

彭全刚
 86-10-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年10月23日

不确定性较多，谨慎看待四季度行情

电力行业2009年四季度投资策略

公用事业

电力

中性（调低）

细分行业评级

电网	推荐
水电	推荐
火电	中性
核电	推荐

 上证指数 **3051**

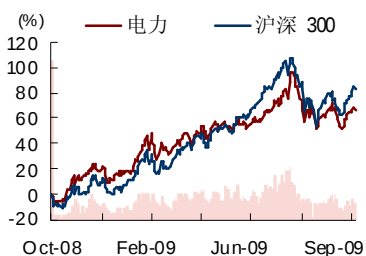
行业规模

		占比%
股票家数（只）	54	3.4
总市值（亿元）	6354	2.8
流通市值（亿元）	4225	3.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.4	13.1	65.7
相对表现	-6.5	-16.9	-16.8

指数比较



相关报告

- 1、《电力行业 2009 年中期投资策略——经济筑底阶段，寻找能够持续升值的公司》2009/06/15
- 2、《电力行业 2009 年度投资策略——战略相持阶段攻守兼备的优秀品种》2008/12/04
- 3、《电力行业 2008 年四季度投资策略——从战略防御阶段转入战略相持阶段》2008/10/08

四季度电力行业存在不确定性，沿海火电上网电价可能下调，市场煤价可能上涨，发电量环比略有下降。我们将火电和电力行业整体评级由推荐下调为“中性”，建议投资者谨慎。可关注未来电价改革带来的电网公司和水电公司的交易性机会。

q 电价机制逐步理顺，改革可能取得突破。电价改革已经提上了国家议事日程，并且有望在四季度加快推进。我们判断：（1）销售电价有望上调，水电上网电价可能微幅调整；火电上网电价可能进行区域间调整，沿海地区火电上网电价可能下调。（2）直供电试点有望大规模推进，水火同价试点有望加快推进，上网电价的竞价试点预计将提上议事日程。电价机制改革长期来看对电力行业是利好，但是短期有负面影响。

q 理性看待四季度电量增速。预计四季度用电量同比增长 16.5%，环比下降 5%。去年四季度电量基数很低，因此今年四季度电量同比较好在预期之中，并且近两年四季度的复合增长率只有 4.9%；环比下滑主要是季节性因素所致，我们应该理性地看待未来的电量形势。

q 冬储煤将至，煤价存在上涨预期。每年 11 月到次年 2 月是我国冬季用煤阶段，煤炭需求旺盛，煤价存在上涨动力。由于临近签订 2010 年合同煤的时间窗口，煤炭企业有动力控制煤炭产量，推高市场煤价，为签订更高的合同煤价造势。我们判断，四季度秦皇岛动力煤价上涨可能性较大。

q 电力板块估值优势不明显。尽管 PB 具有一定的吸引力，但在经济复苏的过程中，盈利增速是市场关注的焦点。从这个角度来看，电力板块估值优势一般。

q 谨慎看待四季度行情。四季度电力行业的不确定性较大，我们将对火电板块的评级下调为“中性”，由于火电公司占比较大，同时将电力行业整体评级也下调为“中性”，建议投资者谨慎。可能的投资机会是：销售电价的上调以及水火同价试点对于电网公司和水电公司的交易性机会，火电公司超跌带来的反弹机会。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
长江电力	13.6	0.41	0.5	0.72	27	19	3.4	强烈推荐 A
国电电力	7.2	0.03	0.31	0.4	23	18	2.5	强烈推荐 A
桂冠电力	7.9	0.02	0.27	0.3	29	26	3.1	审慎推荐 B
华能国际	7.7	-0.26	0.48	0.55	16	14	2.2	审慎推荐 A
文山电力	8.0	0.37	0.34	0.4	24	20	4.0	审慎推荐 B
国投电力	9.7	0.12	0.25	0.45	39	21	2.7	审慎推荐 B
深圳能源	12.3	0.41	0.98	0.9	13	14	2.2	审慎推荐 B
中能股份	11.4	0.2	0.65	0.69	18	16	2.0	审慎推荐 B
建投能源	6.1	0.08	0.15	0.25	41	24	1.8	审慎推荐 B
华电国际	5.4	-0.28	0.25	0.36	21	15	2.2	审慎推荐 B
大唐发电	9.2	0.02	0.11	0.15	83	61	3.3	中性 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、电价体制改革加剧行业的不确定性	3
1、销售电价有望上调，火电上网电价可能进行区域性调整	3
2、各种电价改革试点工作稳步推进	3
二、理性看待四季度电量同比形势	5
1、预计四季度用电量 9130 亿千瓦时，环比下降 9.7%	5
2、预计四季度火电发电量 7443 亿千瓦时，环比下降 5.2%	6
3、预计四季度水电发电量同比下降 6.6%	7
三、冬储煤将至，煤价看涨的预期较高	8
四、电力板块估值优势不明显	9
1、预计四季度电力板块难以扭转跑输大盘的命运	9
2、不同板块的 PE 和 PB 比较	9
五、投资策略：多重负面因素加剧行业弱势调整	11

图目录

图 1: CPI、PPI 走势与电价调整时间	4
图 2: 2007 年以来全国单月用电量及增速变动	5
图 3: 2009 年 9 月份各省用电量增速比较	5
图 4: 2007 年以来全国火电单月发电量及增速变动	6
图 5: 全国火电累计利用小时变动比较	6
图 6: 全国火电当月利用小时变动情况比较	6
图 7: 2007 年以来全国水电单月发电量及增速变动	7
图 8: 秦皇岛动力煤价格变动情况	8
图 9: 主要地区煤炭运费变动情况	8
图 10: 2006 年以来电力板块的涨幅与煤价的比较	8
图 11: 电力板块与沪深 300 最近一年走势比较	9
图 12: 各行业市盈率比较	10
图 13: 各行业市净率比较	10

表目录

表 1: 2008 年两次调价后目前各省电价水平（含税电价）	4
表 2: 重点公司盈利预测和投资评级	11
表 3: 国际公司估值对照表	12

一、电价机制逐步理顺，改革可能取得突破

今年以来，电价改革在国家议事日程上被提高到较高位置，国务院文件中多次提高要推进电价机制改革。今年 8 月，国家发改委主任张平在十一届全国人大常委会第十次会议做报告时再次指出，下半年我国将稳妥推进电力价格改革。

近期上海证券报报道，国家发改委和电监会已经提出了一份关于加快推进电价改革的文件，已经结束内部征求意见的程序，有望于近期出台。种种迹象表明，电价改革可能加速推进。

根据 08 年电价调整的基础和今年以来煤价的变化，我们判断：（1）销售电价有望上调，水电上网电价可能微幅调整；火电上网电价可能进行区域间调整，沿海地区火电电价可能下调。（2）直供电试点有望大规模推进，水火同价试点有望加快推进，上网电价的竞价试点预计将提上议事日程。

电价体制改革内容和时间窗口并不好把握，因而加剧了行业的不确定性；火电上网电价的下调可能对行业产生负面的影响，谨慎看待未来的政策走向。

1、销售电价有望上调，火电上网电价可能进行区域性调整

销售电价上调可能性很大，水电上网电价可能微幅调整。国家在 2008 年 7 月 1 日和 8 月 20 日两次对电价进行调整，其中上网电价平均每度提高了 4.14 分，输配电价平均每度提高了 0.36 分，销售电价平均每度提高了 2.61 分。2008 年第二次上调火电上网电价之后，电网企业承担了消化成本的作用，迄今为止销售电价仍未上调。而“十一五”乃至“十二五”电网建设都还处于高投入期，销售电价的上调非常迫切。目前 CPI 仍然为负，预计未来半年有可能有负转正，而且目前电力供需矛盾也明显缓解，是销售电价调整的最好时机。由于成本增加，水电上网电价可能同时进行微幅调整。

火电上网电价可能进行区域性调整。目前随着部分燃煤电厂盈利的增加，地方发改委已开始酝酿在部分沿海地区下调火电厂上网电价。10 月 13 日，深南电公告其下属两家电厂下调上网电价 2.3 分/千瓦时，虽然是燃油电厂，但是也反映了地方政府想要下调电价的想法。

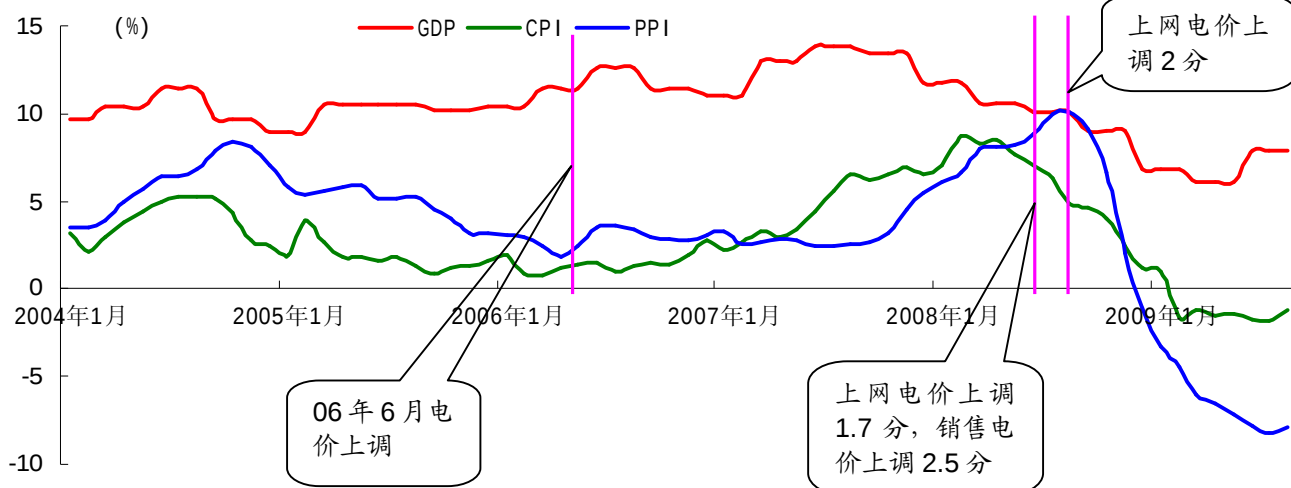
2、各种电价改革试点工作稳步推进

目前跨省级电力用户与发电企业直接交易试点正式启动，直供电试点有望扩大规模。今年 3 月份，国家发改委等四部门明确放开 20% 的售电市场，规定用电电压等级在 110 千伏及以上的用户，可与符合条件的发电企业自主协商交易电量、确定交易价格。6 月底，国家电监会、发改委、能源局联合下发相关文件进一步明确政策规范和指导各地试点工作。今年 8 月，浙江省大用户直购电工作领导小组召开第一次会议，拟全面启动直供电试点；浙江省是继内蒙古自治区之后，第二个启动大用户直购电试点的省份。近日，国家发改委、电监会和能源局通过了抚顺铝厂与华能伊敏电厂开展直接交易试行方案，

标志着国家范围内的跨省级的电力用户与发电企业直接交易试点正式启动,此前都是在省内开展直供电试点,未来直供电试点有望大规模推进。

上网电价的竞价试点可能再次启动。近期媒体报道有关主管部门可能放开放电企业上网电价,由市场竞争形成;不过由于电价的市场定价涉及方方面面的问题,对此我们持相对谨慎的态度。我们预计未来上网电价的竞价试点将再次提上议事日程,不过大规模试点甚至放开电力企业上网电价尚待时日。

图1: CPI、PPI走势与电价调整时间



资料来源: 招商证券研发中心

表1: 2008年两次调价后目前各省市电价水平(含税电价)

元/千瓦时	脱硫上网电价	输配电价	销售电价	元/千瓦时	脱硫上网电价	输配电价	销售电价
北京	0.381	0.166	0.655	上海	0.462	0.198	0.693
天津	0.382	0.142	0.571	浙江	0.466	0.115	0.605
河北北网	0.386	0.138	0.568	江苏	0.436	0.172	0.625
河北南网	0.387	0.101	0.484	安徽	0.398	0.134	0.539
山西	0.315	0.128	0.451	福建	0.422	0.107	0.520
山东	0.397	0.097	0.519	湖北	0.425	0.170	0.562
蒙西	0.285	0.085	0.365	湖南	0.441	0.161	0.536
蒙东	0.354	0.087	0.358	河南	0.394	0.083	0.458
辽宁	0.394	0.158	0.547	江西	0.420	0.136	0.537
吉林	0.376	0.166	0.544	四川	0.384	0.170	0.501
黑龙江	0.380	0.166	0.540	重庆	0.379	0.187	0.556
陕西	0.330	0.138	0.457	广东	0.504	0.182	0.712
甘肃	0.277	0.136	0.395	广西	0.436	0.123	0.487
宁夏	0.268	0.133	0.401	云南	0.315	0.144	0.420
青海	0.279	0.110	0.325	贵州	0.324	0.114	0.416
新疆	0.250	0.208	0.476	海南	0.437	0.209	0.644

资料来源: 招商证券

二、理性看待四季度电量增速

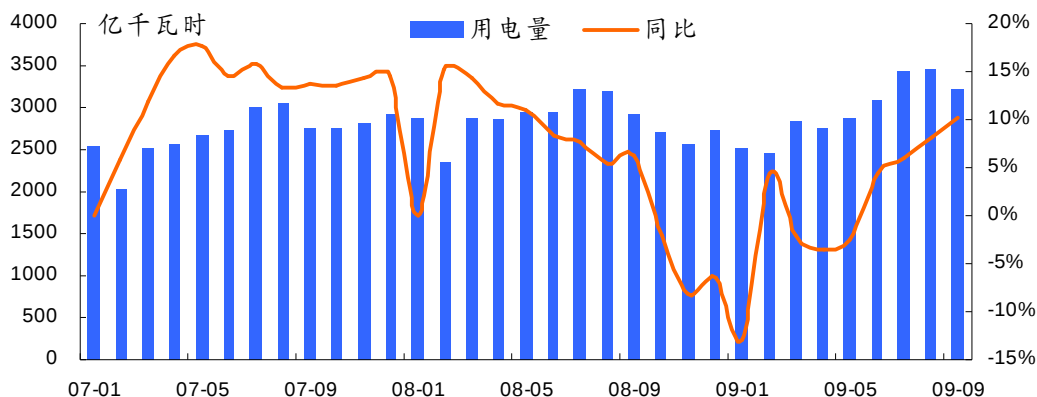
预计四季度用电量同比增长 16.5%，环比下降 5%。去年四季度电量基数很低，因此今年四季度电量同比较好在预期之中，并且近两年四季度的复合增长率只有 4.9%；环比下滑主要是季节性因素所致，我们应该理性地看待未来的电量形势。

1、预计四季度用电量 9340 亿千瓦时，环比下降 5%

1~9 月份全社会用电量 26635 亿千瓦时，同比增长 1.4%，比 1~8 月份的 0.4% 提升 1 个百分点；9 月份用电量 3224 亿千瓦时，同比增长 10.2%，比 8 月份的 8.2% 提升 2 个百分点。9 月份用电量同比增长较快的省份为宁夏(27%)、广西(24%)、河北(21%)、新疆(20%)、青海(20%)；全国只有山西用电量当月同比下降，降幅 2.2%。

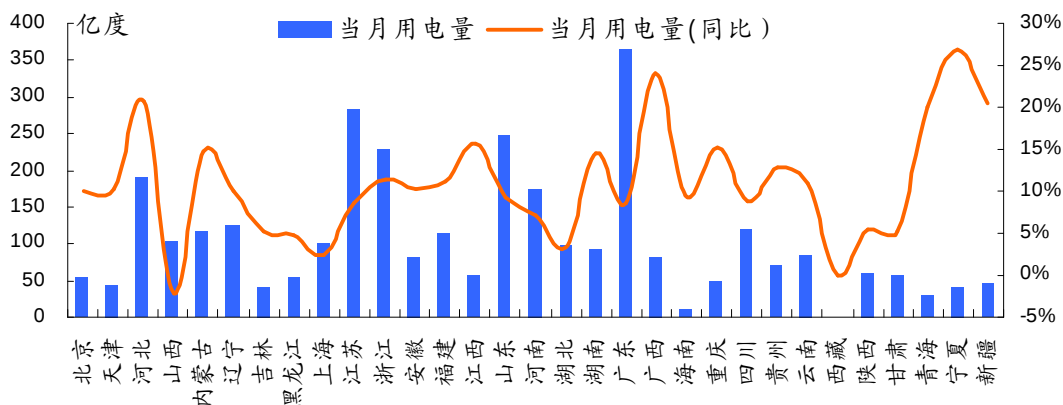
预计四季度用电量 9340 亿千瓦时，比去年同期 8015 亿千瓦时增长 16.5%，比今年三季度 10106 亿千瓦时下降 5%。用电量同比增长较多主要由于去年同期用电量基数很低，因为 07 年四季度用电量 8494 亿千瓦时，近两年四季度的复合增长率只有 4.9%。

图2：2007年以来全国单月用电量及增速变动



资料来源：招商证券研发中心

图3：2009年9月份各省用电量增速比较

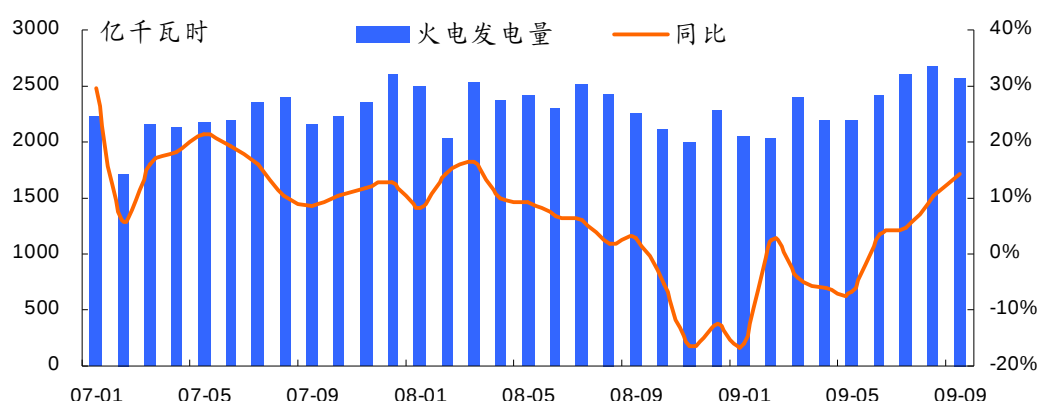


资料来源：招商证券研发中心

2、预计四季度火电发电量 7553 亿千瓦时，环比下降 3.8%

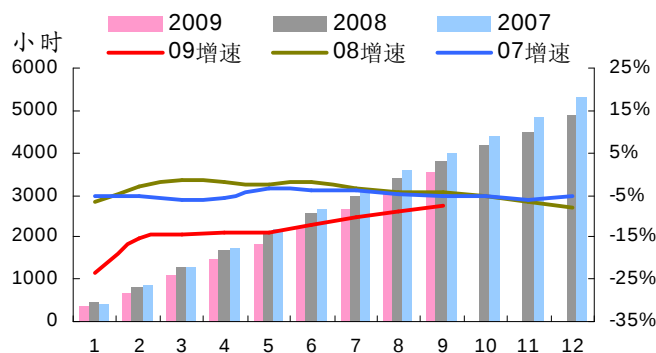
- Ø 1~9 月份火电发电量 21401 亿千瓦时，同比下降 0.2%，比 1~8 月份收窄 1.3 个百分点；9 月份火电发电量 2573 亿千瓦时，同比增长 14.4%，比 8 月份的 10.5% 提升 4 个百分点。
- Ø 由于季节性因素水电发电高峰已过，并且去年四季度火电发电量基数非常低，只有 6400 亿千瓦时，我们预计今年四季度火电发电量为 7553 亿千瓦时，同比增长 18%，环比下降 3.8%。去年基数很低是四季度火电发电量同比较好的主要原因，因为 2007 年四季度火电发电量为 7182 亿千瓦时，近两年四季度的复合增长率只有 2.6%。
- Ø 1~9 月份全国火电机组利用小时为 3515 小时，同比下降 284 小时，降幅为 7.5%，比 1~8 月降幅收窄 1.6 个百分点。9 月份火电利用小时为 408 小时，同比增长 3%。
- Ø 我们预计四季度全国火电平均利用小时将保持同比较高的正增长，预计全年火电平均利用小时为 4750，同比下降 3.3%。

图4：2007年以来全国火电单月发电量及增速变动



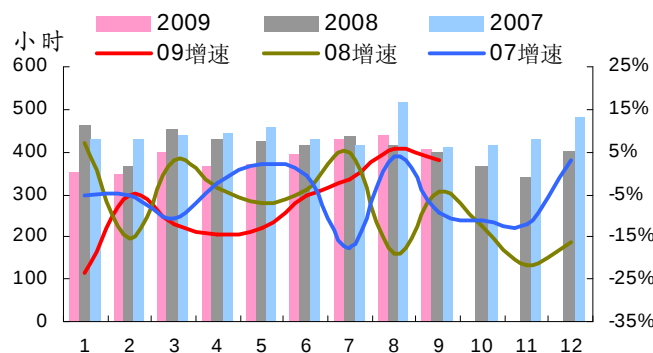
资料来源：招商证券研发中心

图5：全国火电累计利用小时变动比较



资料来源：国家统计局，招商证券

图6：全国火电当月利用小时变动情况比较

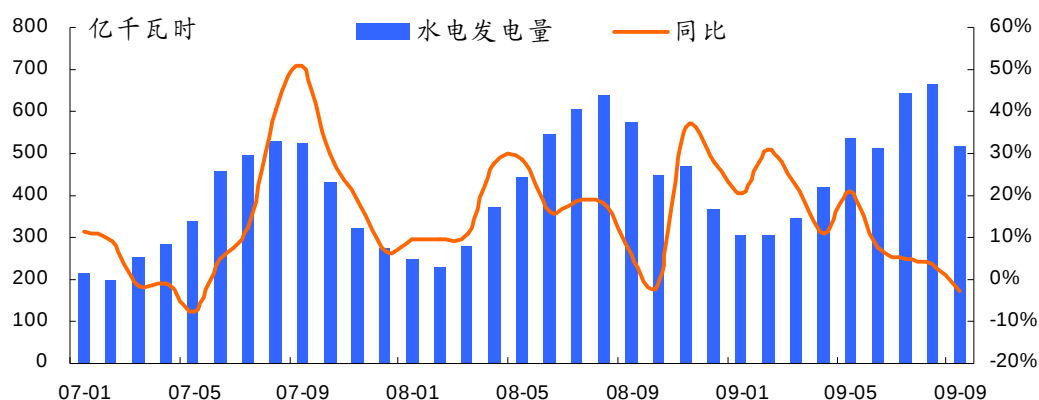


资料来源：国家统计局，招商证券

3、预计四季度水电发电量同比下降 6.6%

- Ø 1~9 月份水电发电量 4010 亿千瓦时，同比增长 10%，比 1~8 月份减少 1.8 个百分点；9 月份水电发电量 518 亿千瓦时，同比下降 2.7%，比 8 月份的 3.7% 减少 6.4 个百分点。
- Ø 由于季节性因素水电发电高峰已过，并且由于去年四季度全国来水较丰，水电发电形势较好，基数较高；我们预计今年四季度水电发电量为 1200 亿千瓦时，同比下降 6.6%，环比下降 34%；环比下降较多主要是水电本身季节性因素所决定的。

图7：2007年以来全国水电单月发电量及增速变动



资料来源：招商证券研发中心

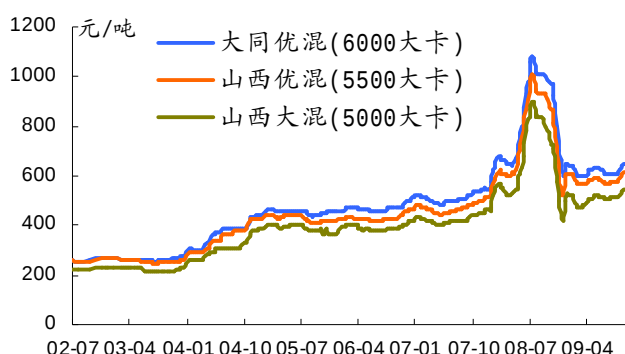
三、冬储煤将至，煤价存在上涨预期

截止到 2009 年 10 月 22 日，秦皇岛 6000 大卡以上的大同优混最高售价为 660 元/吨，5500 大卡以上的山西优混最高售价为 630 元/吨，5000 大卡以上的山西大混最高售价为 550 元/吨。各煤种最新价格比上月同期上涨 20 元/吨，比上周上涨 10 元/吨。

截止到 2009 年 10 月 14 日，秦皇岛-广州煤炭运费为 45 元/吨，秦皇岛-上海煤炭运费为 30 元/吨，黄骅-上海煤炭运费为 31 元/吨，较上月下降约 3 元。

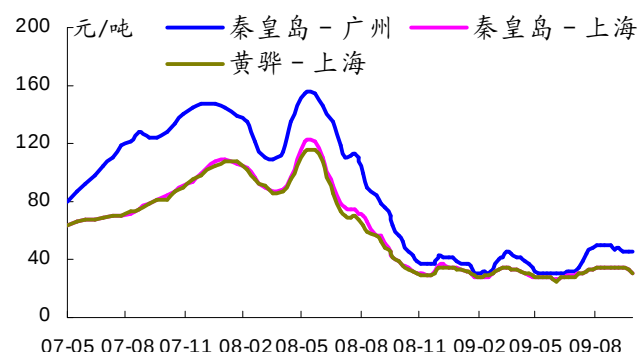
- Ø 每年 11 月到次年 2 月是我国冬季用煤阶段，煤炭需求旺盛，煤价存在上涨动力。由于临近签订 2010 年合同煤的时间窗口，煤炭企业有动力控制煤炭产量，推高市场煤价，为签订更高的合同煤价造势。我们初步判断，秦皇岛动力煤价存在较强的上涨预期。
- Ø 三季度 5500 大卡的煤炭均价为 581 元/吨，按照目前煤价走势，四季度其均价有可能达到 630 元/吨，上涨幅度为 8.5%。
- Ø 从历史经验看，电力板块相对沪深 300 的收益与煤价的走势存在一定的负相关关系，未来煤价的上涨对于整个行业的走势会形成负面的冲击。

图8：秦皇岛动力煤价格变动情况



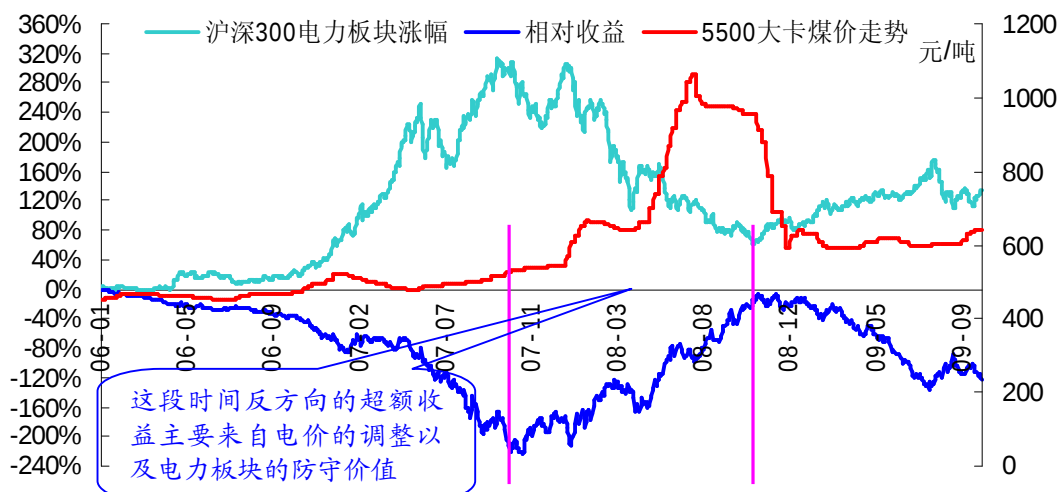
资料来源：煤炭市场网，招商证券

图9：主要地区煤炭运费变动情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券

图10：2006年以来电力板块的涨幅与煤价的比较



资料来源：煤炭市场网，招商证券

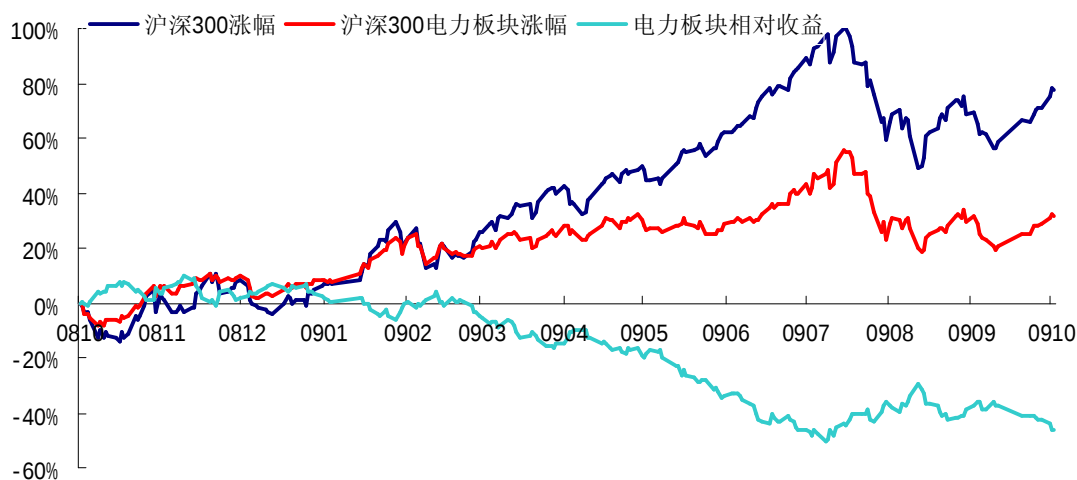
四、电力板块估值优势不明显

1、预计四季度电力板块难以跑赢大盘

- Ø 今年前三季度，沪深 300 指数上涨 65.3%，电力板块上涨 17.5%，跑输市场 47.8 个百分点。
- Ø 过去三个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 1.7 个百分点。
- Ø 过去六个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 21.5 个百分点。
- Ø 过去一年，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 45.9 个百分点。

未来由于存在国家政策的不确定性，沿海地区火电上网电价下调以及动力煤煤价的上涨对火电公司的负面影响，我们判断四季度电力板块难以跑赢大盘。

图11: 电力板块与沪深300最近一年走势比较



资料来源: wind, 招商证券

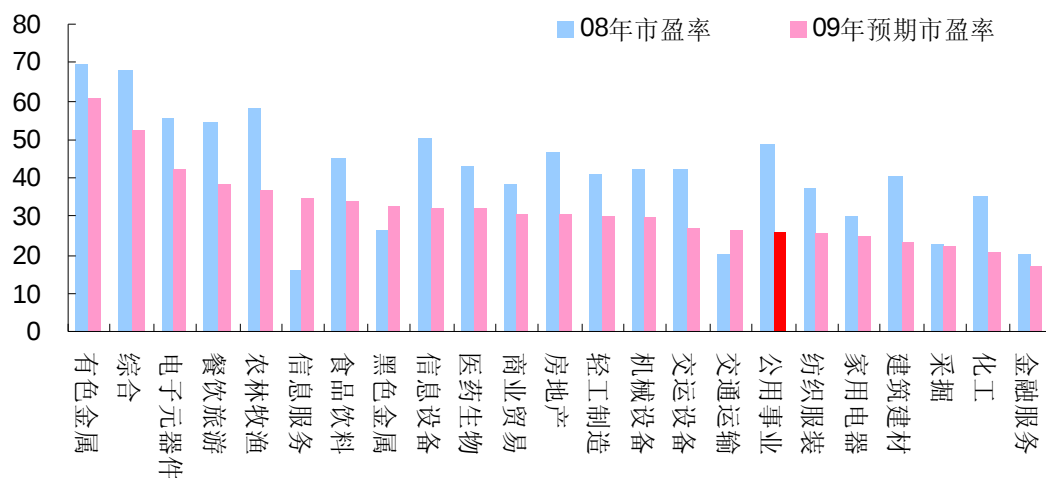
2、不同板块的 PE 和 PB 比较

按照 10 月 22 收盘价，我们对不同行业之间的 PE 和 PB 进行了比较。按照当前价格计算的 09 年预测市盈率和按照最新中报公布的每股净资产计算的市净率比较，电力板块估值整体估值处于中偏下的位置。

- Ø 按照 09 年预测市盈率计算，wind 显示的电力行业平均市盈率为 26.2 倍，高于金融服务、化工、采掘、建筑、家用电器、纺织服装。从市盈率的角度，行业整体估值的优势并不是很明显。
- Ø 按照最新净资产计算，电力行业平均 PB 为 3.0 倍，高于钢铁、交运和轻工制造。

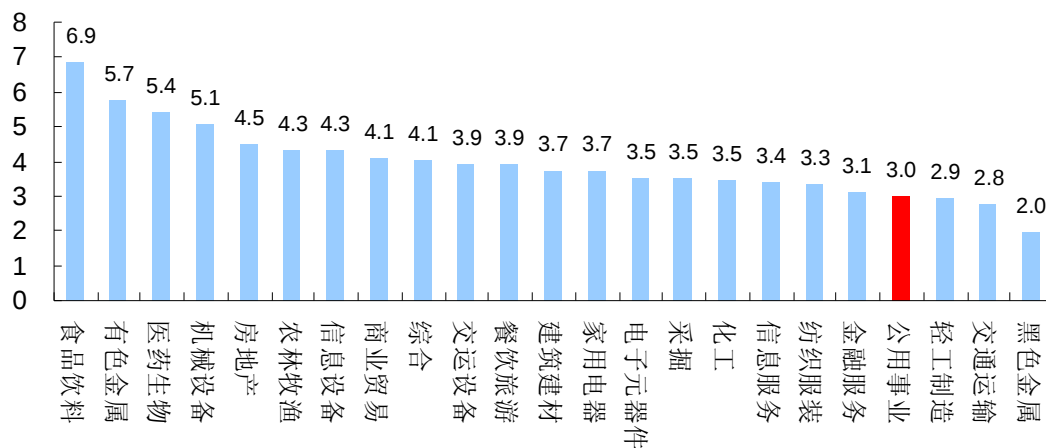
目前在这个时点来看，电力板块较某些行业，估值的优势不是很明显，尽管 PB 具有一定的吸引力，但是在经济复苏的过程中，盈利增速是市场关注的焦点。因此，我们觉得目前这个阶段更应该关注的是电力公司的 PE，而不是电力公司的 PB。而从目前电力板块整体的市盈率来说，估值的优势一般。

图12: 各行业市盈率比较



资料来源: wind, 招商证券

图13: 各行业市净率比较



资料来源: wind, 招商证券

五、谨慎看待四季度行情

四季度电力行业存在一定的不确定性，我们将火电行业的投资评级下调为中性，建议投资者谨慎。

- ❑ **未来电价体制改革对行业的影响短期偏负面，长期是利好，需要等待。**由于电网公司占比很小，销售电价的调整对上市公司影响有限；而沿海地区火电上网电价的下调会压缩火电公司的利润，对整个行业偏负面。
- ❑ **用电量同比增速较高，环比会有一定回落。**环比数据对判断 2009 年上市公司业绩的参考价值更大，如果环比发、用电量下降，四季度单季的业绩将难以超越三季度水平。
- ❑ **四季度市场动力煤上涨影响火电公司盈利。**历史上四季度煤炭公司都会拉抬煤价，为下一年的订货会造势。市场动力煤上涨，对合同煤比重大的公司影响较小，对市场煤比重大的公司影响较大。建议谨慎投资市场煤比重大的公司。
- ❑ **水电的旺季已过，未来水电上网电价可能的调整以及水火同价试点更多的是交易性机会。**由于季节性因素水电发电高峰已过，并且由于去年四季度全国来水较丰，水电发电形势较好，基数较高，四季度水电发电量同比下降的可能性很大。水电上网电价上调的可能性以及水火同价试点更多的是交易性的机会。
- ❑ **未来可能的交易性机会：**销售电价的上调对于电网公司的交易性机会；水电上网电价上调以及水火同价试点对于水电公司的交易性机会。如果沿海火电标杆电价下调，相关上市公司股价反映过度，可以逢低买入。

表2：重点公司盈利预测和投资评级

类型	代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				
					08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08PB
水电	600900	长江电力	强烈推荐 A	13.6	0.41	0.50	0.72	0.74	33	27	19	18	3.6
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	7.9	0.02	0.27	0.30	0.32	364	29	26	25	3.5
	600795	国电电力	强烈推荐 A	7.2	0.03	0.31	0.40	0.48	248	23	18	15	2.5
	600011	华能国际	审慎推荐 A	7.7	-0.26	0.48	0.55	0.65	-	16	14	12	2.2
	000600	建投能源	审慎推荐 B	6.1	0.08	0.15	0.25	0.35	80	41	24	17	1.8
	600886	国投电力	审慎推荐 B	9.7	0.12	0.25	0.45	0.55	86	39	21	18	2.8
	000027	深圳能源	强烈推荐 A	12.3	0.41	0.98	0.90	1.01	30	13	14	12	2.1
火电	600642	申能股份	审慎推荐 B	11.4	0.20	0.65	0.69	0.73	60	18	16	16	1.9
	000539	粤电力 A	审慎推荐 B	7.9	0.02	0.39	0.47	0.53	390	20	17	15	2.1
	000690	宝新能源	强烈推荐 B	9.2	0.32	0.52	0.46	0.54	28	18	20	17	4.4
	601991	大唐发电	中性 A	9.2	0.02	0.11	0.15	0.19	496	83	61	48	3.3
	600396	金山股份	审慎推荐 A	8.3	0.07	0.05	0.40	0.50	134	166	21	17	4.1
	600027	华电国际	审慎推荐 B	5.4	-0.28	0.25	0.36	0.46	-	21	15	12	2.2
电网	600995	文山电力	审慎推荐 B	8.0	0.37	0.34	0.40	0.49	21	24	20	16	5.4

资料来源：招商证券（截至 2009 年 10 月 22 日收盘价）

表3: 国际公司估值对照表

国别	名称	滚动PE	PE09	PE10	滚动PB	市值(M\$)	营收(M\$)	ROE(%)	ROA(%)	月市值变动%
中国香港	中电控股	15.6	16.2	14.7	1.9	16,160	6,974	16.4	7.7	-1.0
	香港电灯	11.8	13.9	13.3	1.8	11,442	1,640	16.8	11.5	-2.7
	华能国际	N/A	12.8	12.1	1.5	12,401	9,710	-9.4	-2.7	2.0
	大唐发电	39.3	19.5	14.9	1.7	13,100	5,302	2.7	0.5	-6.4
	华润电力	25.8	17.0	14.1	2.6	10,801	3,438	6.6	2.4	-1.1
	华电国际	N/A	10.3	8.6	1.1	4,069	4,318	-19.9	-3.4	-3.1
	中国电力	N/A	13.7	10.5	0.8	1,079	1,387	-7.1	-3.0	2.7
	平均值	23.1	14.8	12.6	1.6	9,865	4,681	0.9	1.9	-1.4
美国	ExelonCorp	11.6	12.4	12.7	2.8	33,508	18,859	25.8	5.9	0.7
	SouthernCo.	14.7	14.3	13.6	1.9	26,493	17,127	13.6	3.7	4.6
	DukeEnergyCorp	14.2	13.5	12.6	1.0	20,994	13,207	6.5	2.7	3.0
	FPLGroupInc	13.3	12.7	11.3	1.8	22,038	16,410	14.6	3.9	-0.6
	FirstenergyCorp	10.0	12.4	13.0	1.6	14,190	13,627	15.6	4.1	-0.7
	EntergyCorp	13.1	12.5	11.8	1.8	15,838	13,094	15.4	3.5	0.8
	AmericanElectricPower	10.1	11.0	10.3	1.2	14,919	14,440	13.3	3.2	-0.2
	PPLCorporation	16.9	17.6	9.3	2.1	11,629	8,044	17.5	4.5	0.9
	EdisonInternational	9.0	11.0	9.6	1.1	10,814	14,112	13.5	3.0	-2.5
	ProgressEnergyInc	13.1	12.7	12.0	1.2	10,725	9,167	9.7	3.0	-2.2
	平均值	12.6	13.0	11.6	1.6	18,115	13,809	14.5	3.7	0.4
巴西	CentraisElettricasBra.	8.8	22.2	9.1	0.3	17,529	16,688	7.4	4.7	-2.7
	CPFL EnergiaSA	12.5	12.5	10.5	3.1	9,090	5,387	25.6	8.0	2.6
	TractebelEnergiaSa	14.1	13.4	12.3	3.9	8,221	1,910	37.2	14.9	4.1
	平均值	11.8	16.0	10.6	2.4	11,613	7,995	23.4	9.2	1.3
欧洲	EDF	21.1	18.3	16.0	2.8	109,005	94,547	13.5	1.8	-0.2
	GDFSUEZ	8.8	14.1	12.7	1.1	101,768	99,908	12.8	4.6	-0.9
	E.ONAG	19.0	9.8	9.0	1.4	81,506	127,604	3.0	0.9	-6.2
	ENELSPA	5.2	8.5	9.5	1.3	59,856	87,631	26.5	4.0	-2.0
	RWEPowerAG	9.1	9.7	8.9	2.8	52,229	69,867	20.1	2.9	-1.2
	IberdrolaSA	13.6	12.3	12.0	1.2	50,130	38,228	11.7	3.7	-5.6
	ENDESASA	7.1	9.3	11.2	1.8	36,593	33,589	49.3	12.2	4.5
	NationalGridPlc	15.9	10.1	10.0	3.9	24,332	26,845	20.2	2.3	-2.5
	平均值	12.5	11.5	11.2	2.0	64,427	72,278	19.6	4.0	-1.8
亚洲	东京电力株式会社	N/A	28.6	17.4	1.3	33,016	58,828	-3.4	-0.6	-6.3
	关西电力株式会社	N/A	15.1	17.5	1.1	20,682	27,873	-0.5	-0.1	-6.4
	中部电力株式会社	N/A	17.3	19.1	1.0	17,522	25,079	-1.1	-0.3	-6.2
	东北电力株式会社	N/A	23.5	24.3	1.0	10,169	18,417	-3.4	-0.8	-7.6
	九州电力株式会社	25.9	23.9	29.2	0.8	9,625	15,229	3.2	0.8	-9.1
	韩国电力公司	N/A	N/A	13.1	0.5	18,987	29,201	-6.9	-4.5	0.1
	NTPCLimited	21.7	19.7	18.1	3.1	37,549	9,691	14.7	7.9	1.9
	ReliancePowerLimited	156.5	94.3	65.0	2.8	8,187	N/A	1.8	1.6	-4.6
	TataPowerCoLtd	25.9	19.4	17.6	3.7	7,246	2,660	15.0	4.5	9.4
	RelianceInfrastructureLtd	21.3	21.3	19.5	1.7	6,026	2,199	8.1	4.4	2.8
	平均值	50.3	29.2	24.1	1.7	16,901	21,020	2.7	1.3	-2.6

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券 (截至 2009 年 10 月 22 日收盘价)

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。