于这两个均值的上市火电公司作为 09 年推荐的重点对象。经过筛选，我们推荐申能股份。

图 29 PB、ROE 筛选火电上市公司



资料来源: wind 国元证券研究中心

国投电力

- ① 公司电源结构合理，其中公司总装机容量达585 万千瓦，其中水电装机容量465 万千瓦，火电装机容量120 万千瓦；在建装机容量1040 万千瓦，在建权益装机容量531 万千瓦。
- ② 近期公司公布重大资产重组计划，公司拟向国开投公司发行股份购买其持有的改制后的电力公司100%的股权。购买资产的初步评估预估值约76.93亿元。收购重点是二滩水电和大潮山水电资产，这两项资产皆为集团下的优质资产。
- ③ 09年业绩可能会受需求减弱以及运营成本增加影响，但10年及以后公司业绩将有明显提升。

表 13: 国投电力盈利预测

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	6,649	6,580	8,140	12,121	13,468
YOY(%)	7.00%	-1.00%	23.71%	48.91%	11.11%
归属母公司净利润（百万元）	552	124	417	721	975
YOY(%)	24.90%	-77.50%	236%	72.90%	35.30%
EPS(元)	0.52	0.12	0.45	0.58	0.69

资料来源: 国元证券研究中心

国电电力

- ① 公司09年计划新投产大同三期2台60万机组、瀑布沟1台55万水电机组以及20万-30万风电机组。公司水电及新能源风力发电将在未来提升公司竞争力。
- ② 08年末公司收购英特力集团，有利于公司产业链的延伸，英特力在宁夏的电力及煤

炭行业的布局将成为公司未来的重要利润来源。

表 14: 国电电力盈利预测

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	17,467	16,440	19,520	22,136	24,162
YOY(%)	20.17%	-5.88%	18.73%	13.40%	9.15%
归属母公司净利润（百万元）	1,711	179	1,409	1865	2124
YOY(%)	43.54%	-89.54%	687.15%	32.36%	13.89%
EPS(元)	0.67	0.03	0.35	0.58	0.63

资料来源：国元证券研究中心

华能国际

- ① 作为火电龙头企业，随着电煤价格的回落，公司 09 年将全面恢复盈利。即使下游需求不足，但作为对煤价高度敏感的电力企业，全年业绩仍将会有明显提升。
- ② 公司收购母公司华能集团以及华能开发收购杨柳青电厂 55%股权和北京热电厂 41%的股权。这两项资产由于具有较好的地域性，盈利能力较好，将有助于增加公司业绩。
- ③ 公司今年财务负担较重，会在一定程度上拖累公司全年业绩。

表 15: 华能国际盈利预测

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	50,435	67,825	78,539	85,467	90,182
YOY(%)	13.50%	34.48%	15.80%	8.82%	5.52%
归属母公司净利润（百万元）	5,997	-3,701	3,508	4267	4659
YOY(%)	1.24%	-161.71%	194.79%	21.64%	9.19%
EPS(元)	0.5	-0.31	0.28	0.39	0.45

资料来源：国元证券研究中心

长江电力

- ① 公司停牌一年后，完成资产注入计划。本次交易完成后，公司可控装机容量约2,100万千瓦，约为收购前的2.5倍。公司在华东、华中、广东电力市场的占有率显著提高，市场竞争优势更加明显，水电龙头地位无法撼动。成为名副其实的水电巨人。
- ② 公司在2015年前后将会有大约3620万千瓦的机组投产，规模约是现在三峡机组的2倍，因此公司未来水电规模将持续保持高速增长，盈利能力将进一步。
- ③ 水电的低成本以及未来上网电价上调预期强烈保证公司在未来的电力供应市场具有非常强的竞争实力。
- ④ 短期风险来自于融资资金需要带来的高财务费用。

表 16: 长江电力盈利预测

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	8,735	8,807	17,558	21,035	22,012
YOY(%)	23.92%	0.82%	99.36%	19.80%	4.64%
归属母公司净利润（百万元）	5,372	3,930	6,612	7921	8025

YOY(%)	48.61%	-26.84%	68.24%	19.80%	1.31%
EPS(元)	0.57	0.41	0.65	0.73	0.75

资料来源：国元证券研究中心

申能股份

- ① 公司主营范围广，除了传统电力还有天然气以及新能源（核电和风电）发电。其中公司参股的秦山核电二期扩建使公司具有了新能源概念。
- ② 公司 08 年 40%控股的外高桥三期 2 台 100 万千瓦超超临界燃煤机组实现投产，将在 09 年集中释放产能，公司业绩有望明显提高。
- ③ 公司天然气业务在 2010 年将有很大提高，预计上海市 2010 年天然气供应量将达到约 60 亿立方米，公司利用控股 60%的上海天然气管网公司将输气收入中明显受益。

表 17：申能股份盈利预测

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	8,257	12,916	13,598.00	16,745	18,263
YOY(%)	-6.89%	56.43%	5.28%	23.14%	9.07%
归属母公司净利润（百万元）	1,856	593	1,978	2547	2762
YOY(%)	8.18%	-68.07%	233.56%	28.77%	8.44%
EPS(元)	0.64	0.21	0.21	0.41	0.49

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn