

近水楼台先得月，向阳花木易为春

——电力行业 2009 年中期投资策略报告

分析师

张 霖：
☎ (86-10) 88366060 - 8752
✉ zhangl@cgws.com

要点：

- 鉴于大规模信贷投放与项目开工之间存在时滞，高耗电量行业需求下半年逐步复苏、且固定资产投资增速、PMI 指标良好态势，预计电量回暖大趋势基本确立，下半年电量同比、环比双重正增长，全年维持 3-5% 的需求增长预测。
- 我们认为水电是三季度电力行业较好的投资标的，因为 1) 水电成本相对独立；2) 今年三季度来水丰沛，且我们发现丰枯交替与月亮赤纬角相关，本轮大丰水周期有望持续至 2015 年；3) 水电股外延扩张显著；长电、国投、川投等展开一系列水电资产的运作为后继成长蓄力。4) 水资源价值日益显著。
- 火电如果短期煤价没有超预期回落，那么难以获得整体行业性机会。因其三大核心要素：煤价、电价、电量，在三季度均难有理想表现：首先煤价仍有强劲支撑，预计下半年窄幅震荡，难以大幅回落。其次，虽然电量有所回暖，但电量回暖的“增量蛋糕”，水电优先分享。影响火电份额最显著的体现在火电利用率受到极大挤压。根据我们悲观乐观两种情景假设及数量分析初步推算出 09 年全国火电设备平均利用小时数为 4551-4733 小时，同比降幅约为 3.6-7%。第三，我们判断火电上网电价再度上调概率较小。结构上看，沿海电厂煤价相对回落、运价降低，业绩或回升显著，可适度关注。
- 09 年一季度行业营收 702.1 亿，同比 7%，毛利率 14.3%，略好于去年同期。毛利回升最显著前两位依次是沿海地区的宝新、深能，而华电、国投、大唐、华能等大盘电力蓝筹，由于电源节点分布较为分散，因此毛利相对均稳定在 14-16% 左右，接近正常年份七成左右。
- 我们认为电力资产重组可概括三类 1) 整体上市型，如：三峡总公司水电资产注入长江电力；2) 产业链延伸型，如国电电力收购英力特；3) 乌鸡凤凰型，如曾经的 ST 仪表，脱胎换骨成今日的银星能源等。近期题材热，并非偶然，看似过去 ST 板块轮动行情的简单重复，实质是市场在全方位体现资产配置功能的螺旋式上升。由于一些优质公司也成了重组对象，或者有望注入优质资产，所以重组投资色彩大大加强。国资委明确表示“保增长、促内需、调结构”积极推进央企重组以实现产业转移与升级。
- 维持水电“谨慎推荐”、火电“中性”评级，建议关注三大投资机会：1) 外延式扩张水电资源股：如长电、国投、川投；2) 高回报、高成长、低估值电力股：穗恒运、中能股份、文山；3) 基本面或反转的资产重组股。如 ST 能山、汕电力、内蒙华电、长源电力等。第三类或有阶段性投资机会，但时间、进程确定性较差，提请注意风险。

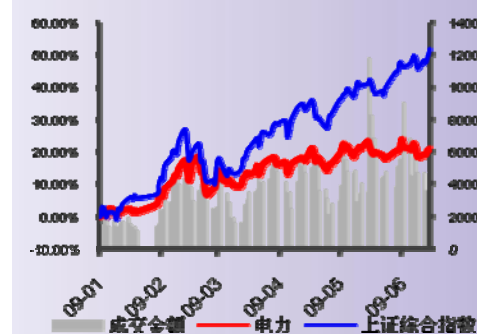
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：谨慎推荐

证券简称	EPS09E	EPS10E	PE09E	评级
长江电力	0.6	0.78	22.5	推荐
文山电力	0.4	0.54	18.48	推荐
中能股份	0.48	0.58	20.7	推荐
穗恒运	0.58	0.66	21	推荐
川投能源	0.72	1.18	26.04	推荐

行业表现



相关报告

1. 暂时回避火电，关注水电和新能源——电力行业动态点评 2008-1-30
2. 2008 年风电专题报告：好风凭借力，紧缩奈我何 2008-4-15
3. 寻找成本相对独立的低 PB 电力蓝筹 2008-5-12
4. 能源链：环环相扣，气象万千——长城证券能源双周刊 2008-9-1
5. 涅槃重生，且待春醉——2009 年度电力行业投资策略

目录

1. 电量回暖大趋势基本确立，但环比难以大幅增长.....	4
1.1 前五个月发电量折射经济复苏艰辛.....	4
1.2 下半年回暖趋势延续，维持全年 3-5%的需求增长预测.....	6
2. 电量回暖的“增量蛋糕”，水电优先分享.....	9
2.1 三季度，水电为优质投资标的.....	9
2.2 水电影响火电“蛋糕”之情景假设及数量分析.....	10
2.3 丰枯交替与月亮赤纬角相关，本轮丰水或将持续至 2015 年.....	12
2.4 外延式扩张为优质水电股后继成长蓄力.....	13
2.5 国家发改委积极推进水火电同网同价改革.....	13
3. 动力煤市场价下跌空间有限，火电三季度逊色于水电.....	14
3.1 预计下半年煤价窄幅震荡，难以超预期回落.....	14
3.2 上网电价再度上调概率较小.....	15
4. 行业盈利能力走出低谷，有望恢复往年七成.....	15
5. 电力行业资产重组：“永恒题材”VS“螺旋式上升”？.....	17
6. 投资策略及重点公司推荐.....	19
6.1 投资逻辑一：外延式扩张水电资源股.....	19
6.2 投资逻辑二：高回报、高成长、低估值电力股.....	19
6.3 投资逻辑三：把握行业整合中确定性的投资机会.....	21
6.4 重点公司推荐.....	21



图表目录

图 1、 近三年单月日均发电量同比降幅.....	4
图 2、 近三年单月日均发电量（亿 KWH）	4
图 3、分产业用电量增速.....	6
图 4、分轻、重工业用电量增速.....	6
图 5、 四大高耗能产业用电量结构占比.....	6
图 6、近年四大高耗能产业用电量增速%.....	6
图 7、06-09 年钢铁产量同比增速对比（%）	7
图 8、06-09 年有色金属产量同比增速对比（%）	7
图 9、06-09 年水泥产量同比增速对比（%）	7
图 10、 06-09 年固定资产投资增速对比（%）	7
图 11、 制造业采购经理人指数.....	8
图 12、当月日均耗煤量（万吨）	8
图 13、历年三季度水电均优于火电	9
图 14、近年三峡来水情况.....	9
图 15、水火电单月发电量增速同比（%）	10
图 10、 06-09 年固定资产投资增速对比（%）	10
图 17、火电单月发电量增速环比（%）	10
图 18、水电单月发电量增速环比（%）	10
图 19、水火电装机投产积极性迥异.....	11
图 20、全国水电利用小时变动情况比较.....	12
图 21、1881-2001 年宜昌站径流量的变化特征及趋势	13
图 22、近期 5500 大卡山西优混各地价格稳中趋升.....	14
图 23、单月煤炭产量	14
图 24、直供电厂库存天数.....	15
图 25、国内外动力煤港口价差依然很大.....	15
图 26、电力行业初步扭亏示意图.....	16
图 27、 水火电单季度净利润环比增长率对比	16
图 28、水火电行业单季度摊薄 ROE 对比 %.....	16
图 29、电力行业重点公司 ROE-PE 分布图（纵轴 PE, 横轴 ROE%）	20
图 30、电力行业重点公司 ROE-PB 分布图（纵轴 PB, 横轴 ROE%）	20
图 31、国内外主要火电公司 PB 对比图	21
图 32、水电行业较各板块具备估值优势.....	21
表格 1、月分地区电网运行情况.....	5
表格 2、水电影响火电份额之情景假设及数量分析.....	11
表格 3 近期行业整合一览表	17
表格 4 重点公司业绩预测与估值.....	错误！未定义书签。



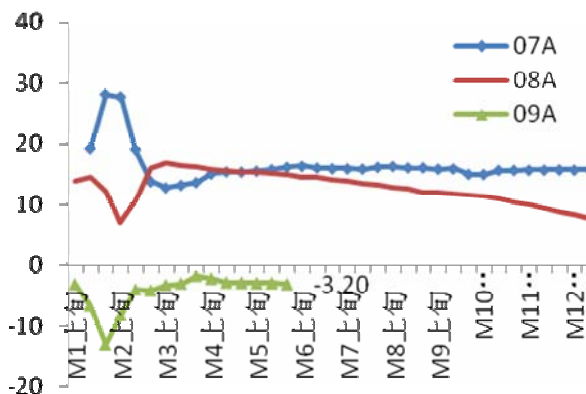
1. 电量回暖大趋势基本确立，但环比难以大幅增长

发电量作为经济回暖的先行指标，显示目前经济已经触底回升，但过程曲折、增长有限，我们认为鉴于去年同期基数较低，因此下半年尤其是四季度电力行业同比数据有望实现二位数增长，全年维持 3-5% 的需求增长预测；但限于经济回暖基础仍较为薄弱，环比虽将正增长，但难有出色表现。

1.1 前五个月发电量折射经济复苏艰辛

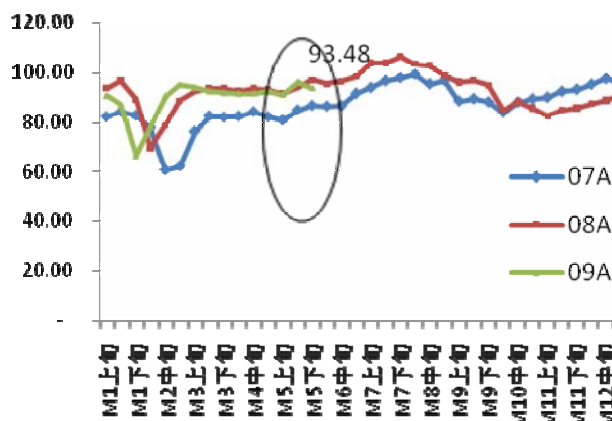
根据国家电力调度通信中心最新数据，5 月单月日均发电量降幅约 3.5%（如图），从 5 月下旬发电量数据看，同比降 5.7%，降幅较 5 月中旬的下降 0.57% 有所扩大。主要原因是端午假期影响，由于 2008 年端午假期在 6 月份，今年 5 月下旬工作日比去年同期少。假如剔除该因素，5 月下旬发电量与 4 月下旬下降 3.19% 相比，有向好趋势。

图 1、近三年单月日均发电量同比降幅



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 2、近三年单月日均发电量（亿 KWH）



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

环比来看，5 月下旬统调日均发电量为 93.48 亿千瓦时，而中旬日均发电量曾达到 95.91 亿千瓦时，比上旬的 90.97 亿千瓦时增长 4% 左右，为近几个月以来的最高点。2 月中旬和下旬，这一数据为 90.44 亿千瓦时和 94.77 亿千瓦时，3 月上中下旬，分别为 93.7 亿千瓦时、92.28 亿千瓦时、91.58 亿千瓦时，4 月上中下旬分别为 91.24 亿千瓦时、91.38 亿千瓦时、92.14 亿千瓦时。

分地区来看，5 月份，四川、重庆、河北、云南、安徽等地发电量呈现正增长，四川重庆主要是由于去年地震影响基数较低，而河北南部地区和云南省的发电量情况明显好于全国。这与河北南部钢铁产量提高，以及云南省对高耗能企业的支持政策有关。但是，辽宁、山西、甘肃、宁夏多数高耗能产业集中的地区，发电量仍大幅下降。东南沿海地区，广东省用电量降幅约为 10%，上海市用电量降幅约为 13.6%、浙江省降幅约为 6.1%，高于全国平均降幅。



表格 1、5 月份地区电网运行情况

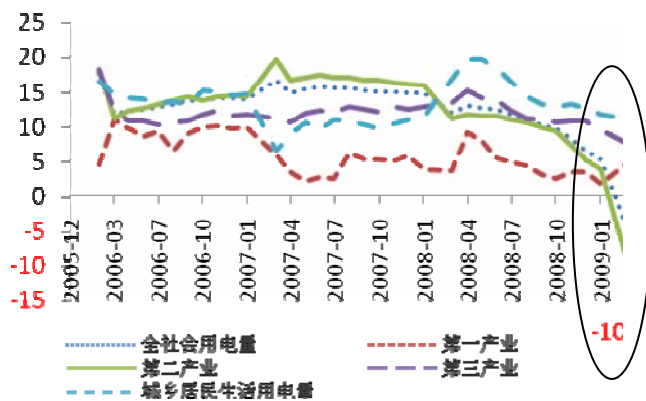
地区	发电量	同比增长	最高负荷
	单位：亿千瓦时		单位：万千瓦
青海电网	30.44	10.46%	573
四川电网	82.13	10.40%	1523
重庆电网	28.49	6.70%	506
冀南电网	83.37	2.69%	1506
安徽电网	60.84	0.66%	996
黑龙江电网	51.88	-1.41%	849
福建电网	92.47	-1.60%	1522
华东电网	592.33	-2.80%	10106
河南电网	140.86	-4.38%	2274
南方电网	436.93	-4.74%	----
华北电网	618.73	-4.78%	9965
江苏电网	207.1	-4.88%	3521
内蒙古电网	96	-5.09%	1504
东北电网	203.96	-5.19%	3434
山东电网	189.91	-5.33%	3006
华中电网	389.97	-5.52%	6572
陕西电网	46.39	-5.68%	803
山西电网	103.84	-5.81%	1785
浙江电网	127.65	-6.05%	2290
京津唐电网	145.61	-7.00%	2602
西北电网	155.05	-9.44%	2383
吉林电网	36	-9.90%	581
湖南电网	46.21	-10.32%	919
辽宁电网	68.93	-12.28%	1123
上海电网	53.3	-13.55%	984
甘肃电网	45.43	-16.68%	680
湖北电网	62.42	-17.47%	1134
宁夏电网	32.79	-17.96%	485
江西电网	29.86	-19.69%	642

数据来源：长城证券研究所

全社会用电量同比下滑主要是由于第二产业降幅较大，1~4 月份（注：五月数据未公布）各产业用电情况中，第一产业用电同比增加 4.7%；第二产业用电同比下降 8.1%；第三产业用电同比增加 9%；居民用电同比增加 9.1%。4 月份工业用电下降幅度为 8%，较 3 月份工业用电同比下降 5% 进一步恶化，其中轻工业用电 3、4 月份分别下降 2%、4%；重工业用电 3、4 月份分别下降 5%、9%。

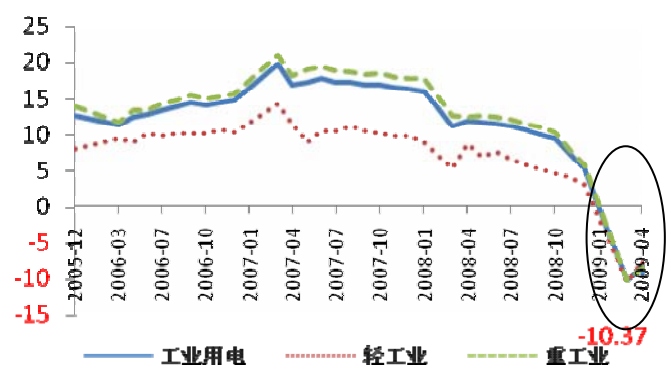


图 3、分产业用电量增速



数据来源: Wind、长城证券研究所

图 4、分轻、重工业用电量增速



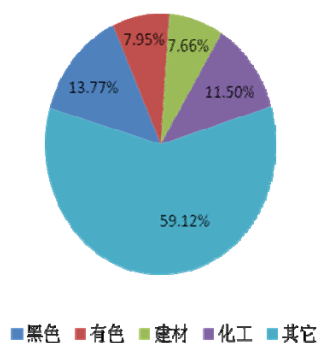
数据来源: Wind、长城证券研究所

1.2 下半年回暖趋势延续，维持全年 3-5% 的需求增长预测

我们对于后期电量的观点是：09 下半年，我们认为回暖趋势依然持续，维持全年 3-5% 的需求增长预测，但接近下线的概率较大。去年同期基数较低，因此下半年尤其是四季度电力行业同比大幅增长不难理解，而环比正增长的判断，主要是基于我们认为电力下游四大高耗能行业在下半年的复苏逐步显现，及固定资产投资增速、PMI 指标的良好态势。

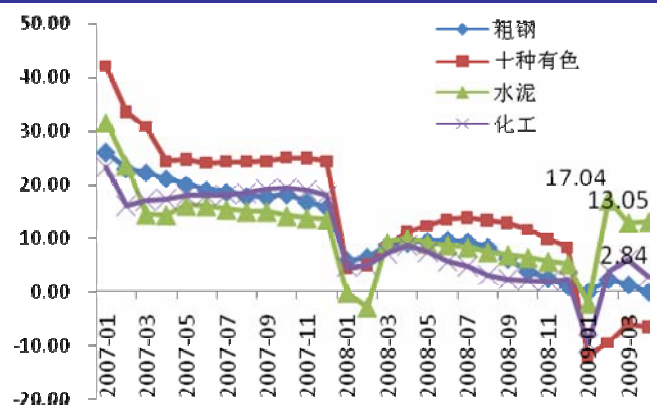
黑色金属冶炼及延压，有色金属冶炼及延压，以及化工行业，这四个行业虽然在 GDP 贡献值占 11%，但占全国用电量的 42%。因此未来趋势将高度依赖于高能耗工业的恢复情况，考虑到项目审批、资金到位、土地收购以及方案敲定等环节，一季度的大规模信贷投放与项目真正开工之间可能会有 3-4 个月的时滞。这意味着从今年下半年开始，钢铁等耗电量较高的工业产品需求才开始反弹，增长趋势或将先在沿海地区出现，并逐步向内陆地区转移。

图 5、四大高耗能产业用电量结构占比



数据来源: Wind、长城证券研究所

图 6、近年四大高耗能产业用电量增速%



数据来源: Wind、长城证券研究所

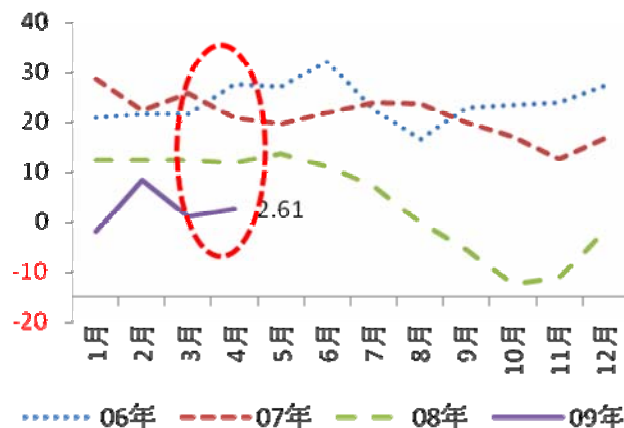
具体来看 1) 钢铁方面：钢材价格回升迹象出现，有助于刺激钢材生产的积极性。2) 有色金属方面：随着电解铝价格的上涨，预计将有 100 万吨的产能重启。4 月 LME 铜库存大幅下降 10 万吨至 40 万吨以下，这将有效支撑铜价的高位运行，也将刺激铜生产企业的开工率。3) 建材方面：受益于 4 万亿投资计划，今年以来水泥行业始终呈



现双位数增长。1-4 月我国水泥产量累计达到 4.29 亿吨，同比增长了 13%，增速提高 3 个百分点，其中，4 月份月产量达到 1.47 亿吨，同比增长 12.9%，增速提高 2.1 个百分点。

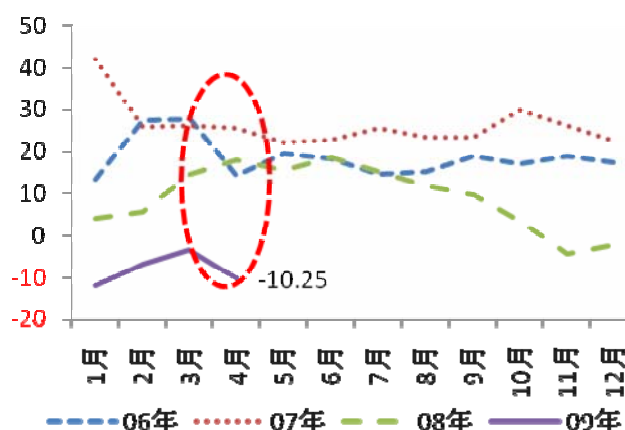
此外，5 月固定资产投资同比增长 33%，高于 1-4 月的 30.5%，因此在固定资产投资未来高增速的情况下，钢铁、有色、建材等行业仍将有望较快增长。

图 7、06-09 年钢铁产量同比增速对比 (%)



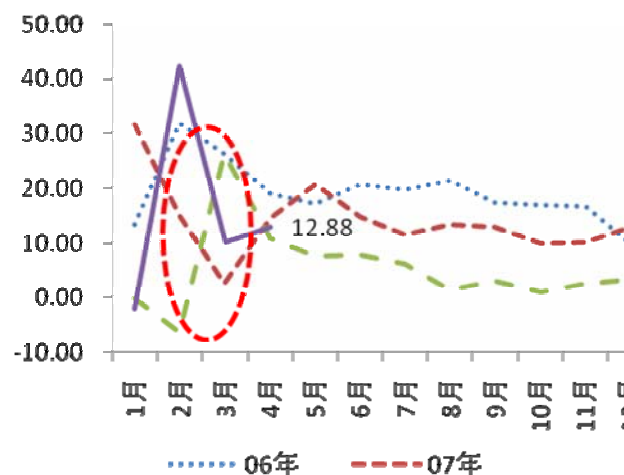
数据来源: Wind、长城证券研究所

图 8、06-09 年有色金属产量同比增速对比 (%)



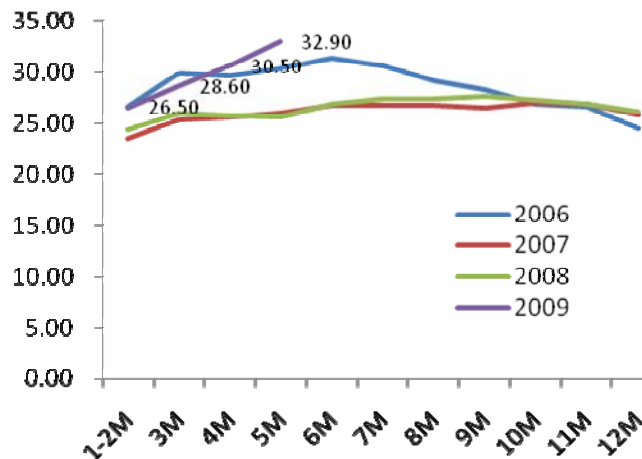
数据来源: Wind、长城证券研究所

图 9、06-09 年水泥产量同比增速对比 (%)



数据来源: Wind、长城证券研究所

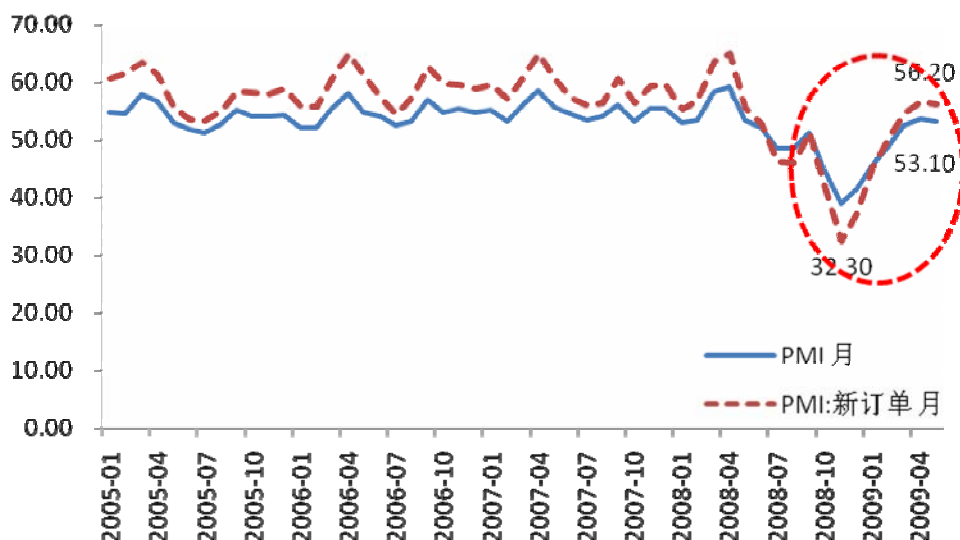
图 10、06-09 年固定资产投资增速对比 (%)



数据来源: Wind、长城证券研究所

能与之印证的还有 5 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 53.1，比上月小幅回落 0.4 个百分点，也明显超出市场 50 左右的预期。值得关注的是 PMI 指数 5 月新增订单 56.2，拉升势头有望延续。

图 11、制造业采购经理人指数

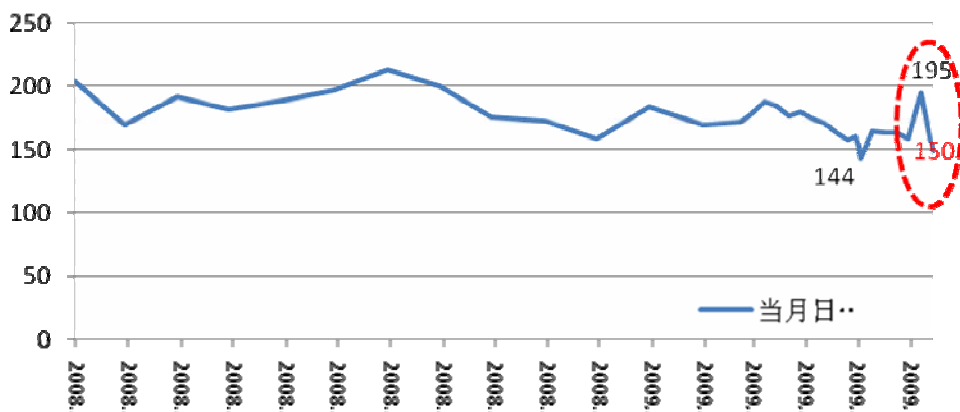


数据来源：长城证券研究所

虽然统计局尚未公布 6 月电量数据，但我们发现一个指标能较直观反映最新电量趋势：即，直供电厂日均耗煤量。六月上旬，该指标由四月末的 144 万吨，上升为 195 万吨。与之吻合，全国统调公布 6 月上旬发电量同比下降 0.17%，降幅明显缩窄。日均发电量已经上升至 97.64 亿千瓦时，为今年 1 月以来最高。

而截止 6 月 14 日，我们发现，最新直供电厂日均耗煤数据显示回落到 150 万吨，这或将预示 6 月中旬电量数据又有小幅回落。我们预计这一变化主要源于 6 月上旬工作日较 2008 年同期多 1 天的假日因素所致。总体来看，我们认为 6 月小幅波动，并不影响我们对下半年电量同比、环比双重正增长的判断。

图 12、当月日均耗煤量（万吨）



数据来源：wind、长城证券研究所

当然，经济回升仍面临一些不确定性因素。如，净出口对经济增长的贡献已转为负；当前快速反弹的投资，对经济增长质量的影响也值得观察。但总体看，用电量下滑趋势已稳定地止住，宏观经济正在筑底，电量回暖大趋势基本确立。



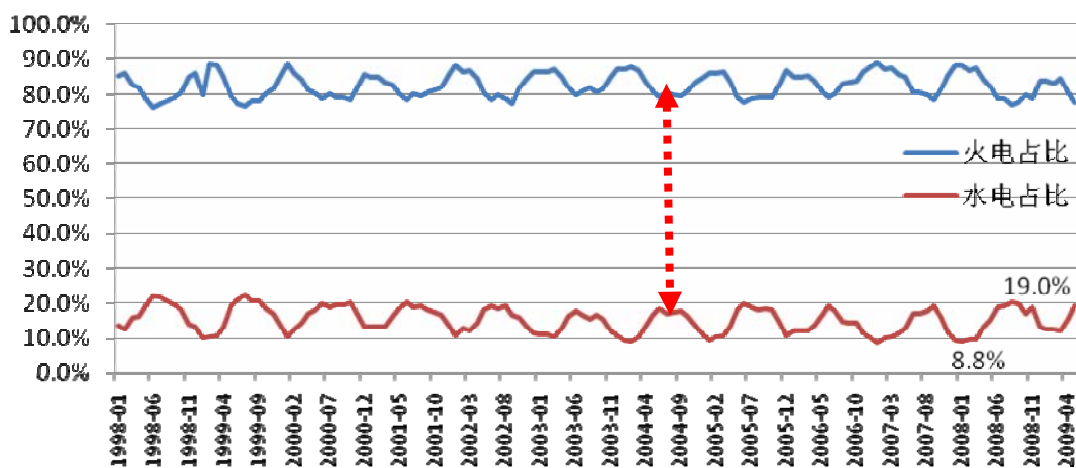
2. 电量回暖的 “增量蛋糕”，水电优先分享

我们认为水电是三季度电力行业较好的投资标的，因为 1) 水电成本相对独立；2) 三季度是历年丰水期，且大丰水周期可持续至 2015 年；3) 水电股外延扩张显著；4) 水资源价值日益显著，国家发改委积极推进水火电同网同价改革。

2.1 三季度，水电为优质投资标的

从发电量的电源构成来看，历年规律显示三季度水电均优于火电。尤其是 7-10 月水电发电量结构占比可高达 20-23%，而每年 12、1 月份仅 10% 左右。

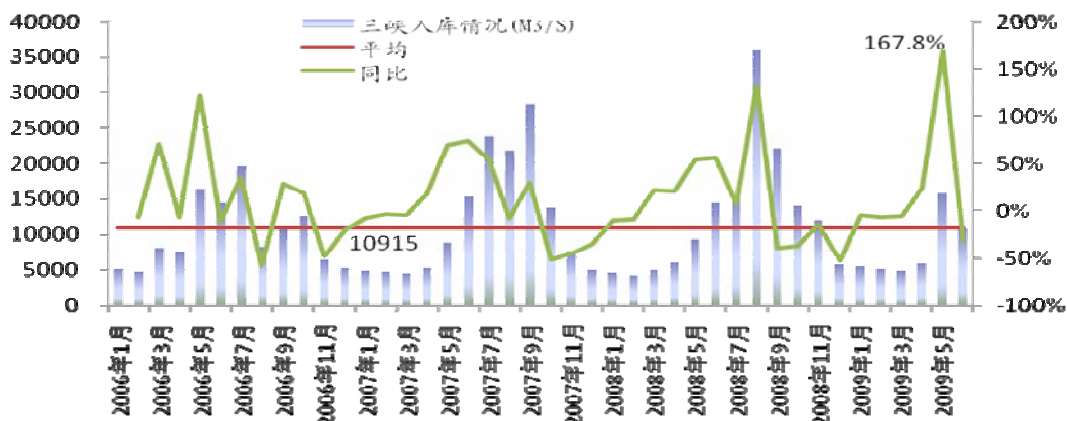
图 13、历年三季度水电均优于火电



数据来源：wind、长城证券研究所

今年以来全国主要江河来水较往年偏丰。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，相对上月初减少 10.0 亿立方米；但同比较去年同期增加 91.9 亿立方米；比多年同期平均偏多 255.2 亿立方米。

图 14、近年三峡来水情况

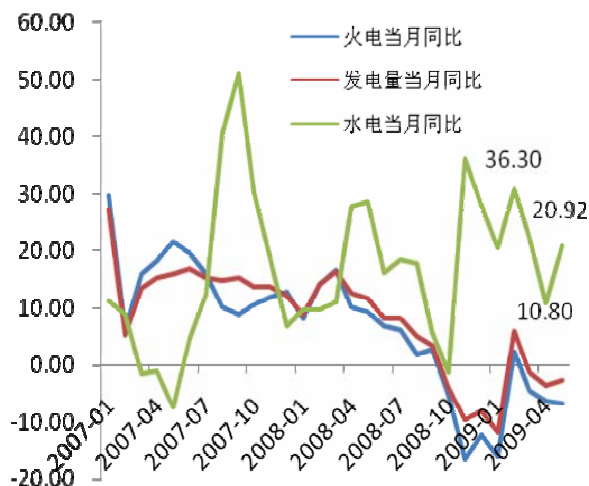


数据来源：wind、长城证券研究所



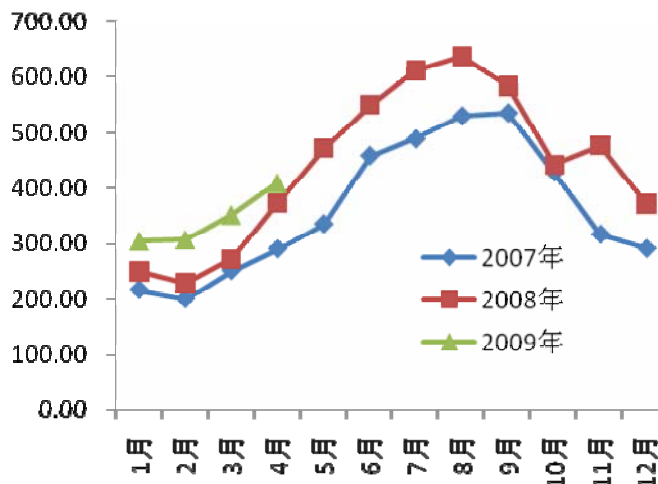
今年 1~5 月水电发电量 1906 亿千瓦时，5 月当月同比增长 20.92%，且单月环比增长 31%，而 1-5 月火电发电量 10929 亿千瓦时，同比下降 6.5%，环比仍处于震荡整理格局。

图 15、水火电单月发电量增速同比 (%)



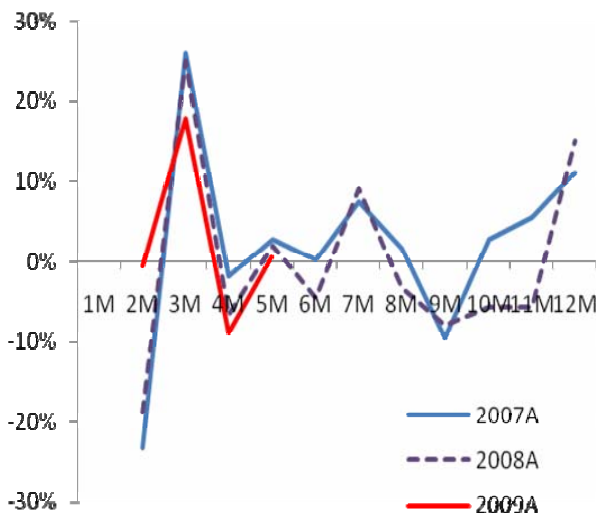
数据来源: Wind、长城证券研究所

图 16、06-09 年固定资产投资增速对比 (%)



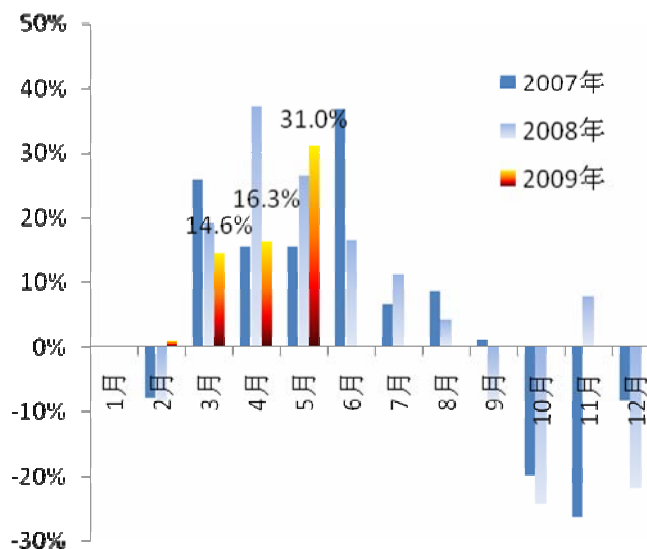
数据来源: Wind、长城证券研究所

图 17、火电单月发电量增速环比 (%)



数据来源: Wind、长城证券研究所

图 18、水电单月发电量增速环比 (%)



数据来源: Wind、长城证券研究所

2.2 水电影响火电“蛋糕”之情景假设及数量分析

我们认为水电影响火电“蛋糕”份额最显著的体现在火电利用率受到极大影响。我们在 09 年策略报告中曾用两种方法推导出保守与乐观的电量预测区间 3.51-5.44%，即 3.5-3.6 万亿 KWH，而水电作为清洁能源具有优先上网的优势，那么水电将优先吃



掉这块增量蛋糕的增量：即，假设水电在 09 年的新增装机为 1300-1500 万千瓦，鉴于多年水电利用小时 3300 小时，则可测算出水电吃掉的“电量蛋糕”为 5905-5969 亿度，我们估算所剩火电 09 年“电量蛋糕”为 2.9-3.0 亿 KWH，根据国家规划 09 年火电新增装机为 3250-4200 万 KW（考虑到关停小火电）。则可初步推算出 2009 年全国火电设备平均利用小时数为 4551-4733 小时，同比 2008 年火电 4911 小时下降 178-360 小时，约为 3.6-7%。

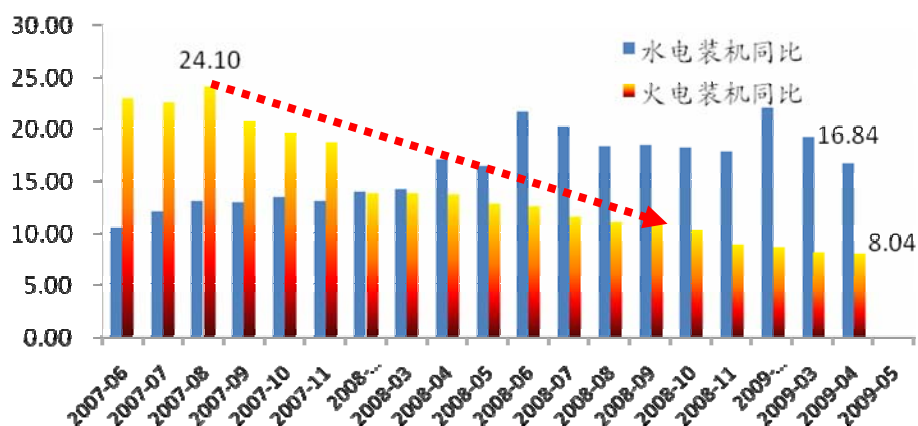
表格 2、水电影响火电份额之情景假设及数量分析

	2005	2006	2007	2008	2009E 保守	2009E 乐观	2010E
装机容量（万千瓦）	51718	62200	71300	79253	84953	83803	92200
新增容量（万千瓦）		10482	10500	9051	7000	6050	6000
淘汰容量（万千瓦）			1400	1098	1300	1500	1500
全年净增加容量（万千瓦）			9100	7953	5700	4550	4500
装机容量增长率	16.91%	20.27%	14.47%	11.15%	7.19%	5.74%	10.02%
电量（万亿 KWH）				3.4	3.5	3.6	3.9
电量增速					3.51%	5.44%	10.02%
电量增量（万亿 KWH）					0.1195155	0.185232	0.3597387
水电新增装机（万 KWH）					1500	1300	1300
水电装机量（万 KWH）					18652	18452	19752
水电平均利用小时 H					3200	3200	3200
水电发电量（万 KWH）					59686400	59046400	63206400
火电剩余发电量（万 KWH）					292765150	299976800	331790665
火电新增容量（万 KW）					4200	3250	3200
火电 09 总容量（万 KW）					64332	63382	66582
09 火电利用小时					4551	4733	4983

数据来源：长城证券研究所

事实证明，水电装机增长明显快于火电，如图，根据我们调研的情况，目前各大电力集团对于上马水电的积极性，也明显高于火电。下图可见，近年来水火电装机增长的趋势迥异。

图 19、水火电装机投产积极性迥异



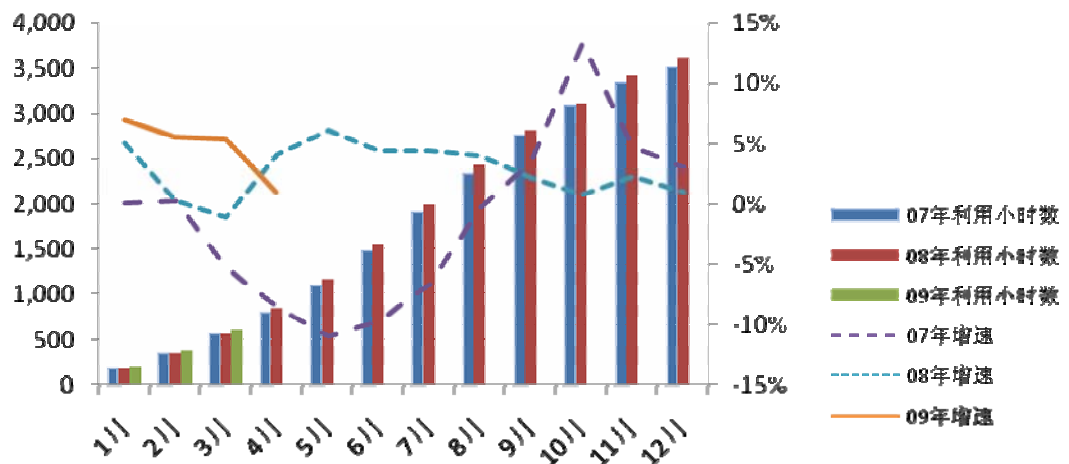
数据来源：wind、长城证券研究所

从上半年看火电机组利用率不甚乐观，但预期下半年有望好转。1~5 月份水电大



省利用小时增加较多。全国水电平均利用小时为 1188 小时，比上年同期增加 30 小时，同比增加 2.6%。截止 5 月底，6000 千瓦以上水电设备容量达到同比增长 16.84%。而火电 1-5 月利用小时 1841 小时，下降 299 小时，同比-19%。综合利用小时 1721 小时，下降 248 小时，同比-16.8%

图 20、全国水电利用小时变动情况比较



数据来源: wind、长城证券研究所

2.3 丰枯交替与月亮赤纬角相关，本轮丰水或将持续至 2015 年

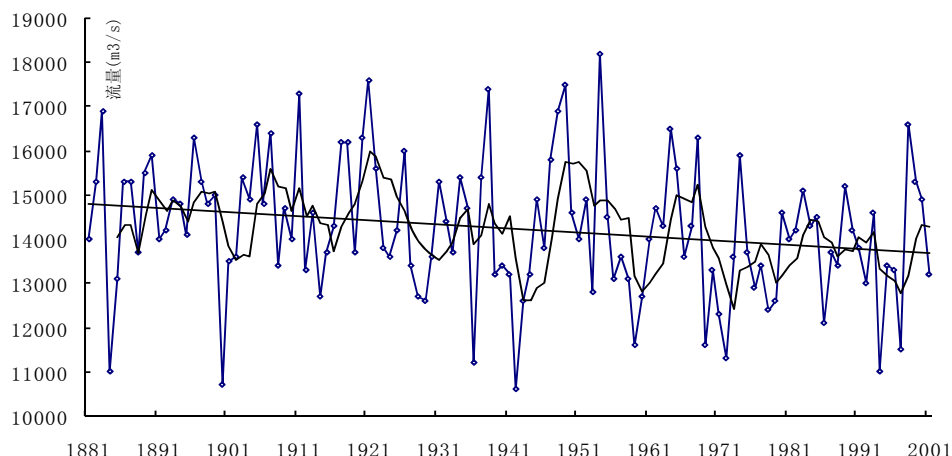
有人忧虑，若近两年遭遇枯水期则水电公司难以实现盈利预期。我们研究发现，根据从黄河上游唐乃亥水文站 1920 年至 2004 年的径流系列统计资料、及宜昌站径流量数据统计，自上世纪二十年代初到九十年代，我国大体上经历了五个枯水期和四个丰水期。每个丰、枯水期段持续的时间长短不一，枯水期持续时间为四至十五年，平均为九年；丰水段持续时间为七至十四年，平均为 9.25 年。一个完整的丰枯循环周期大约在十八年左右。

这是因为，水域径流的这种丰枯交替规律与月亮赤纬角的变化存在一定得相关性。在月亮赤纬角（月亮轨道与地球赤道之间的夹角，最大值为 28.5 度，最小值为 18.5 度，变化周期为 18.6 年）最大值时期或最小值时期，潮汐南北震荡亦处于最强或最弱时期。全球范围内的旱涝异常就在此时发生。当月亮赤纬角最小时，它的直下点远离中国主大陆，所以在主大陆引起的地壳鼓起就小，因之地下放出的携热水汽就少，这样就不易诱使热带气团与高纬冷气团在中国大陆上相碰，因之雨量减少，会形成干旱。

历史上，月亮赤纬角最小值年份，黄河上游基本为枯水年，如 1941-1943 年（河南大旱）、1959-1960 年（山西大旱）、1977-1978 年（山西、长江中下游大旱）、1995-1997 年（华北、辽宁、吉林等地连续 4-5 年大旱）中国北方都发生了大旱、1998 年中国又发生异常大洪水；而月亮赤纬角最大值年份，黄河上游则多为丰水年，如 1931 年（长江、淮河特大水灾）、1932 年（松花江特大水灾）、1933 年（黄河特大水灾）、1951 年（辽河特大水灾）、1968 年（珠江、闽江、湘江、赣江大洪水）、1969 年（新安江、分水江流域及嫩江中游大水）、1986 年（辽河大水）。



图 21、1881-2001 年宜昌站径流量的变化特征及趋势



数据来源：长城证券研究所

因此按照 98 年大水、06 年大旱以及丰、枯水期的平均周期各约 9 年的话，则我们预计 2006 年到 2015 年之间整个水量仍将呈现震荡攀升的走势。因此在 09、10 年来水水量都将较为充沛，水电行业效益整体提升也是可以预期的。

2.4 外延式扩张为优质水电股后继成长蓄力

长电、国投、川投等展开一系列水电资产的运作，最具代表性的长江电力，公告计划将三峡全部发电相关资产注入上市公司。整体上市后，长江电力可控装机容量将达 2107.7 万千瓦，约为收购前的 2.52 倍；预计全年发电量为 990 亿千瓦时，约为长江电力 2008 年发电量 442.78 亿千瓦时的 2.24 倍。此外，6 台地下发电机组的建设将在 2012 年前后投产并注入到上市公司。后继的外延式扩张还包括金沙江下游梯级电站的资产注入，即乌东德、白鹤滩、溪洛渡和向家坝，其中溪洛渡和向家坝水电站已获得国家发改委的批准，而另两家水电站正处于可行性研究和开发准备阶段。

此外，川投能源向四川省投定向增发 2.9 亿股收购二滩 48% 股权以及国投集团电力资产注入国投电力。均通过外延式扩张使潜在清洁能源资产进一步注为其后继成长积蓄力量。

2.5 国家发改委积极推进水火电同网同价改革

日前，有消息称国家发改委已经委托国家水利水电规划设计总院开展水电同网同价调查工作，正在研究如何完善水电电价机制。各省发改委已经在征求相应辖区内的水、火电企业情况，为水火电同网同价做准备。我们认为，短期内这一改革出台概率较小，因为，电网难以承受其重。但从某种侧面也反映水资源价值日益显著已经引起国家重视。



综上，我们认为许多火电企业在机组利用率下降、煤价较高和债务负担加重等方面面临更高的风险，相比之下，水电公司成本相对确定，受益于更加稳定的盈利前景。

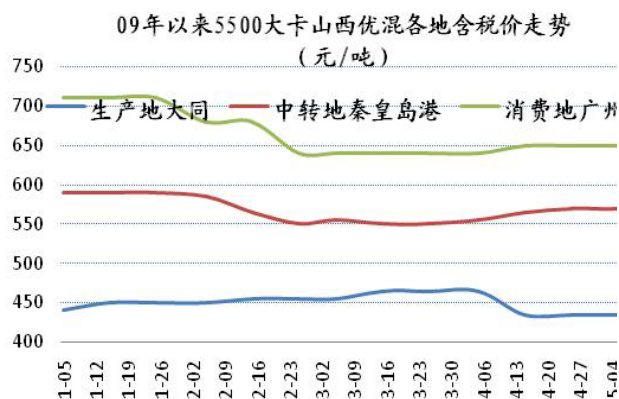
3. 动力煤市场价下跌空间有限，火电三季度逊色于水电

火电行业的三大核心要素：煤价、电价、电量，在三季度均难有理想表现：首先煤价仍有强劲支撑，预计下半年窄幅震荡，难以超预期回落。其次，虽然电量有所回暖，但火电发电量将在三季度丰水期，受到水电的挤出效应影响，预计四季度有望超越水电，实现同比、环比双重正增长，这一点在上文已经涉及，在此不加以赘述。第三，我们判断火电上网电价再度上调概率较小。

3.1 预计下半年煤价窄幅震荡，难以超预期回落

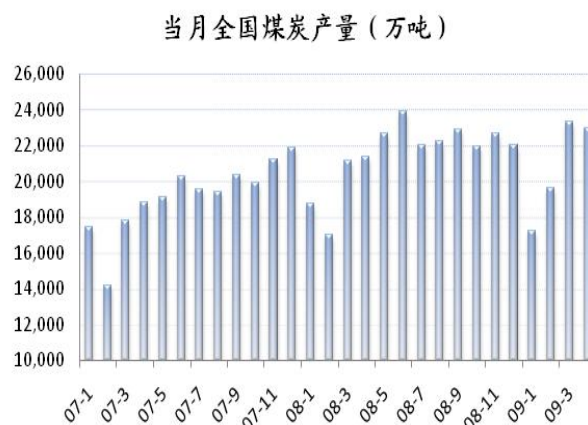
从 09 年前四个月的产量数据来看，3、4 月份当月的煤炭产量均在 2.3 亿吨左右，已经恢复到了 08 年煤炭需求高峰时的产量高位。而同期山西地方煤矿产量大幅下降，该省总产量亦下降明显，表明全国其他主产煤省逐步投产的新建产能已开始释放。但 3、4 月份的国内煤炭价格依然能保持稳定，甚至出现小幅上涨，表明动力煤市场价已承受住了煤炭供给增加的负面影响，4、5 月秦皇岛山西优混平仓价环比各上涨 10 元。

图 22、近期 5500 大卡山西优混各地含税价走势



数据来源：Wind、长城证券研究所

图 23、单月煤炭产量



数据来源：Wind、长城证券研究所

后期动力煤价格下跌的空间十分有限。主要因素 1) 山西小煤矿至今大范围停产，以及政府宣布继续大力整顿、减少煤炭发运量从而降低港口库存等方式来抑制煤价的下滑，对全国煤炭新释放的产能起到一定的抵消作用。2) 需求的回升。6 月份开始，全国部分地区，特别是南方省份将进入夏季用电高峰期，同时工业经济复苏的迹象将越来越明显，工业生产用电也将逐步恢复，以及民用电力高峰的重合，很可能导致电煤需求出现更明显的回升。3) 目前全球各国宽松的货币政策，未来几年全球经济复苏之后，出现全球性通胀的可能性很大，煤炭作为大宗商品之一，价格难以走低。

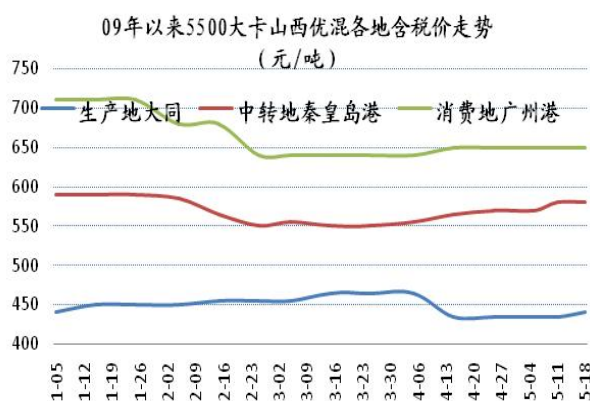
但煤价大幅上涨也面临压力。09 年下半年动力煤价格上涨的空间难以提升，下半年制约中期煤价上涨的因素主要包括：1) 三季度国际经济环境仍将难有大的提升，2) 山西由于大幅限产影响了当地 GDP 和财税收入，据统计，4 月份，山西省财政收入同



比大幅下降 24.2%，煤矿复产压力正在增大。山西地区由于限产税收大减，若下半年放松对小煤矿的管制，则必将压制煤价的上涨。3) 国际煤炭价格的间接制约。3-5 月份，澳洲纽卡斯港动力煤离岸价基本维持在 61-64 美元/吨的区间。不考虑海运费和其他费用的秦皇岛平仓价比澳洲价格高出了 170 多元/吨。4) 而秦皇岛港煤炭库存也在持续上涨，6 月 4 日，秦皇岛港库存已上涨至 520 万吨，比起 4 月 14 日的 343 万吨，50 天库存量上涨了近 50%。

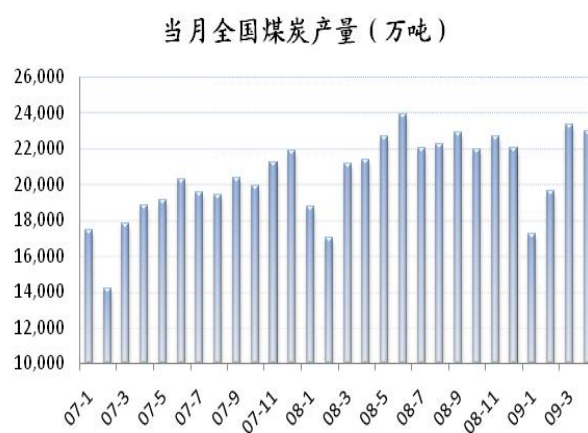
秦皇岛港高发热量动力煤价格延续了 4 月初以来的缓慢上涨，其中 5500 大卡的动力煤平仓价低位报价上涨到 580 元/吨，环比上涨 15 元/吨（或 2.7%）。我们的煤炭研究员认为，秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价在 550-590 元/吨的区间，与中枢值 570 元/吨上下波动范围在 3.5%以内。

图 24、直供电厂库存天数



数据来源：煤炭资源网、长城证券研究所

图 25、国内外动力煤港口价差依然很大



数据来源：煤炭资源网、长城证券研究所

3.2 上网电价再度上调概率较小

上网电价、销售电价上调的可能性很小。1) 08 年下半年，两次上网电价上调，累计幅度约 0.04 元/kwh，可覆盖约 100 元/吨的标煤价格上涨。在目前的上网电价、煤价水平下，火电行业扭亏实现微利。在煤炭价格平稳的情形下，上网电价上调的可能性很小。2) 销售电价存在上调的政策敞口，但实际操作的难度大。因为 08 年销售电价调整幅度小于上网电价，两大电网因此全年增加购电成本超过 400 亿元，1 季度两大电网亏损超过 90 亿元。若拟再度上调火电电价，应该先弥补上调销售电价的敞口，但目前用电客户，尤其工业用电客户本身经营已经比较困难，承受成本上涨的能力较弱。在这种情形下，提升销售电价的可能性小。

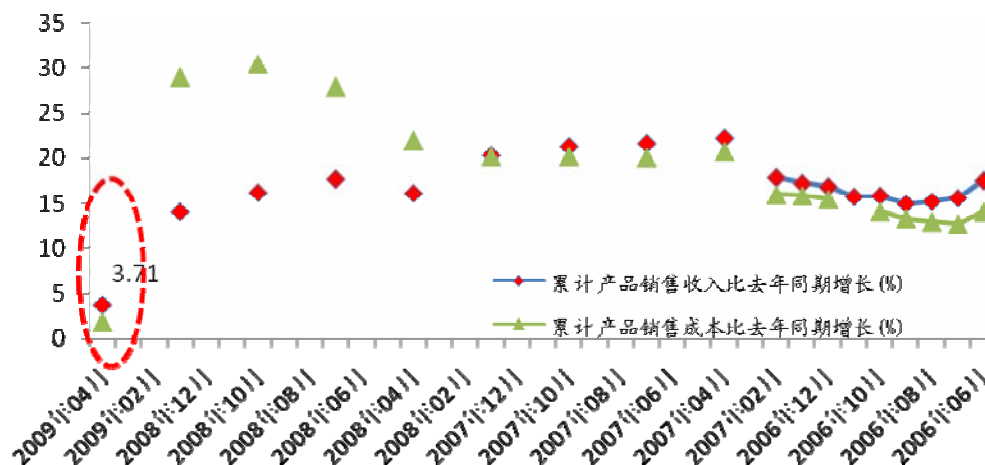
4. 行业盈利能力走出低谷，有望恢复往年七成

根据 wind 统计电力行业上市公司 09 年一季度实现营业收入 702.1 亿，同比增加 7.4%，但是与四季度相比基本持平。主要原因是 08 年中期两次电价上调约 3.17 分钱所导致的翘尾因素影响；全行业利润总额已经由去年四季度单季的亏损 32 亿，转变为



盈利 43 亿，说明电力行业的盈利能力已经走出低谷。尤其是一季度火电行业摊薄 ROE 为 0.76%，已经明显好于去年近 3 个百分点，基本恢复到 08 年同期水平。毛利率从 08 四季度的 5.7% 恢复到 09 一季度的 14.3%，略好于去年同期水平约 2 个百分点。从负债水平来看，电力行业 09 年一季度较去年同期骤增了 12.7 个百分点。

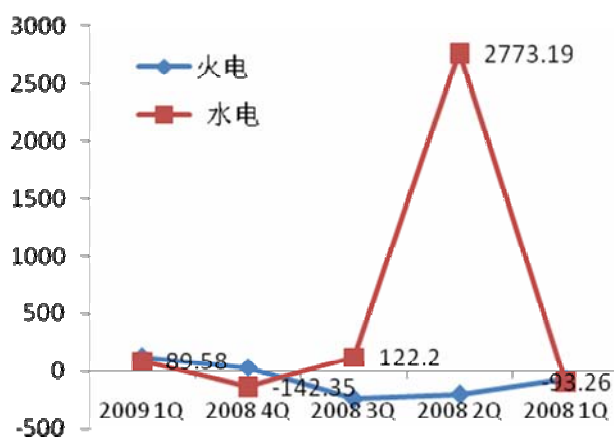
图 26、电力行业初步扭亏示意图



数据来源：长城证券研究所

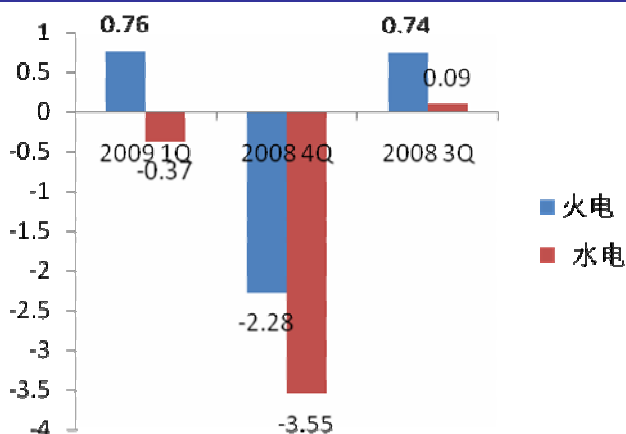
毛利回升最显著的前两位依次是宝新能源、深圳能源，主要由于两公司均处于沿海电厂煤价在 08 年涨幅最为剧烈，目前较 08 年回落也最为显著，因而毛利率分别高达 31%、21%，而华电国际、国投电力、大唐发电、华能国际等大盘电力蓝筹，由于电源节点分布较为均匀，因此毛利相对均稳定在 14-16% 左右，接近正常年份七成左右的盈利水平。

图 27、水火电单季度净利润环比增长率对比



数据来源：长城证券研究所

图 28、水火电行业单季度摊薄 ROE 对比 %



数据来源：长城证券研究所

坐二望三，我们对于火电行业的短期走势仍不容乐观，因为电价机制是制约行业正常盈利的症结，如果煤电定价机制不理顺，将一直是悬在电力行业头上的德摩克里斯之剑，如果短期煤价没有超预期回落，那么难以获得整体行业性机会。从 4、5 月份秦皇岛 5500 大卡山西优混平仓价来看，环比分别上涨每吨 10 元左右，此外，我国全社会用电量降幅虽逐步收窄，重工业、轻工业用电先后小幅反弹。高载能产业复苏的



时滞、二季度火电利用率受水电挤出效应导致火电发电量或有下滑、煤价难以大幅回落等因素的影响，因此我们对三季度火电业绩持谨慎态度。以火电行业标杆华能国际为例，我们保守预计 09 年利用小时分别同比增长-6.53%，综合煤价同比-6.46%，则公司 09 年 EPS 仅为 0.27 元。对应动态 PE 为 27.2 倍，PB 为 2.47 倍，若核心要素无重大变化，则估值暂无过多吸引力。结构上看，沿海电厂煤价相对回落、运价降低，业绩或回升显著，可适度关注。

5. 电力行业资产重组：“永恒题材”VS“螺旋式上升”？

资产重组通常被认为是资本市场上一个“永恒题材”，这最主要的是因为它能够充分体现资本市场的资产配置功能。通过重组，或弱势企业被强势企业收购，或强势企业之间实现更高层次上的“强强联合”，甚至弱势企业之间也可以通过重组，整体提高竞争力。而借助资本市场这个平台进行重组，不但效率高，而且市场化色彩也更明显，同时影响也更大。

但现在股市上出现资产重组题材热，并非偶然，看似过去 ST 板块轮动行情的简单重复，实质是市场在全方面地体现资产配置功能的螺旋式上升。由于一些优质公司也成了重组的对象，或者有望注入优质资产，所以重组题材的投资色彩也就大大增加，因此能够吸引更多的投资者参与。

随着中国资本市场的逐渐走向成熟，投资者对资产重组的理解也慢慢得到了提升，同时市场内外环境也越来越有利于资产重组的进行。国资委最近就多次明确表示，要推进央企的重组，实现优势互补条件下的“强强联合”。而现在国家在经济工作中提出的“保增长、促内需、调结构”等重要目标中，其中调结构一项就与资产重组分不开。对于现行企业来说，怎样实现产业转移与升级、怎样淘汰落后产能、发展新兴产业等，在一定程度上都是可以通过资产重组来实现的。当前并购贷款放低门槛等一些政策层面的鼓励支持，也促发并购热潮的兴起，这也就是为什么时下资产重组题材在股市中得以升温的重要原因。

当前电力行业仍处于低迷时期徘徊，而危机也正是并购的最好良机，我们将纷繁的并购归纳为三大模式或类别。以便于投资者把握机会：1) 整体上市型，如：三峡总公司水电资产注入长江电力；2) 产业链延伸型，如国电电力收购英力特；3) 乌鸡凤凰型，如曾经的 ST 仪表，脱胎换骨成今日的银星能源等。

表格 3 近期行业整合一览表

时间	上市公司	整合方	进展及概要	性质及影响
09-5-16	长江电力	三峡总公司	中国三峡总公司将三峡工程 18 台发电机组及专业化公司股权注入长江电力，资产价值约 1,075 亿元。	整体上市
09-3-3	川投能源	四川省投	定向增发 2.9 亿股收购二滩 48% 股权	资产注入
08-12-10	国投电力	国投集团	国投集团电力资产注入国投电力。	资产注入
08-12-11	鲁能泰山	华能集团	鲁能发展将其持有的泰山电缆电器 56.53% 的股权全部转让给华能山东。华能山东间接控制鲁能泰山 18.54% 的股份。	占据电源节点、扶持上市公司



2009-5-18	桂冠电力	大唐集团	大唐集团将岩滩水电站 45.5%股权注入桂冠	占据电源节点、 提高市场份额
2009-6-18	金山股份	华电集团	金山股份控股股东拟将全部股权转让给华电集团	占据电源节点、 提高市场份额
2009-1-16	京能热电	酸刺沟矿	公司目前已持有内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿 15%的股权,公司拟以约 4 亿元的价格再次收购酸刺沟矿 9%的股权。确保京能热电控股的煤矸石电厂稳定的燃料供应和低成本运行,年产 1200 万吨煤炭,资源储量 14.15 亿吨。	产业链延伸
2009-1-16	长源电力	安兴兴华	长源电力拟以总资产收购价格不超过 3.90 亿元收购河南禹州市安兴、兴华煤业公司。安兴煤矿储量 508.2 万吨,兴华煤矿储量 249.65 万吨。技改后年产量将分别达到 60 万吨。	产业链延伸
08-10-29	黔源电力	华电集团	乌江公司现金 5 亿认购黔源电力非公开发行 7462 万股,即乌江公司持有黔源电力 42.57%的股份,华电集团直接或者间接持有黔源电力 51.25%的股份。	发展水电,优化 结构
08-12-29	华电国际	河北华瑞	公司以 7.29 亿元收购河北华瑞能源集团 100%股权,权益装机增加 76.47 万千瓦。	占据电源节点、 提高市场份额
08-12-11	国电电力	英力特	国电电力出资 12.66 亿元收购英力特集团 51%的股份实际控制上市公司 21.91%股份,该权益火电容量 148.8 万千瓦。另国电集团装机、资产规模和利润总额分别是国电电力的 4.84 倍、4.36 倍和 2.15 倍。或将整体上市。	产业链延伸
09-4-8	豫能控股	河南投资集团	拟将焦作电厂 5、6#机组置换鸭河口 55%股权、天益 100%股权	占据电源节点、 扶持上市公司
09-4-11	内蒙华电	北方联合电力	包一包二电厂置换海电三期	占据电源节点、 扶持上市公司
09-2-5	通宝能源	山西国际电力	以 4.2 元要约收购 5%股权	占据电源节点、 扶持上市公司
08-12-12	华电能源	华电集团	定向增发 6 亿股,用于佳木斯热电厂 2×300MW 供热扩建工程项目建设,东北地区的电力发展主体和资本运作平台	占据电源节点、 提高市场份额

资料来源:长城证券研究所

未来并购的趋势中,并购对象将更青睐水电、煤矿资产。谁能在此轮行业谷底掌握更多的水和煤矿资产,谁就是未来赢家,至少在后继的竞争中占据优势。水至清未必无鱼,因此长线价值型投资者,可以更多的关注长电、国投、国电、桂冠、川投。而重组“浊水”是否可以趟,我们也不排除准边缘化企业基本面确实有望转暖的投资机会,例如,以汕电力、st 能山等作为被收购方,此类公司“找个好婆家”成为业绩较差企业生存下去的手段,而收购方,如华能、华电集团也可以通过兼并整合资产,调整并优化产业结构、或者为了趁机重新布局或占领优质电源节点。我们认为此处是否真正“有鱼”,需要时间检验和甄别,拭目以待。

当然,资产重组本身是充满不确定性的,对于此类投资标的,投资者最常见的问题就是信息不对称风险。因此,在寻找优质被并购标的时,我们建议投资者尽量规避风险手段主要有三方面:全面搜索和分析目标企业信息、防范被并购标的资金财务风险、法律风险、规模经济风险等。例如,如果是借壳,那么该壳资源的负债、诉讼、纠纷、担保等是否负担较轻,一般干干净净的壳资源的并购进程相对较为顺利。



6. 投资策略及重点公司推荐

水电及资产注入是我们首选的三季度投资标的。维持水电行业“谨慎推荐”的投资评级；限于 09 年需求回暖相对有限，而煤价难有超预期下跌，我们维持火电“中性”评级，预计四季度投资机会将好于三季度。沿海地区电力需求量可能会陆续出现正增长，并逐步带动或影响中部、西部地区，总体来看，09 年下半年尤其是三季度的投资机会主要在于三重投资逻辑：

6.1 投资逻辑一：外延式扩张水电资源股

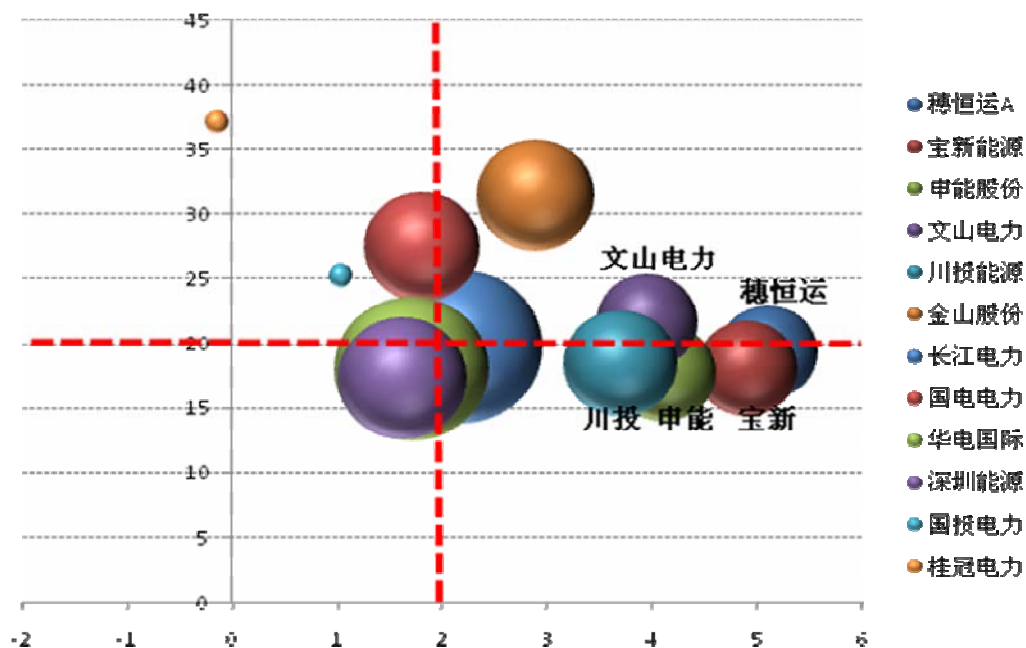
如：长江电力、国投电力、文山电力等。长江电力整体上市后，可控装机容量将达 2107.7 万千瓦，约为收购前的 2.52 倍，此外，6 台地下发电机组的建设将在 2012 年前后投产并注入到上市公司。后继的外延式扩张还包括金沙江下游梯级电站的资产注入。

而国投公司在 09 年将面临重大转折：重组完成后装机容量将面临跨越式增长。总装机、权益装机容量将分别达 1,264、610 万千瓦，较重组前分别增长 86.13%和 84.82%，到雅砻江水电全部投产，公司总装机容量将达到 4460 万千瓦，未来 6 年总装机、权益装机负荷增速分别为 42.3%、47.2%；我们最为看好的，是公司的电源结构发生了重大的转变。重组完成后，公司水电装机比例增至 41.25%，预计 2020 年，仅二滩将达到 2300 万千瓦，未来水电资产占公司全部电力资产的 71%，国投电力或将成为冉冉升起“水电新秀”。这无疑有效地缓解煤价波动影响，为公司效益的持续稳定增长提供保障。

6.2 投资逻辑二：高回报、高成长、低估值电力股

我们试图寻找相对高 ROE 下低估值的电力股，界定的标准：年化 ROE 不低于 8%，PB、PE 不高于 A 股平均水平，截止 6 月 18 日，A 股平均市净率为 3.15 倍，而对应 09 年 PE22 倍（如图），则我们取纵轴为 09 年 PE，横轴 ROE%，可以看出电力行业重点公司 ROE-PE 分布图中，靠近沿海地区电量相对较早回暖、煤价回落的东南沿海火电公司穗恒运、宝新能源、中能股份值得关注，而水电中川投、文山也存在一定得投资机会。

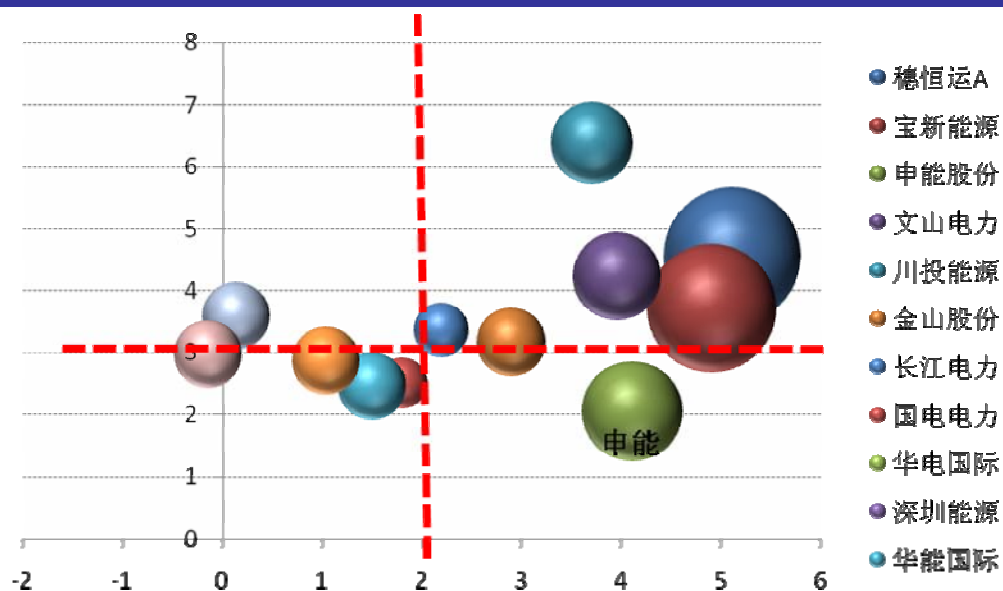
图 29、电力行业重点公司 ROE-PE 分布图（纵轴 PE, 横轴 ROE%）



数据来源：长城证券研究所

考虑到 PE 估值体系中，每股收益容易受到管理层的会计影响、期限间收益的波动性很大，尤其是在火电行业目前仍处于谷底期，部分公司收益为负值时会出现市盈率指标没有意义的情况，则我们取纵轴 PB, 横轴 ROE%，从电力行业重点公司 ROE-PB 分布图加以辅证，可以看到，右下象限满足条件者首选申能股份。

图 30、电力行业重点公司 ROE-PB 分布图（纵轴 PB, 横轴 ROE%）



数据来源：长城证券研究所

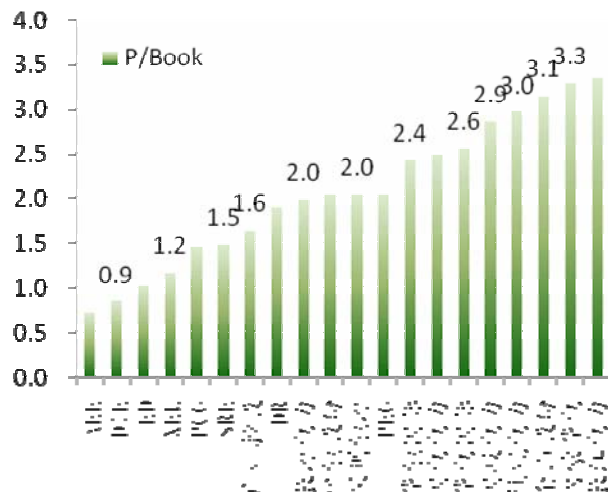
从整体来看，电力行业经历半年来的滞涨后，目前水电板块 PE 估值低于 A 股均值水平。而火电行业相对不具估值优势，辅证我们水电“谨慎”、火电“中性”的投资



评级。

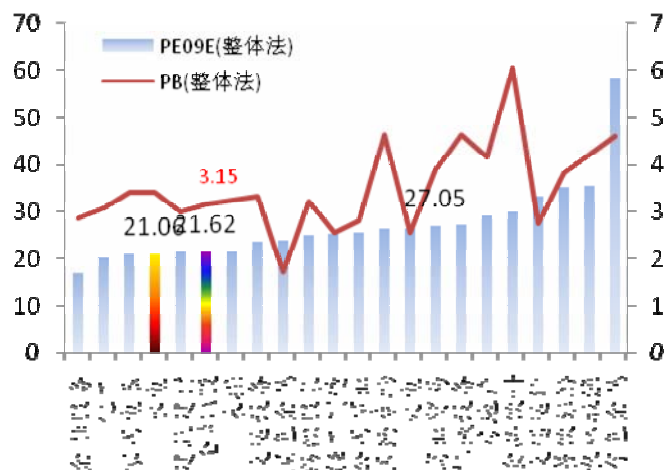
与国外电力公司相比，我国目前部分火电公司已经低于或接近其估值水平，如广控、长源、中能、深能等。

图 31、国内外主要火电公司 PB 对比图



数据来源：长城证券研究所

图 32、水电行业较各板块具备估值优势



数据来源：长城证券研究所

6.3 投资逻辑三：把握行业整合中确定性的投资机会

我们建议关注的投资机会：一类是那些估值相对偏低的大盘蓝筹股，如长江电力、国投电力；另一类则是有望通过重组，基本面反转、提高估值水平的资产重组股。如 ST 能山、汕电力、内蒙华电、长源电力、通宝能源等。后者确定性相对较差，但或有阶段性投资机会。

6.4 重点公司推荐

(1) 长江电力(600900):

三峡全部发电相关资产注入上市公司。整体上市后，长江电力可控装机容量将达 2107.7 万千瓦，约为收购前的 2.52 倍；预计全年发电量为 990 亿千瓦时，约为长江电力 2008 年发电量 442.78 亿千瓦时的 2.24 倍。此外，6 台地下发电机组的建设将在 2012 年前后投产并注入到上市公司。后继的外延式扩张还包括金沙江下游梯级电站的资产注入，即乌东德、白鹤滩、溪洛渡和向家坝，公司 09、10 年 EPS 分别为 0.60、0.78 元。公司为水电龙头公司，按 25 倍 PE 估值，合理价格为 17.25 元。公司目前 09 年 PE 20 倍左右，PB 3.4 倍，与其他水电上市公司相比，估值偏低，投资评级推荐。

(2) 川投能源(600674)

公司拟向大股东川投集团非公开发行股票购买二滩水电 48% 股权，即加入到梯级开发雅砻江的队伍，享受雅砻江的稀缺水力资源。雅砻江流域水电站具有造价低和电网建设集中的优势，目前二滩水电在建的电站平均造价为 6-8 千元/千瓦，低于行业平



均水平 8-10 千元/千瓦，同时 100 万千瓦以上水电站主要分布在雅砻江中下游，骨干电站比较集中，有利于电网建设。并且梯级开发保证公司成长性，利润结构转向水电为主：公司截止 2008 年底权益发电容量 84.1 万 KW（其中火电 10.5 万 KW），随着 09 年二滩 48%股权的置入，以及参股 10%国电大渡河瀑布沟电站逐步投产，预计公司 2009-2010 年权益容量可达 259 和 296 万 KW。到 2015 年，公司权益水电容量将达到 830 万千瓦。成为大型水电类上市公司，经营模式类比长江电力。

影响公司 09 年利润的主要有 4 点因素：贡献 08 年 70%净利润的新光硅业在 09 年面临多晶硅价格大幅下滑（判断下滑 50%），田湾河电站在 08 年底投产后于 09 年开始贡献业绩，二滩电站 48%股权预计 09 年初完成收购影响当期业绩，累计降息效应减少 09 年财务成本。由于公司盈利由不可持续的多晶硅暴利，转换为可持续的水电稳健收益，且不乏高成长，维持公司推荐评级。

（3）申能股份

公司主营传统电力、天然气以及新能源（核电和风电）发电。其中公司参股 12%的泰山核电二期扩建 2*65 万项目于 2010、11 年投产，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，公司业绩有望受益于世博会效应拉动而明显提高。公司天然气业务在 2010 年将有较广阔市场空间，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 4 业绩预测表

股票代码	股票名称	2009EPS（元）	2010EPS（元）	2009PE	2010PE	本期评级
600900	长江电力	0.60	0.78	22.50	17.24	推荐
600995	文山电力	0.40	0.54	18.48	13.75	推荐
600642	申能股份	0.48	0.58	20.70	17.10	推荐
000531	穗恒运	0.58	0.66	21.00	18.80	推荐
600674	川投能源	0.72	1.18	26.04	15.84	推荐
600886	国投电力	0.32	0.57	32.53	18.22	推荐
600011	华能国际	0.27	0.32	27.78	23.44	谨慎推荐
000862	银星能源	0.17	0.20	74.97	63.35	谨慎推荐
600795	国电电力	0.20	0.33	32.48	20.10	谨慎推荐
600396	金山股份	0.32	0.54	28.63	17.04	谨慎推荐
600236	桂冠电力	0.20	0.29	39.65	27.49	谨慎推荐
600027	华电国际	0.27	0.35	17.74	13.69	谨慎推荐
000690	宝新能源	0.41	0.51	21.07	16.96	谨慎推荐
000720	ST 能山	(0.29)	——	(17.62)	——	谨慎推荐

资料来源：长城证券研究所

研究员介绍及个人承诺:

张霖: 金融学硕士,任电力及新能源行业研究员。四年金融及资本市场工作经验;国家一级核心期刊发表专业论文 13 篇,参与省、国家课题三项、华能国际 100 亿公司债、深能源并购水电等多项投行项目。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,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,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的证明或依据,不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
本报告版权归长城证券有限责任公司所有,未经授权不得进行任何形式的发布、复制,如引用、刊发,须注明出处为“长城证券金融研究所”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息,虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		