

电力行业

电力行业四季度策略

增 持

——关注三季度业绩、关注电价理顺

2009 年 10 月 09 日

行业研究

相关研究:

《电力行业二季度投资策略——燃料成本基本回到 08 年初水平 一季度盈利可期》2009-3-3

《电力行业中期策略——水电盈利存在趋动性因素，火电关注边际利润空间》2009-6-30

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

投资要点

●**关注三季度业绩:** 回顾三季度, 受宏观经济复苏及天气影响, 发电量环比逐月回升, 火电发电小时单月走出了负增长; 更难得的是受煤炭供给较为宽松影响, 在用电高峰期煤价较为稳定, 行业业绩环比将出现较大幅度好转已经没有什么大疑问。我们统计了主要省份 1-3 季度单月火电平均发电小时及环比提升幅度, 我们认为广东地区火电企业 3 季度业绩有望超越预期, 建议关注深圳能源(000027)、粤电力(000539)等。

●**关注理顺电价带来的投资机会:** 第四季度最有可能对电力行业产生重大影响的是电价调整将使得整个板块获得较为可观的超额受益。我们认为区域电网公司、点价价差较低西部、中部等地区的火电公司以及在建项目较多的水电公司有可能在电价调整中受益。

●**关注中西部地区火电电厂较多的企业:** 我们统计了各个省份的电价水平以及煤价情况, 粗略测算各个区域的点价价差情况, 我们发现点价价差水平较低的地区有山西、陕西、甘肃、宁夏、青海、云南、贵州、等地区, 预计该类地区上调电价的可能性及幅度可能较大。我们也统计了主要火电公司的电厂区域分布, 结合区域点价价差统计, 我们认为国电电力、大唐发电、国投电力、漳泽电力等可能较大受益于未来上网电价调整的公司, 结合估值考虑, 建议重点关注国电电力(600795)、国投电力(600886)、漳泽电力(000766)。

●**关注对电价上调较为敏感的区域电网企业:** 我们认为自发比例较高或者外购电来自于当地小水电或者两者结合的企业将较大幅度受益于销售电价的上调。我们统计了主要区域电网企业的自发比例以及外购电的主要来源, 建议关注自发电量比例较大的企业明星电力(600101); 自发电量比例虽然不大, 但外购主要来自当地小水电的文山电力(600995); 储备小水电规模较大未来自发比例大幅提升的西昌电力(600505)。

●**投资建议:** 目前看三季度行业业绩环比二季度继续回升, 行业业绩环比回升幅度可能好于 A 股平均水平, 结合三季度业绩行业相对 A 股的市盈率估值优势进一步体现, 我们认为 4 季度行业跑赢大盘是大概率事件, 仍给与行业“增持”的投资评级。如若电价调整能够在近期实施, 行业的整体盈利能力进一步提升, 估值优势将更加明显, 板块可能带来超额收益。

●**投资风险:** 宏观经济回暖带动电量回暖低于预期; 沿海地区电价下调风险以及海运费波动风险。

引 言

回顾三季度，受宏观经济复苏及天气影响，发电量环比逐月回升，火电发电小时单月走出了负增长；更难得的是受煤炭供给较为宽松影响，在用电高峰期煤价较为稳定，行业业绩环比将出现较大幅度好转已经没有什么大疑问。三季度业绩即将进入公布高峰期，业绩超越预期的公司也将可能成为市场关注的热点，我们的投资主线之一即是关注三季度业绩超越预期的公司。

展望第四季度，发电量的绝对值受季节因素影响很难明显超越第三季度；煤炭价格受冬储煤和安全因素影响预计仍将维持较为平稳的状态，行业业绩维持平稳态势，很难有超越预期的因素，即使如此纵观全年行业业绩较大盘具备一定估值优势，我们仍给与整个板块“增持”的投资评级。

此外我们认为，第四季度最有可能对电力行业产生重大影响的是电价调整将使得整个板块获得较为可观的超额受益。需要强调的是我们并不认为四季度电价一定会进行调整，但四季度调整的预期会越来越强烈，相关政策可能酝酿成熟。

我们认为区域电网公司、点价价差较低西部、中部等地区的火电公司有可能在电价调整中受益。下文我们将分别分析该两类公司在电价调整中的投资机会。

我们建议 1、关注中西部电厂较多可能相对上调电价幅度较大且具备估值优势的火电公司国电电力（600795）、国投电力（600886）、漳泽电力（000766）等；2、建议关注自发电量比例较大的企业明星电力（600101）；自发电量比例虽然不大，但外购主要来自当地小水电的文山电力（600995）；储备小水电规模较大未来自发自发比例大幅提升的西昌电力（600505）。3、三季度业绩可能超越预期的深圳能源（000027）、粤电力（000539）。需要强调的是该地区未来可能存在电价下调风险及海运费波动风险。

最后需要强调的是东部沿海地区（广东、上海）等地区的企业由于点价价差较为合理，目前的盈利能力较其它地区好很多，预计在未来的电价调整中很难再次调高，甚至存在下调电价的风险（我们认为可能性较小），但目前很多优质公司其股价对应的估值水平具备较大的优势，虽然不存在电价上调带来的趋势性机会，但由于该类地区投产机组相对较少且点价价差相对较高，其对用电需求回暖的敏感性较高，在目前估值较低的情况下其也是良好的投资标底，建议关注具备估值优势的申能股份（600642）、上海电力（600021）、穗恒运 A（000531）、宝新能源（000690）等。

一、行业三季度经营数据回顾

用电需求回暖明显，火电发电小时增速转正

- **用电需求明显回暖：**1-8 月，全国用电量累计为 23409.24 亿千瓦时，同比增长 0.36%，年内首次由负转正，较 1-7 月累计用电增速提高 1.25 个百分点。8 月，全国用电量 3462.23 亿千瓦时，同比增长 8.22%，环比增长 1.23%，保持 6 月份以来正增长态势。
- **火电发电小时增速转正：**受用电需求逐步回暖的影响，火电发电小时的增速在 8 月份转正。1-8 月，火电累计利用小时为 3107 小时，同比下降 9%。发电小时 8 月份单月同比转正，单月同比增长 6.3%，环比增长 3.0%，实现近几年的首次转正。
- **三季度发电小时较二季度环比提升在 15%左右：**我们测算了 2 季度火电的平均单月发电小时为 379 小时，7-8 月份平均发电小时为 435 小时，假设 9 月份发电小时和 7-8 月份平均水平相同，则三季度火电发电小时环比提升约 15%。

图 1：全社会及各产业用电需求累计增速

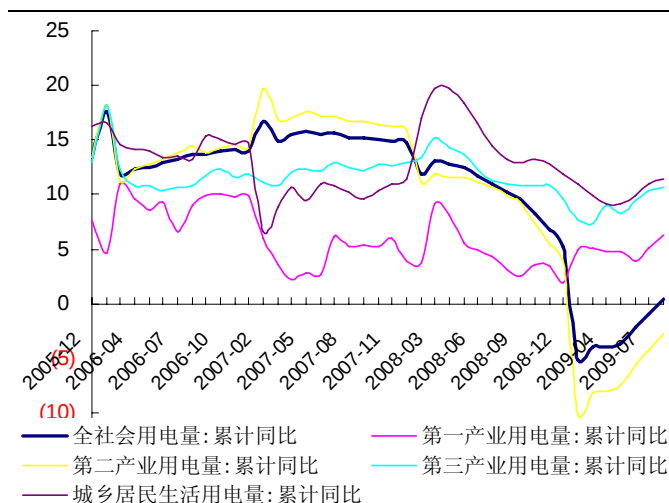
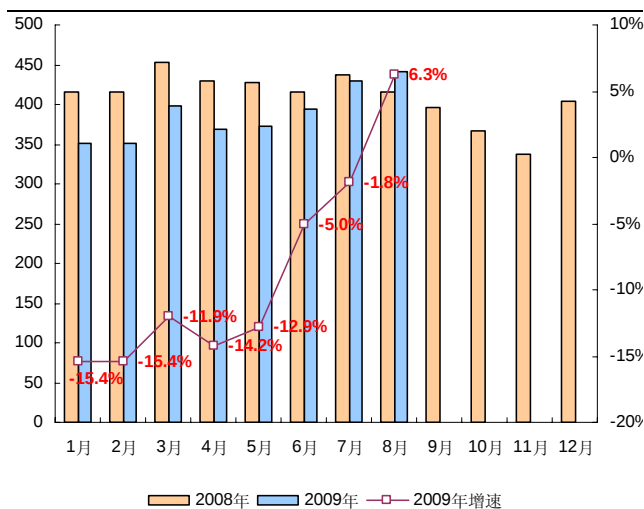


图 2：火电发电小时单月情况及增速



资料来源：中电联

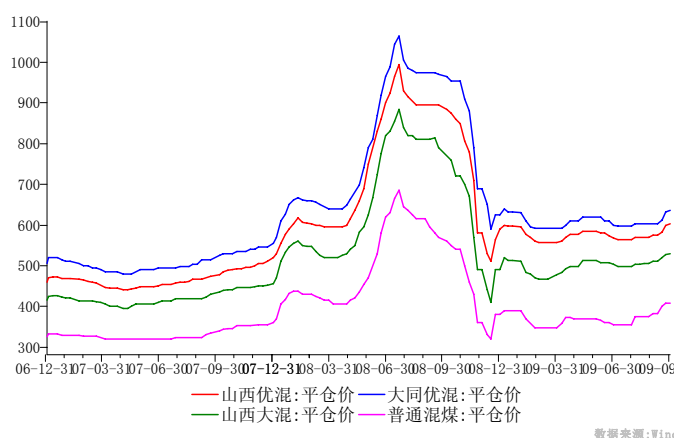
煤炭价格小幅上扬，国庆可能是影响因素之一，上扬势头难以持续

- **市场煤炭价格小幅上扬：**总体看，进入 9 月份各类动力煤价格均出现了小幅上扬，但我们发现山西地区坑口煤价格波动幅度并不大，港口价格波动主要源于港口供需和中间环节成本所影响。
- ✓ **9 月秦皇岛动力煤价格小幅上扬。**秦皇岛市场煤价格进入 9 月份以来连续三周小幅上涨，以山西优混为例合计约上涨 35 元/吨左右，上涨约 6% 左右。而 9 月份秦皇岛库存水平也逐步下降到了一个较低的水平，秦皇岛港口价格上扬预计和较低的库存

带来的供需紧张有密切关系。

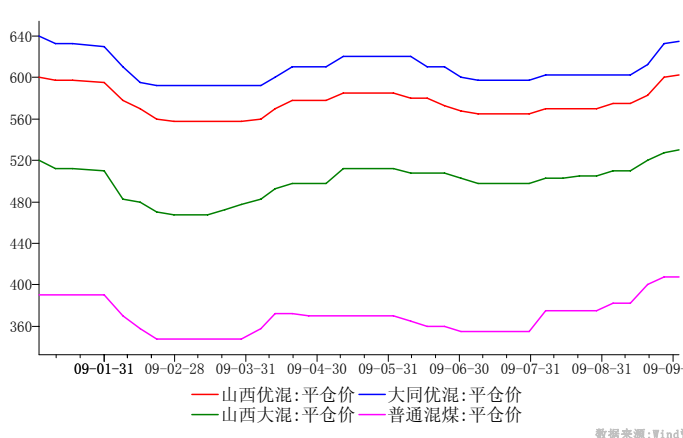
- ✓ **坑口煤价格波动小于港口煤：**山西地区坑口煤价格涨幅并没有市场煤的幅度大，代表性的大同坑口煤价格 9 月份仅上涨 15 元/吨，上涨约 3%左右，且近几周基本平稳。
- ✓ **沿海到港口价格上涨幅度较大：**华东沿海地区动力煤接受价格近期出现了较大幅度的上涨，9 月合计上涨约 60 元/吨，上涨约 10%，主要原因除了由于坑口价格小幅上涨外，海运费上涨也是主要原因，海运指数 7 月份开始出现了逐步小幅上涨，以秦皇岛—广州为例从最低点已经上涨了约 40%左右。但从长周期看沿海地区还用费仍处于较低水平，见图 7。
- **国庆安全因素可能是近期煤价小幅上涨的主要原因：**秦皇岛煤炭价格在进入 9 月份出现了小幅上涨，而且港口库存也逐步下降到了较低水平，除了季节性因素外，我们认为国庆安全因素也是其中的最主要因素之一。从数据看 7-8 月份是单日耗煤相对的高峰期，而 9 月份天气相对转凉单日耗煤下降，煤炭价格在 7-8 月份保持相对平稳，而进入 9 月份反而上涨，我们认为国庆因素是较为主要原因。
- **4 季度煤炭价格有望较为平稳：**国庆之后，对煤矿安全的整治有可能会正常化，煤炭供应有望进一步宽松，尤其是山西地区小煤矿复产可能较之前加快速度，这将均对煤价平抑具有一定的作用，我们认为四季度动力煤价格将保持平稳，不会在延续目前的上涨势头。
- **对合同煤价格及兑现比例的影响极为有限：**9 月份市场煤小幅上扬，在煤炭总体供需环境较好的情况下，我们认为对合同煤价格及兑现比例的影响极为有限，近期市场煤的小幅上扬对整个行业的燃料成本影响并不是很大。但如果 4 季度市场煤价格继续小幅逐步上扬的话，可能会影响下一年合同煤谈判。

图 3：秦皇岛煤价近三年走势



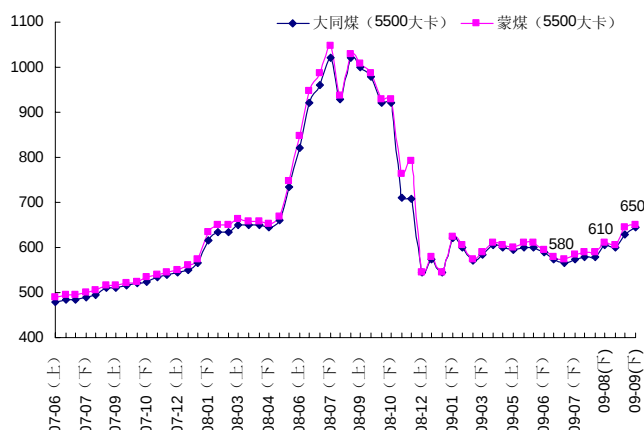
资料来源：Wind

图 4：秦皇岛煤价 2009 年走势（整体较为平稳，近期出现上扬）



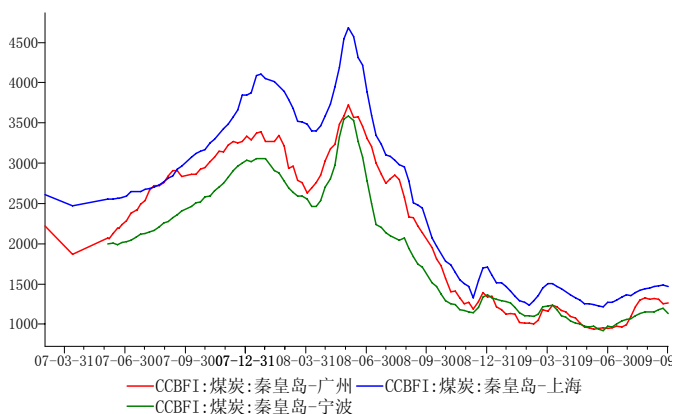
资料来源：Wind

图 5：华东地区到厂接受价格走势



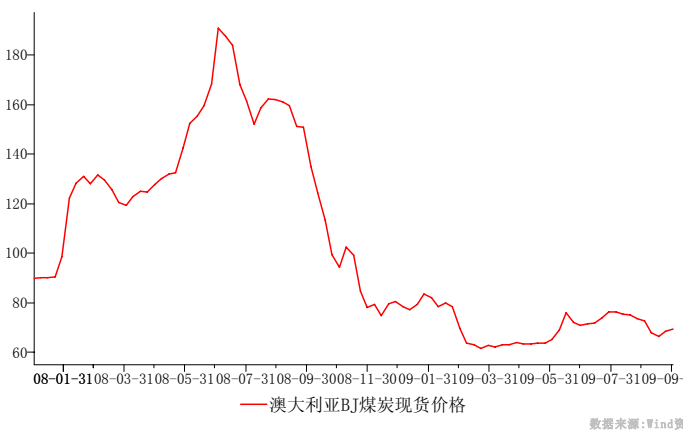
资料来源：Wind

图 7：秦皇岛到各地海运价格指数（近两年）



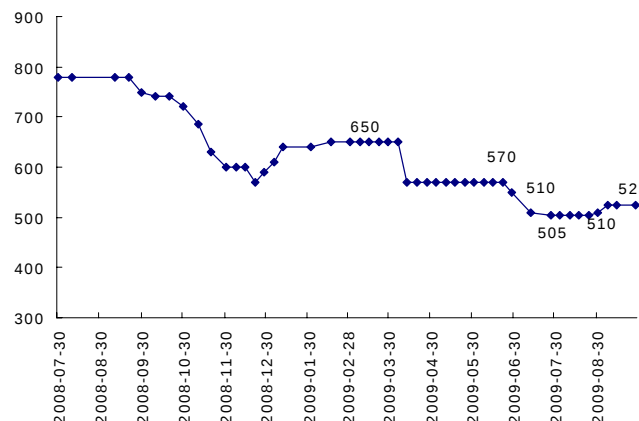
资料来源：Wind

图 9：澳大利亚 BJ 煤炭价格走势



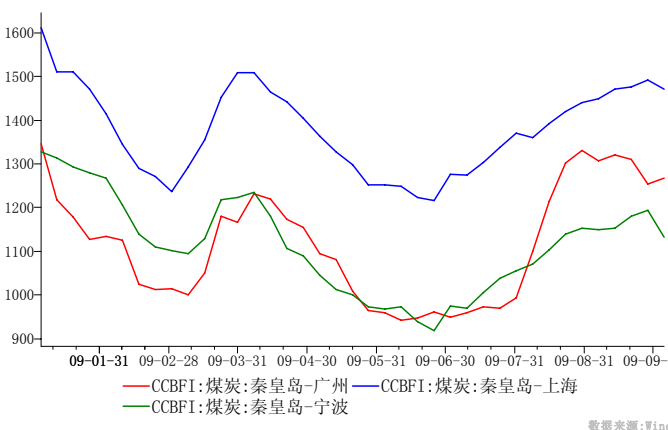
资料来源：Wind

图 6：大同地区坑口煤价格走势



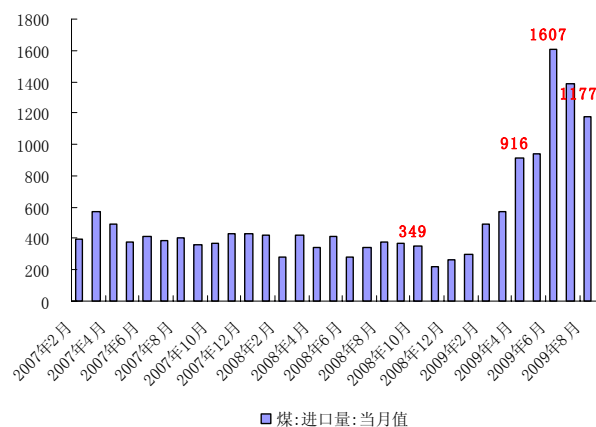
资料来源：Wind

图 8：秦皇岛到各地海运价格指数（09 年以来）



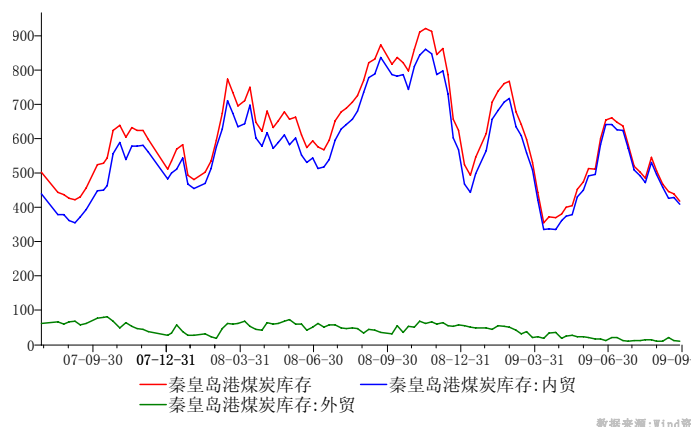
资料来源：Wind

图 10：煤炭出口情况



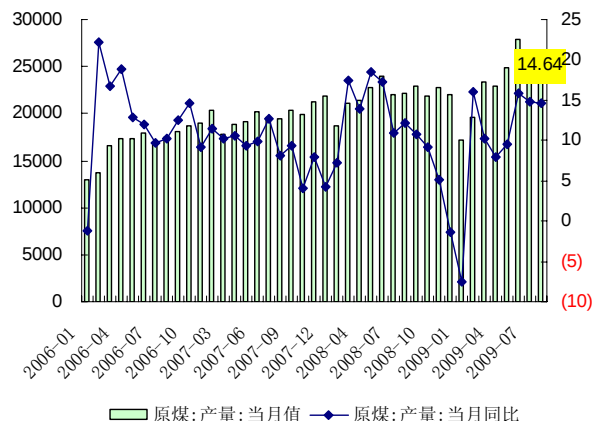
资料来源：Wind

图 11: 秦皇岛库存情况



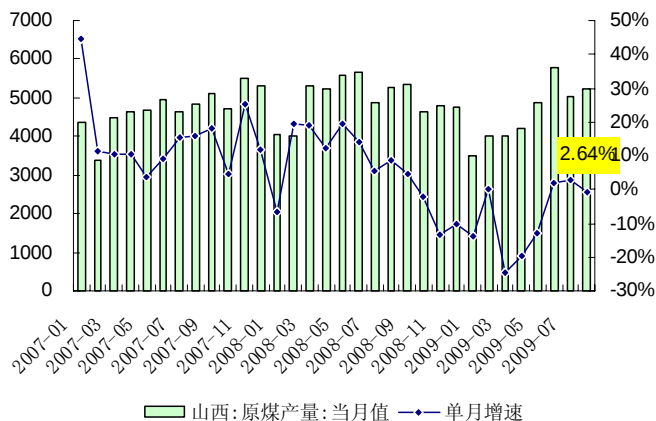
资料来源: Wind

图 12: 全国单月原煤产量及增速维持高位



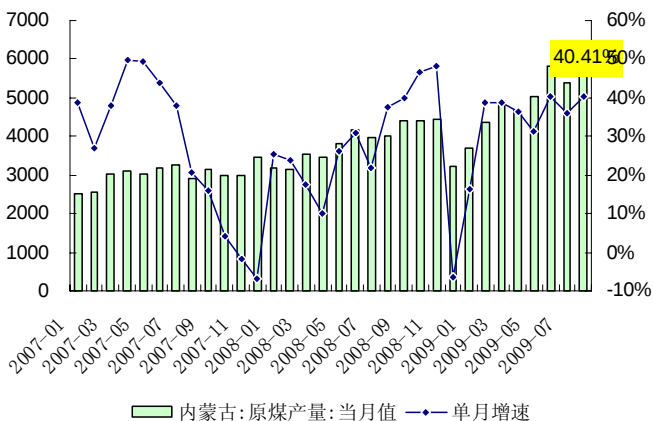
资料来源: Wind

图 13: 山西地区原煤产量稳步增长



资料来源: Wind

图 14: 内蒙地区原煤产量增速 09 年一直维持高位



资料来源: Wind

四季度运行判断

展望第四季度，发电量的绝对值受季节因素影响很难明显超越第三季度；预计煤炭价格受冬储煤和安全因素影响将维持平稳，行业业绩维持平稳态势，很难有超越预期的因素。

我们认为第四季度最有可能对电力行业产生重大影响的是预期逐渐明朗化电价调整的方案，这将可能使得整个板块获得较为可观的超额受益。

此外，三季度业绩即将进入公布高峰期，三季度业绩超越预期的公司也将可能成为市场关注的热点。

我们的投资主线也是围绕以上几个方面。

二、投资主线一 —— 聚焦三季度业绩

- **发电小时决定三季度业绩：**虽然市场煤价有小幅波动，但今年整体煤价还是较为平稳，影响火电业绩回升的主要是发电小时，为了展望三季度业绩情况，我们统计了主要省份 1-3 季度单月火电平均发电小时及环比提升幅度，由于 9 月份数据尚未公布，三季度近似为 7-8 月份平均，详见表 1。全国平均火电发电小时三季度较二季度环比提升幅度为 15.04%。环比提升幅度超过全国平均水平的有北京、安徽、广东、上海、宁夏、浙江、河南、内蒙古、甘肃等地区。
- **广东地区值得关注：**广东地区 3 季度单月发电小时较 2 季度环比提升 32.51%，主要受当地炎热气候、经济回暖以及投产装机容量较少影响，而该地区火电类上市公司也较多，预计其三季度业绩环比二季度又有较好表现，目前按半年度业绩测算 PE 水平并不算很高，三季度业绩公布会其估值水平将进一步下降。近期广东地区投产机组较少，随着经济的回暖，未来该地区的发电小时（剔除季节因素）仍有望持续保持回暖。建议关注三季度业绩可能超预期的深圳能源（000027）、粤电力（000539）。需要强调的是该地区未来可能存在电价下调风险及海运费波动风险。
- **其他：**提升幅度最高的是北京地区，主要原因由于北京地区属于华北电网统调，1、3、4 季度受北京供热和炎热天气影响属于高负荷期，而 2 季度属于调度淡季，目前看北京地区 3 季度发电小时恢复到合理水平，建议关注京能热电（600578）。上海地区发电小时环比回升了 26.79%，属于季节性正常水平，没有超越预期，主要原因由于上海地区今年夏天气温并不算很高，虽然 3 季度业绩可能不能超越预期，但上海电力（600021）、申能股份（600641）估值水平较低具备投资价值。

表 1：各省份 1-3 季度单月火电平均发电小时及环比提升幅度

	一季度	二季度	三季度	环比提升	对应上市公司
北京	511	229	443	93.45%	京能热电、大唐发电
安徽	389	366	491	34.15%	皖能电力、上海电力（皖电东送）
广东	294	363	481	32.51%	粤电力、宝新能源、深圳能源、穗恒运 A、广州控股
上海	372	336	426	26.79%	申能股份、上海电力、华能国际
宁夏	383	386	476	23.32%	国电电力
浙江	337	395	464	17.47%	华能国际、大唐发电
河南	334	352	413	17.33%	豫能控股
内蒙古	330	370	427	15.41%	内蒙华电
甘肃	385	324	373	15.12%	国投电力
全国	367	379	436	15.04%	
吉林	443	368	422	14.67%	吉电股份
辽宁	421	426	488	14.55%	金山股份

江苏	401	453	510	12.58%	华能国际
山西	396	405	448	10.62%	漳泽电力、通宝能源等、国电电力、大唐发电
山东	377	414	452	9.18%	华电国际、华能国际
河北	402	451	492	9.09%	建投能源、大唐发电
陕西	376	322	343	6.52%	

资料来源：公司公告（由于9月份数据尚未公布，三季度近似为7-8月份平均）

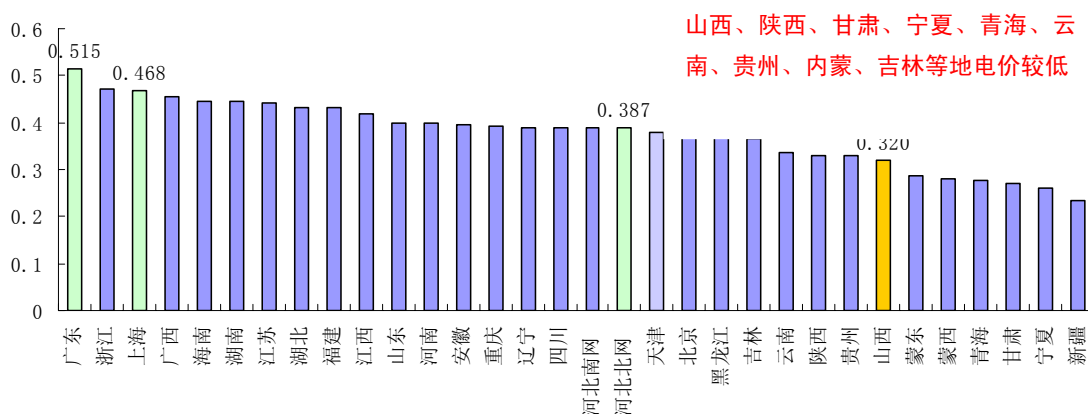
三、投资主线二 —— 调整火电上网电价带来的投资机会

- **火电区域盈利差异较大，电价调整预期再起：**从目前行业运行数据看各地火电点火价差相差幅度较大，这可以从上市公司毛利率情况看出，东部沿海地区毛利率普遍好于中西部地区公司。据相关媒体报道未来国家法改委根据区域点火价差情况出台相关上网电价调整方案，而目前点火价差较低的区域未来上调电价的幅度相对较大，而点火价差较高地区将难以再次上调，甚至存在下调的可能性。
- **西部地区点火价差普遍较低：**我们统计了各个省份的电价水平以及煤价情况，粗略测算各个区域的点火价差情况，我们发现点火价差水平较低的地区有山西、陕西、甘肃、宁夏、青海、云南、贵州、等地区，预计该类地区上调电价的可能性及幅度可能较大，详见图 16。
- **关注中西部地区火电电厂较多的企业：**
 - ✓ **国电电力装机分布：**国电电力 27%的火电装机在宁夏，而 18%的装机在山西，这两个地方均属于电价水平较低、点火价差较低地区，预计将较大幅度受益于未来的电价调整。
 - ✓ **国投电力装机分布：**国投电力超过 50%以上的火电机组分布在甘肃和云南，而这两个地区目前点火价差较低，预计将较大幅度受益于未来的电价调整。
 - ✓ **大唐发电装机分布：**大唐发电接近 70%的装机分布在华北地区（京津唐及山西），预计未来将一定程度上受益于电价上调。
 - ✓ **华能国际装机分布：**华能国际一半以上机组集中在山东、江苏、浙江、上海，目前看该类地区的点火价差相对较为可观，预计未来电价上调的幅度有限。
 - ✓ **华电国际装机分布：**华电国际装机接近一半在山东省，其于比例较大分布在安徽、河北、四川等地，该类地区电价水平及点火价差相对较为合理，预计未来上调的幅度有限。
- **结论及建议：**结合区域点火价差统计及公司装机区域分布统计，我们认为国电电力、大唐发电、国投电力、漳泽电力等将可能较大幅度受益于未来上网电价调整，结合估值考虑，建议重点关注

国电电力、国投电力、漳泽电力。

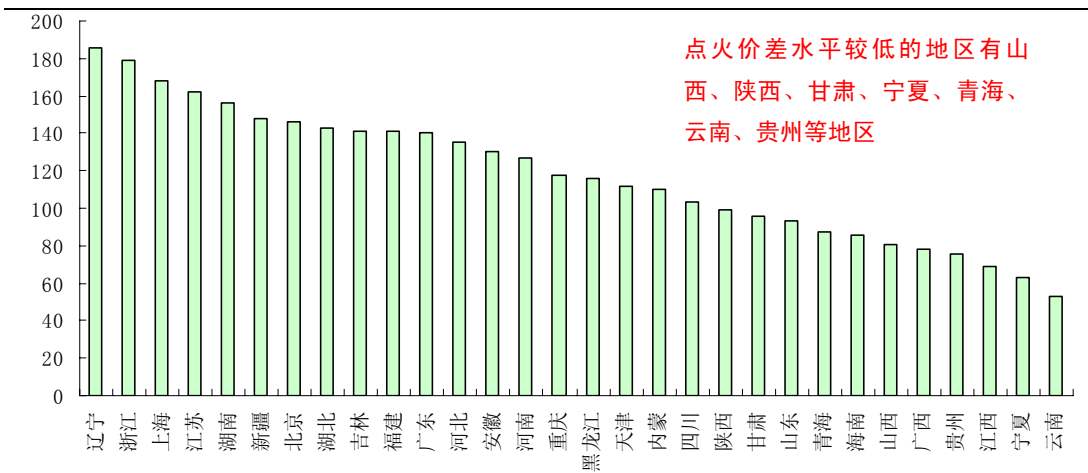
- **沿海地区是否存在下调电价的可能性？** 目前媒体报道未来沿海地区电价可能将下调。目前看沿海地区的点火价差较高，甚至超过了 07 年的水平，主要原因是海运费处于历史较低水平，随着经济的回暖海运费必将回复到较为正常的水平，如若现在下调，未来将又要上调，国家将要频繁调整上网电价。此外沿海地区目前发电小时较为低迷，多数企业的盈利能力也未恢复到 07 年水平，并没有获得很高的超额利润。

图 15：区域电价情况（单位：元/千瓦时）



资料来源：山西证券

图 16：区域点火价差情况（分/千瓦时）



资料来源：山西证券

图 17：华电国际火电装机区域分布

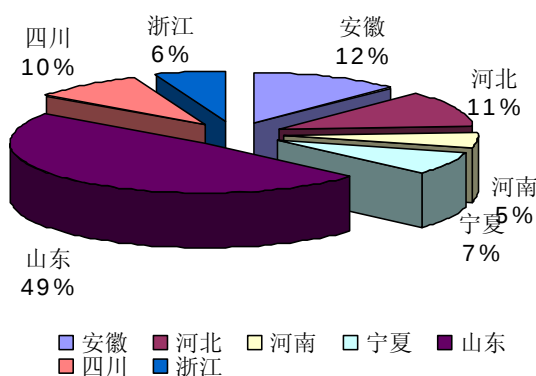
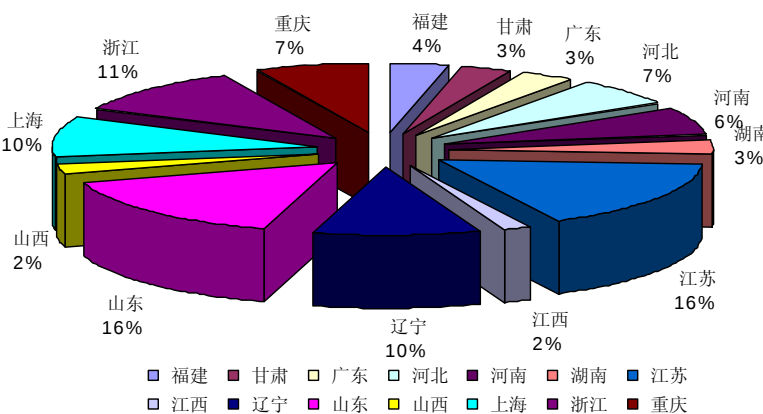


图 18：华能国际火电装机区域分布



资料来源：公司公告

图 19：国电电力火电装机区域分布

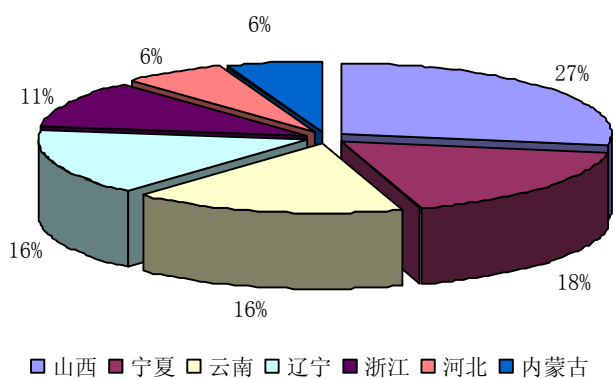
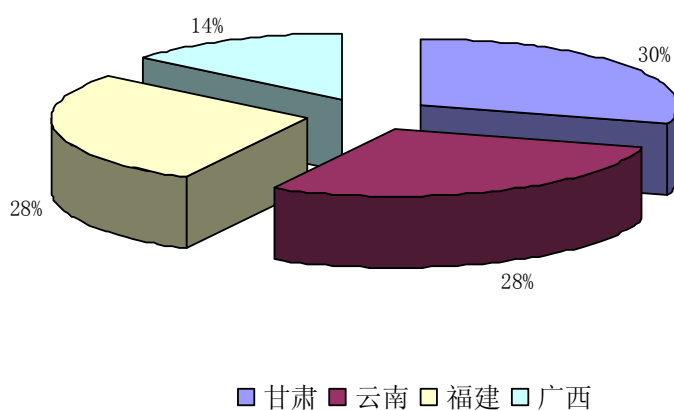
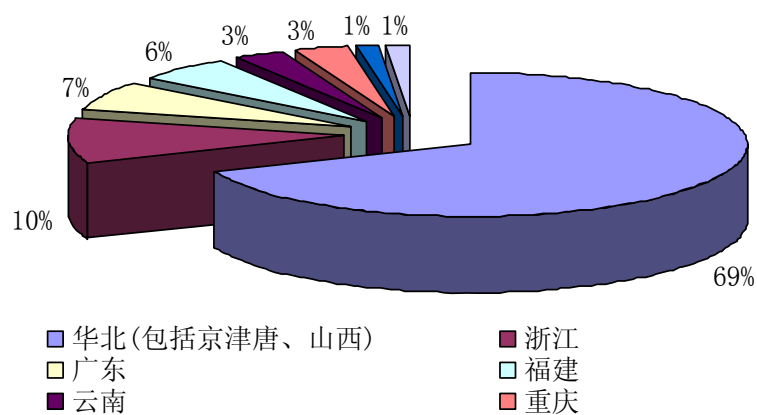


图 20：国投电力火电装机区域分布



资料来源：公司公告

图 21：大唐发电火电装机区域分布



资料来源：公司公告

表 2：主要火电上市公司毛利率比较（按第二季度毛利率大小排序）

证券代码	证券简称	毛利率		备注	区域
		第一季度	第二季度		
000690.SZ	宝新能源	31.34	36.48	环比回升	广东
000531.SZ	穗恒运 A	28.78	29.05	环比回升	广东
000027.SZ	深圳能源	21.2	23.72	环比回升	广东
600863.SH	内蒙华电	12.28	22.59	环比回升	内蒙
000539.SZ	粤电力 A	10.84	22.42	环比回升	广东
601991.SH	大唐发电	15.16	20.3	环比回升	全国
600098.SH	广州控股	16.59	19.66	环比回升	广东
000600.SZ	建投能源	19.98	19.54		河北
600795.SH	国电电力	16.78	19.15	环比回升	全国
600886.SH	国投电力	16.47	17.98	环比回升	全国
600027.SH	华电国际	16.69	17.53	环比回升	全国
600642.SH	申能股份	20.84	17.46		上海
600011.SH	华能国际	14.13	14.21		全国
600578.SH	京能热电	22.29	13	热电	北京
000875.SZ	吉电股份	-1.57	12.41		吉林
600396.SH	金山股份	22.69	11.2	热电	辽宁
600021.SH	上海电力	11.37	10.23		上海
600780.SH	通宝能源	10.39	8.64		山西
600292.SH	九龙电力	15.31	7.9		重庆
000543.SZ	皖能电力	8.79	7.35		安徽
000966.SZ	长源电力	12.1	6.14		湖北
000767.SZ	漳泽电力	-2.5	3.3	环比回升	山西
600726.SH	华电能源	11.93	1.94		吉林

资料来源：山西证券

四、投资主线三——上调电网销售电价带来的投资机会

- **国家电网经营压力较大，电网销售电价上调的可能性较大：**在 2008 年 8 月 20 日的上次电价上调过程中，电网企业向独立发电企业支付的平均（批发）电价上调了约人民币 0.02 元/千瓦时，但电网企业却不能转移这部分上涨的成本，据统计国家电网公司 09 年上半年的亏损达到了人民币 170 亿元。而国家电网目前已经宣布的 2006-2010 年期间资本开支将超过人民币 13 亿元，电网公司的资金压力较大，如若持续亏损经营必将影响电网未来的投资计划，从而影响国家的诸多能源（包括新能源）规划。我们认为电网销售电价上调的可能性较大，对 A 股市场来说这将改善区域电网企业的盈利。
- **电网销售电价上调对不同盈利模式的区域电网企业影响不一：**百

分百自发的区域供电企业在销售电价上调后成本基本没有变化，毛利率将大幅提升；而对有外购电的企业来说，如果外购电来自于当地小水电厂，如果销售电价上调的同时不上调小水电的上网电价的情况下，其成本也基本没有变化，毛利率也将大幅提升；而对有外购电的企业来说，如果外购电来自于其他电网（如当地省网），其外购成本将也同时上调，盈利提升要看两头的上调幅度。多数企业都处于三种盈利模式的混合状态，电价调整对其的影响要看其自发比例、外购当地小水电比例等。

- **A 股区域电网企业模式分析及投资建议：**从上段的分析中可以看出自发比例较高或者外购电来自于当地小水电或者两者结合的企业将较大幅度受益于销售电价的上调。我们统计了主要区域电网企业的自发比例以及外购电的主要来源，见表 3，建议关注自发电量比例较大的区域电网企业明星电力（600101）；自发电量比例虽然不大，但外购主要来自当地小水电的文山电力（600995）；储备小水电规模较大未来自发比例大幅提升的西昌电力（600505）。我们推荐这三个公司的另一个原因是他们目前的估值水平并不是很高，见表 4。
- **自发比例较高的区域电网企业是真正意义上的资源企业：**如果不能实现水火同价，单纯的水电企业将受制于电价的管制，可能在短期内不能体现资源价值。但自发比例较高的区域电网企业能够向下游传导，主要原因是全社会综合发电成本的上涨（主要受火电发电成本影响）必然最终传导到销售电价的上调，而自发电比例较高的企业将大幅受益于销售电价的上调，其是真正意义上的资源类企业，如果看涨资源价格该类企业也是投资标底之一。

表 3：主要区域电网企业的自发比例及外购电来源

	自发比例	备注
明星电力	80%	外购主要来自当地小水电
文山电力	20%	外购很大部分来自于当地小水电，部分来自省网
西昌电力	50%	
三峡水力	55%	
桂东电力	50%	外购主要来自省网

资料来源：公司公告

表 4：区域电网企业的估值及自发比例

证券代码	证券简称	市净率 (PB, 最新)	市盈率 (PE, TTM)
600505. SH	西昌电力	7.62	16.69
600101. SH	明星电力	1.97	21.05
600995. SH	文山电力	4.15	23.80
600116. SH	三峡水利	2.90	26.55
600979. SH	广安爱众	3.76	35.01
000993. SZ	闽东电力	1.79	35.44

600644. SH	乐山电力	4.72	40.32
600310. SH	桂东电力	4.21	40.52
600969. SH	郴电国际	3.51	-37.95
600131. SH	岷江水电	5.69	-9.75

资料来源：公司公告

五、投资建议

- **整体投资建议：**目前看三季度行业业绩环比二季度继续回升，行业业绩环比回升幅度可能好于 A 股平均水平，结合三季度业绩行业相对 A 股的市盈率估值优势进一步体现，我们认为 4 季度行业跑赢大盘是大概率事件，仍给与行业“增持”的投资评级。如若电价调整能够在近期实施，行业的整体盈利能力进一步提升，估值优势将更加明显，板块可能带来超额收益。
- **具体投资建议：**1、关注中西部电厂较多可能相对上调电价幅度较大且具备估值优势的火电公司国电电力（600795）、国投电力（600886）、漳泽电力（000766）等；2、建议关注自发电量比例较大的企业明星电力（600101）；自发电量比例虽然不大，但外购主要来自当地小水电的文山电力（600995）；储备小水电规模较大未来自发自比例大幅提升的西昌电力（600505）。3、三季度业绩可能超越预期的深圳能源（000027）、粤电力（000539）。需要强调的是该地区未来可能存在电价下调风险及海运费波动风险。
- 最后需要强调的是东部沿海地区（广东、上海、江苏）等地区的企业由于点火价差较为合理，目前的盈利能力较其它地区好很多，预计在未来的电价调整中很难再次调高，甚至存在下调电价的风险（我们认为可能性较小），但目前很多优质公司其股价对应的估值水平具备较大的优势，虽然可能没有电价上调带来的趋势性机会，由于该类地区投产机组相对较少（由其是广东和江苏）且点火价差相对较高，其对用电需求回暖的敏感性较高，在目前估值较低的情况下其也是良好的投资标底，建议关注具备估值优势的宝新能源（000690）、穗恒运 A（000531）、申能股份（600642）、上海电力（600021）等。

表 5：主要上市公司盈利预测及投资评级

	收盘价	EPS		PE		投资评级
		2009	2010	2009	2010	
宝新能源	8.64	0.55	0.5	15	17	买入
文山电力	7.81	0.35	0.48	22	16	增持
长江电力	13.73	0.55	0.71	24	19	买入
华能国际	7.31	0.34	0.44	22	17	增持
国电电力	6.81	0.27	0.3	24	22	买入

穗恒运 A	15.45	0.7	0.72	23	22	增持
建投能源	5.76	0.29	0.35	20	17	增持
国投电力	9.42	0.32	0.46	28	20	增持
金山股份	7.83	0.4	0.65	19	12	增持
华电国际	5.03	0.22	0.24	23	21	增持
京能热电	8.74	0.41	0.56	21	16	增持
桂冠电力	7.71	0.25	0.3	28	24	增持
粤电力	7.57	0.36	0.41	21	18	增持
深圳能源	11.53	0.98	0.75	12	15	增持
通宝能源	5.5	0.1	0.18	54	30	中性
漳泽电力	4.85	0	0.1	-	48	增持

资料来源：山西证券

表6：净资产收益率及市盈率板块排名情况

净资产收益率			市净率		
板块名称	净资产收益率	排序	板块名称	市净率	排序
食品饮料	10.06	1	食品饮料	6.18	1
金融服务	9.85	2	有色金属	4.68	2
采掘	7.11	3	医药生物	4.66	3
化工	7.1	4	机械设备	4.31	4
家用电器	6.96	5	农林牧渔	4.06	5
医药生物	6.13	6	餐饮旅游	3.71	6
机械设备	5.24	7	商业贸易	3.52	7
建筑建材	5.09	8	信息设备	3.5	8
商业贸易	5.01	9	综合	3.47	9
交运设备	4.75	10	房地产	3.42	10
房地产	4.48	11	交运设备	3.38	11
信息设备	3.72	12	水电	3.22	12
信息服务	3.34	13	化工	3.15	13
火电	3.31	14	采掘	3.09	14
水电	3.24	15	建筑建材	3.09	15
公用事业	2.85	16	家用电器	2.99	16
纺织服装	2.47	17	信息服务	2.99	17
农林牧渔	2.34	18	电子元器件	2.97	18
轻工制造	1.74	19	公用事业	2.73	19
餐饮旅游	1.68	20	纺织服装	2.66	20
综合	0.96	21	金融服务	2.61	21
有色金属	0.11	22	交通运输	2.57	22
交通运输	-0.7	23	火电	2.56	23
黑色金属	-2.1	24	轻工制造	2.36	24
电子元器件	-3.49	25	黑色金属	1.75	25

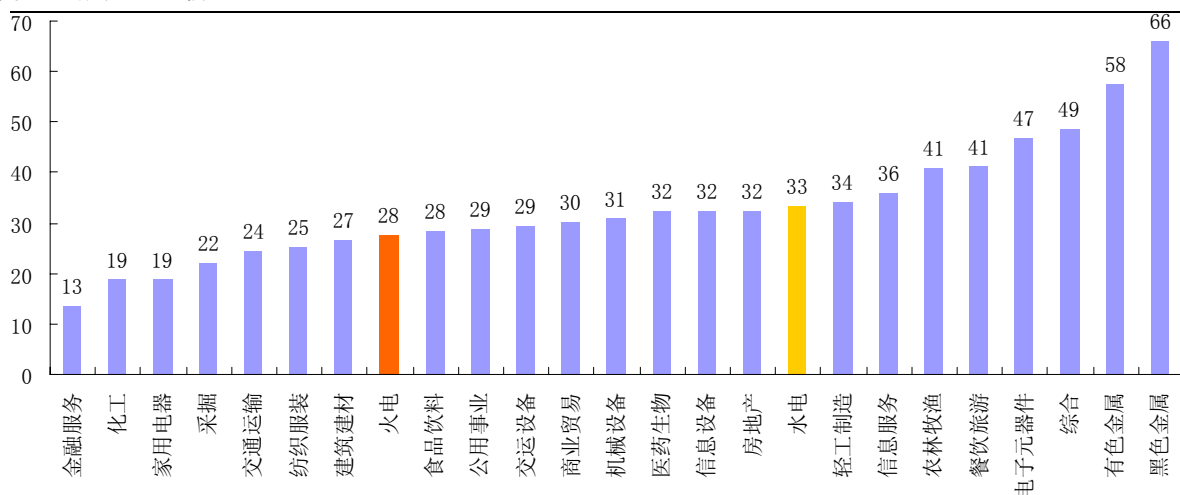
资料来源：山西证券 基准日期：10月9日

表 7：各行业二季度业绩环比回升幅度，电力行业环比回升幅度好于平均水平

板块名称	2009 年第一季度	2009 年第二季度	二季度利润环比回升	排序
综合	1.44	8.80	509.81%	1
轻工制造	3.59	12.96	260.52%	2
信息设备	6.65	22.57	239.66%	3
房地产	42.12	118.41	181.13%	4
餐饮旅游	1.92	5.33	177.74%	5
家用电器	14.12	37.38	164.66%	6
火电	23.45	59.97	155.69%	7
交运设备	37.92	75.33	98.63%	8
交通运输	39.24	76.04	93.77%	9
化工	150.93	287.15	90.25%	10
公用事业	41.71	78.45	88.10%	11
建筑建材	59.73	108.71	81.99%	12
机械设备	51.50	88.81	72.43%	13
农林牧渔	6.14	10.34	68.48%	14
采掘	358.44	488.73	36.35%	15
医药生物	42.83	48.60	13.48%	16
金融服务	1208.28	1367.23	13.16%	17
纺织服装	14.73	16.55	12.35%	18
商业贸易	33.84	36.79	8.70%	19
信息服务	48.31	48.17	-0.29%	20
食品饮料	49.31	42.04	-14.75%	21
黑色金属	-41.35	-30.19	-26.99%	22
电子元器件	-11.18	-6.78	-39.36%	23
有色金属	-12.12	23.35	-292.64%	24

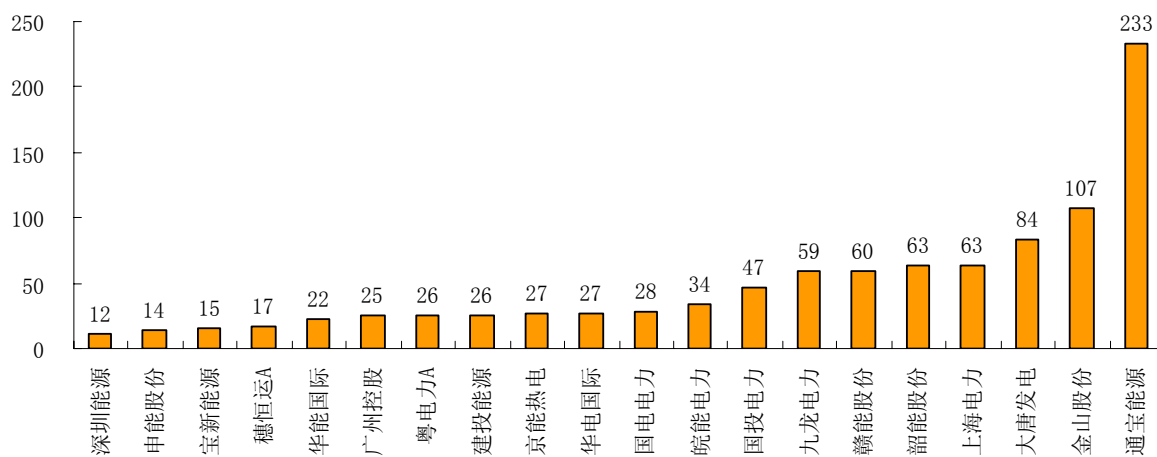
资料来源：山西证券

图 22：板块 PE 比较



资料来源：山西证券 基准日：10月9日

图 23：主要上市公司中期业绩对应 PE 水平



资料来源：山西证券 基准日：10月9日

六、投资风险

- 宏观经济回暖带动电量回暖低于预期
- 沿海地区电价下调风险以及海运费波动风险

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。