



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 7 月 24 日

电力行业

研究部

陈俊华

分析员

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

联系人

lijie@cicc.com.cn

关注“区域优势”+“事件驱动”

行业近况：

自 7 月以来，A 股电力股指数改变了持续跑输市场的状况，表现与市场基本同步：略跑赢市场 0.78 个百分点

评论：

电力股具备补涨需求。如我们中期策略报告所述：自年初以来，A 股、H 股市场电力股均严重跑输大盘，电力股平均估值低于市场平均；尽管近两周电力股有所表现，但仍落后于大盘。在市场整体估值水平提升的情形下，电力股具备补涨需求。

电力行业二、三季度业绩将持续环比上升。主要源自：点火价差稳定，电量增速超预期。(1) 华北、华东部分省份点火价差已经好于去年同期水平。值得一提的是，我们预计火电发电商的实际业绩恢复将好于我们观测到的数据。因为，观测数据全部以市场煤为基准，且没有考虑煤炭热值的改善。若考虑发电商仍有部分合同煤，及热值因素，其实际点火价差、业绩将好于观测值。(2) 09 年 3 季度，电量将止跌回升。一方面，08 年 3 季度电量低基数因素不可忽视；另一方面，前期旺盛的固定资产投资增速为工业品需求量提升奠定基础，从而为 09 年下半年电力消费量增加奠定潜力。若下半年工业用电需求持续强劲，我们预计全年电量增速有望提升至 4% 以上。根据上市公司机组分布，我们看好华电国际 (600027.CH, 1071.HK)、华能国际 (600011.CH, 902.HK) 及华东地区地方性发电商中能股份 (600642.CH)、上海电力 (600021.CH) 的利润反弹。

电力股继续跑赢市场，依赖事件性驱动因素。我们认为可能的事件性因素包括 2 方面：(1) 三季度业绩环比增速超预期；主要源自电量加速回升。分地区看，我们看好山东及华东地区火电机组的利用小时；广东地区电力需求较快，但水电占比较高，来水波动对火电机组的利用小时产生一定影响。(2) 资产注入、定向增发事项出现新进展，带给市场更多业绩增长预期。今年上半年，多家发电商公布了收购集团资产及定向增发融资事项，大部分有望在年内完成，公司运营规模及盈利能力将随之发生显著变化。这类事件的驱动，有望对电力板块带来交易性的机会。对于电价调整，我们仍持谨慎态度，认为年内上网电价上调的可能性低。

估值与建议：

目前电力股对应 09 年平均市净率分别为：A 股 2.4x，H 股 1.6x，估值与历史平均水平相当。

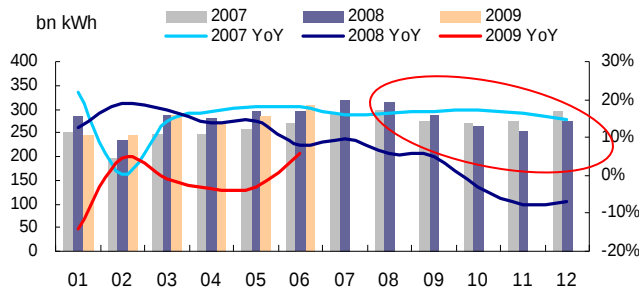
A 股：审慎推荐拥有规模增长优势的国电电力 (600795.CH)；审慎推荐业绩恢复稳定，拥有相对估值优势的华电国际 (600027.CH) 和 中能股份 (600642.CH)。建议关注华能国际 (600011.CH)：行业龙头，二、三季度业绩有望超预期。

H 股：推荐华电国际 (1071.HK)，估值便宜，下半年业绩有望超预期。审慎推荐华能国际 (902.HK)，公司所辖机组主要分布在华东地区，获益于煤价稳定及运费下降，公司点火价差平稳回升，预计二、三季度业绩有望超预期。

风险提示：

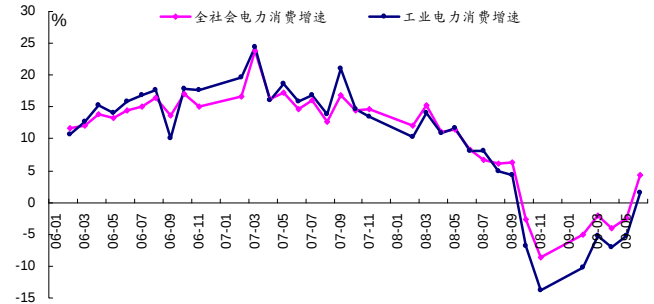
月度电量恢复出现反复，全年电量增速低于预期。

图表 1：月度发电量同比增速



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 2：08 年 3 季度电力消费增速止步至今



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 3：各个行业电力消费增速对比

电力消费——工业	消费结构 (%)	月度电力消费同比增速 (%)					
		Jun-08	Jun-09	May-09	Apr-09	Mar-09	Feb-09
电力、燃气及水的生产和供应业	14.3	(5)	11	8	(18)	(1)	(9)
黑色金属冶炼及压延加工业	11.0	9	2	(7)	(13)	(13)	(8)
化学原料及化学制品制造业	7.8	20	(15)	(19)	(0)	(10)	(16)
有色金属冶炼及压延加工业	6.7	19	(6)	(7)	(20)	(17)	(17)
非金属矿物制品业	5.9	8	6	1	4	2	(4)
交通运输、电气、电子设备制造业	3.7	14	8	(10)	9	(6)	(10)
纺织业(轻)	3	1.5	(2.3)	(0.0)	(0.9)	1.4	(11.2)
金属制品业	2.2	17	(1)	(17)	2	(4)	(13)
通用及专用设备制造业	2.1	15	(1)	(7)	(1)	(2)	(12)
橡胶和塑料制品业	2.1	2	4	(13)	8	(4)	(13)
煤炭开采和洗选业	2.0	10	7	(2)	3	7	(3)
食品、饮料和烟草制造业(轻)	1.9	7	2	(2)	(5)	2	(0)
造纸及纸制品业(轻)	1.4	7	2	(9)	(4)	(2)	(13)
石油加工、炼焦及核燃料加工业	1.1	14	(1)	(9)	4	1	(5)
石油及天然气开采业	1.0	7	3	3	3	11	0
工艺品及其他制造业(轻)	0.9	(2)	29	(9)	7	(4)	(9)
服装鞋帽、皮革羽绒及其制品业(轻)	0.8	4	4	(13)	4	(3)	(8)
黑色金属矿采选业	0.8	14	(20)	(24)	(28)	(22)	(23)
化学纤维制造业(轻)	0.8	5	(0)	(1)	(8)	(2)	(12)
木材加工及制品和家具制造业	0.7	9	14	(8)	3	(0)	(10)
有色金属矿采选业	0.6	9	(7)	(8)	(22)	(11)	(16)
医药制造业(轻)	0.5	12.0	(1.7)	(0.9)	0.5	(2.7)	(12.4)
非金属矿采选业	0.4	6	1	(2)	(2)	6	(11)
印刷业及记录媒介的复制(轻)	0.2	7	16	1	(3)	13	(3)
其他采矿业	0.1	(36)	117	(35)	14	(26)	18
文体用品制造业(轻)	0.1	2	(1)	(16)	7	1	(8)
废气资源和废旧材料回收加工业	0.1	44	(14)	(4)	(21)	12	(7)
全社会用电量	100.0	8	4	(2)	(4)	(2)	(5)
A 各行业用电量	87.2	8	3	(4)	(5)	(4)	(8)
第一产业	2.6	4	3	9	2	6	6
第二产业	73.6	8	1	(5)	(7)	(5)	(10)
第三产业	10.9	10	18	6	12	9	8
B 城乡居民生活用电	12.8	10	15	9	2	9	12

资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 4：各地区点火价差比较

	(元/兆瓦时)	2008												2009					
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
东北	辽宁	164	179	179	174	143	132	126	143	143	150	168	168	168	161	179	183	183	183
	吉林	151	159	159	154	128	118	78	91	100	108	128	128	128	120	130	138	138	138
	黑龙江	145	145	145	143	124	116	46	59	80	89	110	110	110	102	102	114	114	114
华北	内蒙	125	135	116	134	109	95	39	47	47	54	78	106	102	102	102	110	110	110
	山西	88	85	81	79	50	(4)	(1)	16	25	34	71	74	59	39	39	76	76	73
	北京	144	136	140	127	111	83	63	80	86	92	129	129	129	143	143	143	143	143
	天津	122	122	151	69	50	18	18	(51)	2	2	55	108	105	108	120	128	125	115
	河北	106	76	85	71	71	58	(6)	31	53	53	104	123	122	122	122	131	131	127
	山东	78	78	66	60	26	(14)	(26)	(5)	(5)	(5)	39	39	32	49	49	100	100	100
华东	上海	129	124	117	118	88	12	44	21	35	59	126	176	169	180	176	171	171	173
	江苏	140	130	120	101	68	23	(1)	(77)	(77)	(12)	37	53	53	27	27	27	27	30
	浙江	157	154	147	155	147	115	71	93	93	99	131	163	163	179	179	179	179	179
	安徽	111	111	93	91	75	43	(2)	11	11	19	47	47	47	67	67	106	106	114
	福建	121	118	111	120	118	80	38	55	55	61	93	125	125	141	141	141	141	141
华中	江西	107	102	90	71	43	(2)	(17)	(121)	(110)	(27)	7	18	18	35	35	45	45	52
	河南	141	143	93	105	86	71	88	37	37	37	63	75	63	117	117	117	129	129
	湖北	161	161	164	134	112	108	106	123	68	141	150	161	150	139	139	139	139	139
	湖南	177	177	181	151	129	125	119	112	81	154	163	174	163	152	152	152	152	152
	重庆	97	97	97	91	77	50	45	58	58	67	67	90	90	90	90	104	104	104
	四川	90	90	90	82	67	37	24	37	37	47	47	73	73	73	73	88	88	88
西北	陕西	122	122	120	120	90	61	21	34	50	87	87	87	83	87	87	87	87	95
	甘肃	118	113	118	114	92	74	49	61	43	43	57	65	61	61	61	61	61	61
	青海	113	108	113	110	86	66	41	49	29	29	44	53	49	49	49	49	49	49
	宁夏	131	131	96	87	69	14	(12)	(3)	(85)	17	30	30	30	26	26	26	26	26
	新疆	134	134	130	132	120	120	112	112	112	112	128	132	132	152	152	152	150	150
南方	广东	168	138	142	137	114	84	73	95	95	98	91	131	131	149	156	156	156	156
	广西	64	49	49	35	14	(10)	13	(56)	(41)	28	28	37	28	28	28	43	43	43
	海南	126	98	102	85	62	32	21	42	42	46	39	78	78	95	102	102	102	102
	贵州	100	100	102	80	69	22	2	15	15	22	44	73	65	65	65	76	76	76
	云南	85	83	72	61	32	(0)	12	(53)	(53)	6	11	33	33	11	11	48	48	48

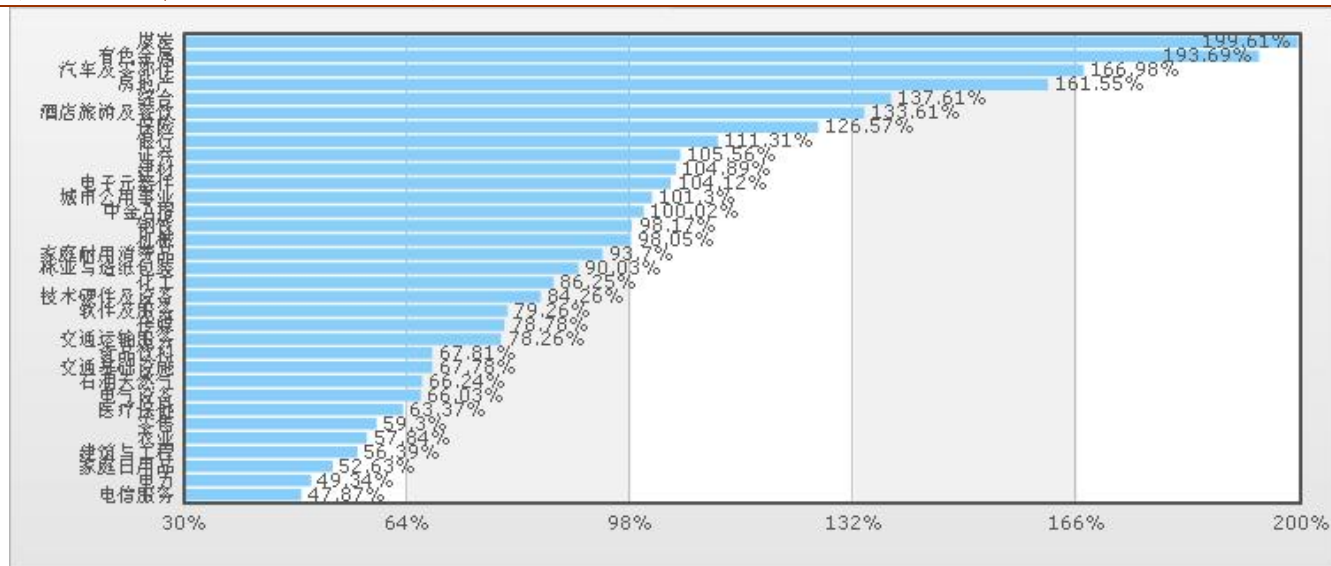
* 点火价差按照市场煤计算

* 08年7月份：点火价差考虑第一次电价上调

* 08年8月份及以后：点火价差考虑第二次电价上调

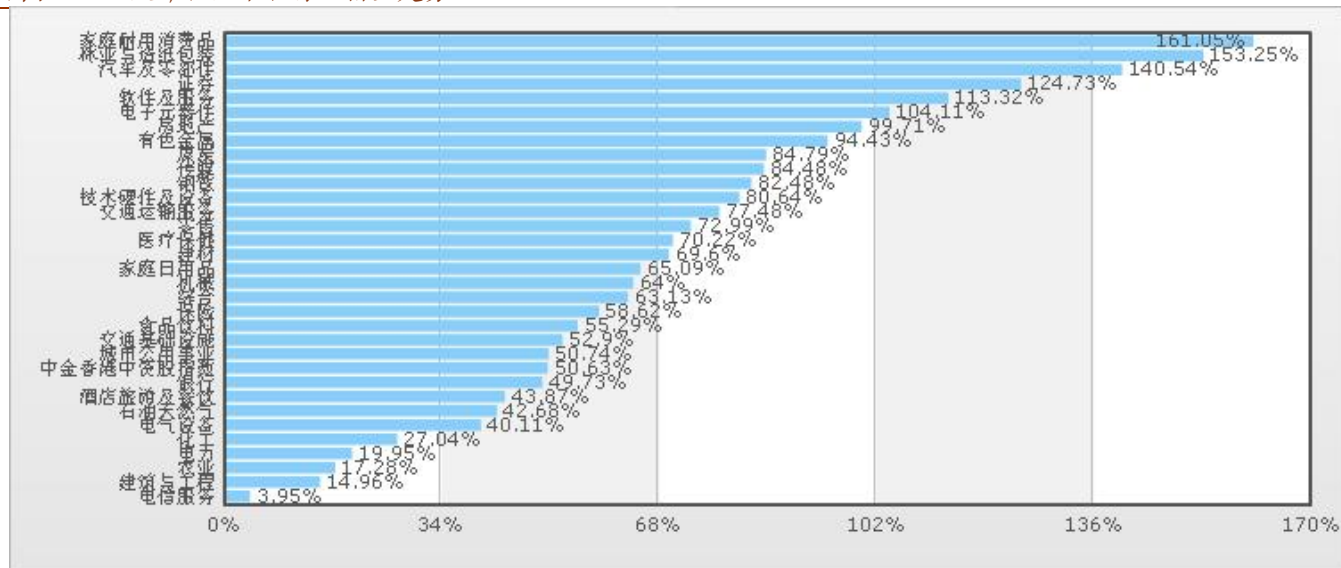
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 5：A 股年初至今各行业指数走势



资料来源：中金公司研究部

图表 6：H 股年初至今各行业指数走势



资料来源：中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值

	Price 2009-7-23	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)							
国电电力	7.62	审慎推荐	5,448	4,133	42	0.03	0.26	0.33	232.1	29.1	23.2	2.9	2.7	2.5
华电国际	5.80	审慎推荐	6,021	1,442	30	(0.42)	0.23	0.29	(13.7)	25.0	20.3	3.2	2.8	2.5
申能股份	11.76	审慎推荐	2,890	2,890	34	0.21	0.59	0.60	57.3	19.9	19.5	2.6	2.4	2.2
华能国际	8.39	审慎推荐	12,055	2,878	91	(0.31)	0.32	0.36	(27.3)	26.2	23.5	2.8	2.6	2.5
长江电力	15.49	审慎推荐	9,412	4,909	146	0.42	0.59	0.72	37.1	26.1	21.6	3.4	2.7	2.5
国投电力	12.15	审慎推荐	1,055	1,055	13	0.16	0.16	0.28	74.1	75.8	43.2	3.1	2.0	2.0
建投能源	7.17	审慎推荐	914	547	7	0.05	0.25	0.33	141.6	28.7	21.9	2.3	2.2	2.1
深圳能源	14.00	中性	2,202	599	31	0.47	0.70	0.61	29.8	20.1	23.0	2.7	2.4	2.3
上海电力*	5.70	中性	2,140	2,140	12	(0.70)	0.07	0.28	(8.1)	87.7	20.7	2.3	1.4	1.2
广州控股	7.27	中性	2,059	2,059	15	0.16	0.34	0.40	45.8	21.3	18.2	1.7	1.6	1.6
大唐发电	8.89	中性	11,780	4,413	89	0.07	0.22	0.26	127.3	39.9	34.4	4.0	3.8	3.5
内蒙华电*	6.24	中性	1,981	573	12	(0.40)	(0.01)	0.15	(15.6)	n.a	41.6	3.9	n.a	n.a
平均值									n.a	36.3	26.3	2.9	2.4	2.3
中间值									n.a	27.5	23.0	2.8	2.4	2.3
H/B 股电力公司	(HK\$)				(HK\$ bn)		(HK\$)							
华电国际	2.59	推荐	6,021	1,431	34	(0.48)	0.26	0.31	(5.4)	9.8	8.2	1.2	1.1	1.0
华能电力	5.92	审慎推荐	12,055	3,055	104	(0.35)	0.36	0.39	(17.0)	16.3	15.0	1.7	1.6	1.6
华润电力	17.90	中性	4,290	4,290	84	0.41	0.70	0.90	43.4	25.7	19.8	2.8	2.3	2.2
大唐发电	4.81	中性	11,780	3,279	101	0.08	0.25	0.28	60.6	19.0	16.9	1.9	1.8	1.7
中国电力*	2.53		3,606	3,606	9	(0.22)	0.23	0.28	(11.7)	11.2	9.4	1.0	0.9	0.8
中电控股*	52.40		2,406	2,408	126	4.33	3.45	3.68	12.1	15.2	14.3	2.0	1.9	1.8
香港电灯*	42.35		2,134	2,134	90	3.76	2.96	3.07	11.3	14.3	13.8	1.9	1.8	1.7
平均值									n.a	15.9	14.0	1.7	1.6	1.5
中间值									n.a	15.6	14.3	1.8	1.7	1.7

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。