



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

观点聚焦

2009 年 12 月 10 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

利润率低位徘徊，交易性机会仍在

电力行业 2010 年投资策略

投资提示：

给予行业“中性”评级，密切关注交易性投资机会。2010 年，电力行业利润增速放缓，行业跑赢市场难度大。

- **火电：**利润增量主要源自电量回升，点火价差年度总体稳定，但季节性波动加大。建议关注事件驱动带来的两类交易性机会：1) 行业层面：一季度末、二季度电煤价格波动带来的交易性机会：若电煤价格出现季节性回落，火电业二季度业绩环比增速将大幅度提升，优选业绩弹性大的公司；若电煤价格维持年初的高位（较 09 年均价涨幅超过 50 元/吨）或继续上涨，火电业的亏损压力将比 08 年更严重，这会催生上网电价提升预期，优选行业龙头。2) 公司层面：优选具备“区域优势”+“资产实力”的公司，业绩有望实现超预期增长。
- **水电：**利润率稳定，业绩对电价敏感性低。规模增长对大水电边际效应有限，建议关注区域型中、小水电。
- **区域型电网：**供电区域扩张、主业发生转型的公司有望带来交易性投资机会。

A 股：审慎推荐：华能国际(600011 CH)、申能股份(600642 CH)、国电电力 (600795 CH)和深圳能源 (000027 CH)

H 股：审慎推荐：华能国际 (902.HK)，12 个月目标价格 HKD5.8。

理由：

2010 年，火电盈利恶化空间有限。1) 预计 2010 年火电税前利润率维持在 3%-5%，与 09 年持平，但季节性波动加大：一季度微利；二季度盈利环比有望大幅提升，源自电煤价格季节性回落；下半年电煤产量增长进程是决定火电利润的核心因素。2) 当前火电业利润率偏低，无力承担煤价上涨；若二季度煤价持续高位，再次提升上网电价是大概率事件：现有电价水平下，电煤均价涨幅超过 50 元/吨，火电业亏损额将超过 08 年。3) 加息对火电盈利不利，但影响十分有限。若全年加息 27 个基点，火电行业利润将下滑 10%，但加息是个逐步的过程，且在 2010 年中后期才有可能发生，实际影响将小于此。

具备“区域优势”+“资产实力”的公司 2010 年业绩有超预期的可能性。1) 看好水电及华东地区火电盈利稳定性：华东火电利用小时持续高位，点火价差好于行业平均；2) 负债率低或在建工程占比高的区域型发电商有望实现超预期规模增长，新机投产和资产收购进程值得关注。

预计 2010 年电量增速 6%-8%，呈前高后低态势。我们看好南方地区利用小时回升，华东地区保持稳定。

估值：

A 股：股价对应 2010 年平均市盈率 20x-23x，市净率 2.1x-2.2x，估值优势不在，建议关注事件驱动。

H 股：股价对应 2010 年平均市盈率 12x，市净率 1.2x，属历史最低水平，安全边际大。我们认为，股价充分反映了煤价上涨的预期；一季度末电煤价格会出现回调，火电业绩有望大幅反弹，建议关注超跌带来的投资机会。

风险：

电量回升出现反复，下半年电量增速低于预期。

目录

投资提示.....	4
给予“中性”评级，关注交易性投资机会	4
火电盈利恶化空间有限.....	6
火电：利润率低位徘徊，抗风险能力脆弱	6
(1) 盈利对电价、煤价波动高度敏感	7
(2) 华东地区机组承受风险能力最强	8
(3) 财务压力：负面影响十分有限	9
水电：利润率稳定，负债率渐降	11
区域型电网：购销价差稳定，电量增加是核心	12
区域优势+资产实力.....	13
2010 年电力供需预测	14
预计 2010 年电力消费增速 6%-8%	14
预计 2010 年电力装机增速 7-8%	14
预计 2010 年利用小时整体持平	15
华能国际 (600011.CH)：审慎推荐	16
国电电力 (600795.CH)：审慎推荐	18
中能股份 (600642.CH)：审慎推荐	20
深圳能源 (000027.CH)：审慎推荐	22

图表目录

图表 1：电力股盈利预测与估值比较	4
图表 2：A股：2009 年各行业累计涨幅	5
图表 3：H股：2009 年各行业累计涨幅	5
图表 4：1999-2009 火电行业利润率	6
图表 5：1999-2009 期间费用率	6
图表 6：不同上网电价（含税）情形下，2010 年火电税前利润率	7
图表 7：不同电煤均价（含税）情形下，2010 年火电税前利润率	7
图表 8：2010 年主要电力上市公司业绩敏感性	8
图表 9：上市公司权益装机分布	8
图表 10：各省份点火价差分布	9
图表 11：2003-2009 火电行业负债率变化	10
图表 12：电源投资增速	10
图表 13：销售电价、上网电价变化	10
图表 14：电网与发电商利润率	10
图表 15：2003-2009 水电行业利润率	11
图表 16：2003-2009 水电行业负债率变化	11
图表 17：2009 年电价调整，各个省份电价变化幅度	12
图表 18：2009 年电价调整，各个省份电价变化幅度	12
图表 19：上市公司净负债率一览（在建工程比例超过 20%）	13
图表 20：上市公司净负债率一览（在建工程比例低于 20%）	13
图表 21：电力消费增速预测	14
图表 22：电力装机增速预测	15
图表 23：全国平均利用小时预测	15
图表 24：华能国际 2009、2010、2011 年新增机组	17
图表 25：华能国际历史和预测的财务指标	17
图表 26：国电电力 2009、2010、2011 年新增机组，及增速	19
图表 27：国电电力历史和预测的财务指标	19
图表 28：中能股份 2009、2010、2011 年新增机组	21
图表 29：中能股份历史和预测的财务指标	21
图表 30：深圳能源 2009、2010、2011 年新增机组	23
图表 31：深圳能源历史和预测的财务指标	23

图表 32 华能国际 (902.HK) PE, PB 分布	24
图表 33 华电国际 (902.HK) PE, PB 分布	24
图表 34 华润电力 (836.HK) PE, PB 分布	24
图表 35 大唐发电 (991.HK) PE, PB 分布	24

投资提示

给予“中性”评级，关注交易性投资机会

- **利润率低位徘徊，无需担忧火电盈利持续恶化。**1) 目前火电行业盈利能力仍弱：2009年，预计火电业税前利润400-500亿元，税前利润率4.2%。2010年，预计火电业税前利润率维持在3%-5%，与09年持平，但季节性波动加大。2) 无力承担煤价上涨：在现有上网电价水平下，若2010年电煤（原煤）均价较09年均价涨幅超过50元/吨，将增加成本650-750亿元成本。换句话说，火电业亏损将较08年更为严重。行业性亏损无法持续，必将催生行政干预措施的产生。
- **建议关注事件驱动带来的两类交易性投资机会。**1) 行业层面：一季度末、二季度电煤价格波动带来的交易性机会：若电煤价格出现季节性回落，火电业二季度业绩环比增速将大幅度提升，建议优选业绩弹性大的公司；若电煤价格维持年初的高位（较09年均价涨幅超过50元/吨）或继续上涨，火电业的亏损压力将比08年更严重，这会催生上网电价提升预期，建议优选行业龙头。2) 公司层面：具备“区域优势”+“资产实力”的公司2010年业绩有超预期的可能。
- **预计2010年电量增速6%-8%，装机增长7-8%，利用小时总体持平。看好南方、华东地区利用小时回升。**

A股：审慎推荐：华能国际（600011.CH）、中电股份（600642.CH）、国电电力（600795.CH）和深圳能源（000027.CH）。

H股：电力股交易在历史最低水平：2010年市净率仅0.7-1.6x。股价充分反映了煤价上涨的预期，继续下行空间有限，安全边际大。我们看好二季度火电商业绩反弹，建议投资者关注春节前后电煤价格波动趋势。但短期内，我们认为电煤价格仍将维持高位：1) 四季度为北方传统用煤旺季，2) 春节期间，考虑到矿工返乡因素，煤矿放假时间较长，电煤供应较电煤需求回落速度更快。电煤价格仍有望维持高位，发电商1、2月份盈利仍不乐观。

审慎推荐：华能国际（902.HK），12个月目标价格HKD5.8，较目前股价有26%上升空间，对应2010年市净率1.4x。

图表1：电力股盈利预测与估值比较

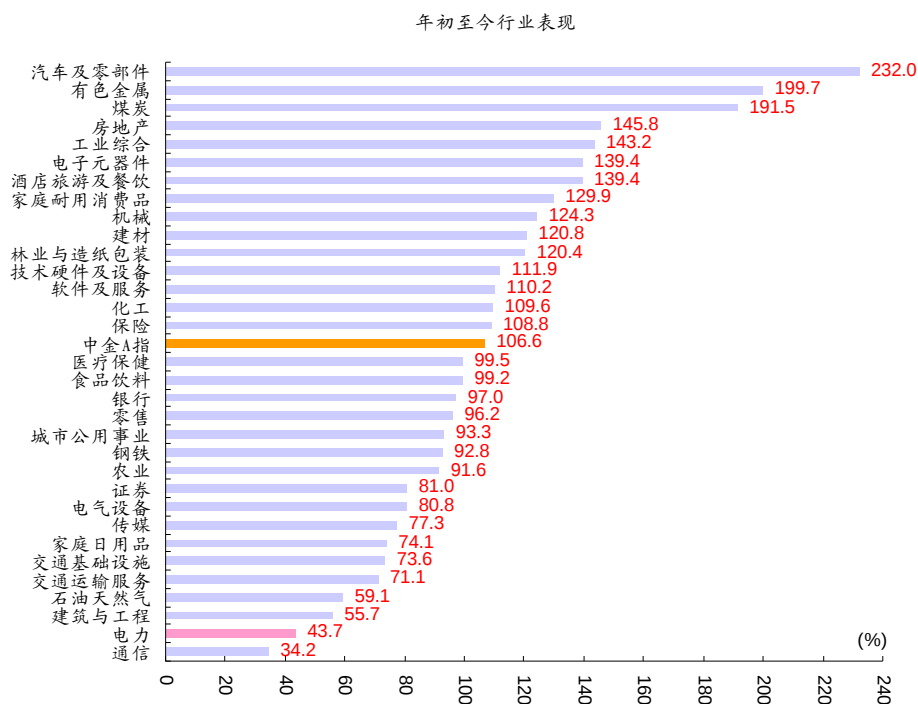
A股	Price 2009-12-9 (Rmb)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
						EPS (Rmb)				P/E(x)				P/B(x)			
国电电力	7.07	审慎推荐	5,448	5,448	39	0.03	0.32	0.38	0.46	215.3	22.4	18.6	15.5	2.7	2.4	1.9	1.8
华能国际	8.02	审慎推荐	12,055	2,878	84	(0.31)	0.40	0.42	0.47	(26.1)	19.9	19.3	17.2	2.7	2.4	2.3	2.2
中电股份	11.88	审慎推荐	2,890	2,890	34	0.21	0.60	0.63	0.64	57.9	19.9	18.9	18.5	2.6	2.5	2.2	2.1
深圳能源	13.46	审慎推荐	2,202	599	30	0.47	0.96	0.81	0.82	28.7	14.0	16.7	16.4	2.6	2.2	2.1	2.0
华电国际	5.49	审慎推荐	6,771	4,590	32	(0.38)	0.19	0.24	0.26	(14.5)	29.5	22.7	20.8	3.0	2.4	2.2	2.0
长江电力	13.18	审慎推荐	11,000	4,909	145	0.42	0.48	0.69	0.72	31.6	27.5	19.0	18.3	2.9	2.3	2.2	2.1
广州控股	7.33	中性	2,059	2,059	15	0.16	0.32	0.36	0.40	46.2	22.6	20.2	18.3	1.7	1.6	1.6	1.5
上海电力	5.94	中性	2,140	2,140	13	(0.70)	0.14	0.19	0.25	(8.4)	41.9	31.8	23.8	2.9	2.1	1.9	1.8
国投电力	9.81	审慎推荐	1,995	1,055	20	0.12	0.13	0.32	0.44	83.3	75.6	30.7	22.5	2.5	1.7	1.6	1.5
建投能源	7.18	中性	914	547	7	0.05	0.20	0.29	0.31	141.8	35.2	24.6	23.2	2.3	2.2	2.0	1.9
内蒙华电	7.93	中性	1,981	573	16	(0.40)	0.21	0.24	0.45	(19.6)	37.3	33.1	17.7	4.8	4.3	4.0	3.4
大唐发电	9.16	中性	11,780	4,413	87	0.07	0.13	0.16	0.17	131.1	71.7	57.7	53.7	4.1	4.1	3.9	3.7
平均值										n.a	30.5	23.0	19.6	2.8	2.4	2.2	2.0
中间值										n.a	25.1	20.1	18.4	2.6	2.3	2.1	2.0

H/B股	(HK\$)	目标价 (HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)													
华能电力	4.54	审慎推荐	5.80	12,055	3,055	96	(0.35)	0.46	0.48	0.55	(13.0)	9.9	9.4	8.2	1.3	1.2	1.1
华电国际	2.07	审慎推荐	2.40	6,771	1,431	36	(0.43)	0.21	0.28	0.31	(4.8)	9.8	7.4	6.6	1.0	0.8	0.7
华润电力	14.26	中性	15.50	4,672	4,672	67	0.41	0.97	1.02	1.28	35.2	14.7	14.0	11.1	2.4	1.8	1.6
大唐发电	3.30	中性	3.50	11,780	3,279	99	0.08	0.15	0.18	0.20	41.6	22.7	17.9	16.2	1.3	1.3	1.2
中国电力*	2.02			3,606	3,606	7	(0.22)	0.16	0.20	0.24	(9.4)	12.4	10.0	7.9	0.7	0.7	0.6
中电控股*	51.85			2,406	2,408	125	4.33	3.20	3.54	3.68	12.0	16.2	14.6	14.1	1.9	1.9	1.8
香港电灯*	41.85			2,134	2,134	89	3.76	3.03	3.15	3.21	11.1	13.8	13.3	13.0	1.9	1.8	1.7
平均值											n.a	13.7	12.1	11.1	1.5	1.3	1.2
中间值											n.a	13.1	11.6	11.2	1.3	1.3	1.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

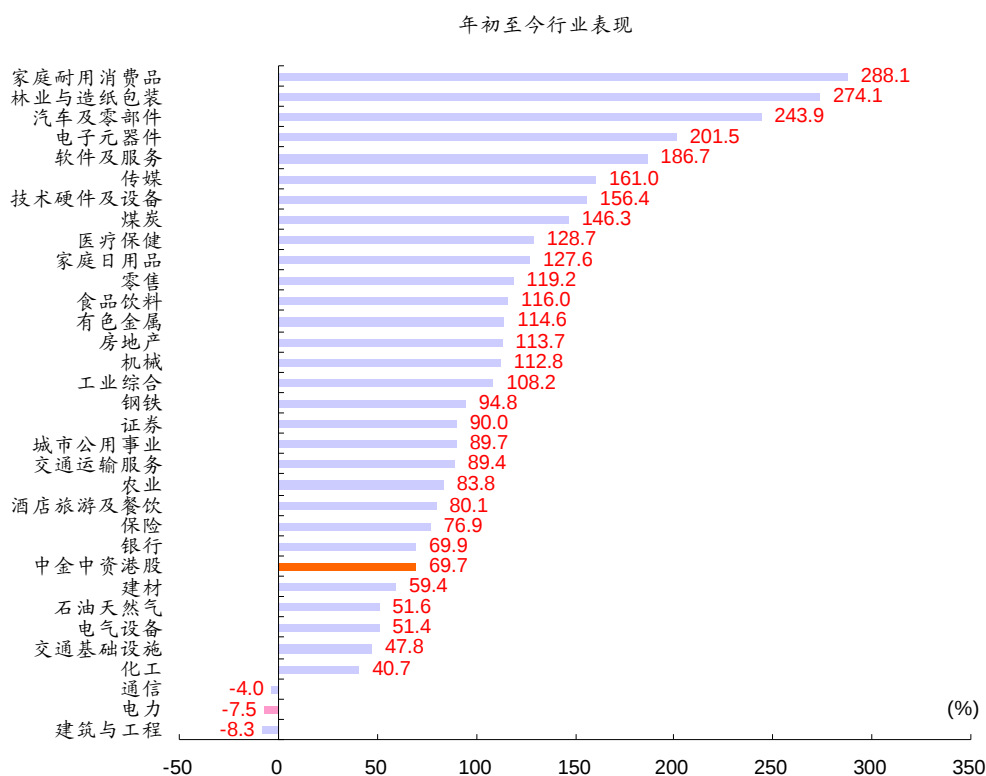
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 2: A 股: 2009 年各行业累计涨幅



资料来源: 中金公司研究部

图表 3: H 股: 2009 年各行业累计涨幅



资料来源: 中金公司研究部

火电盈利恶化空间有限

火电：利润率低位徘徊，抗风险能力脆弱

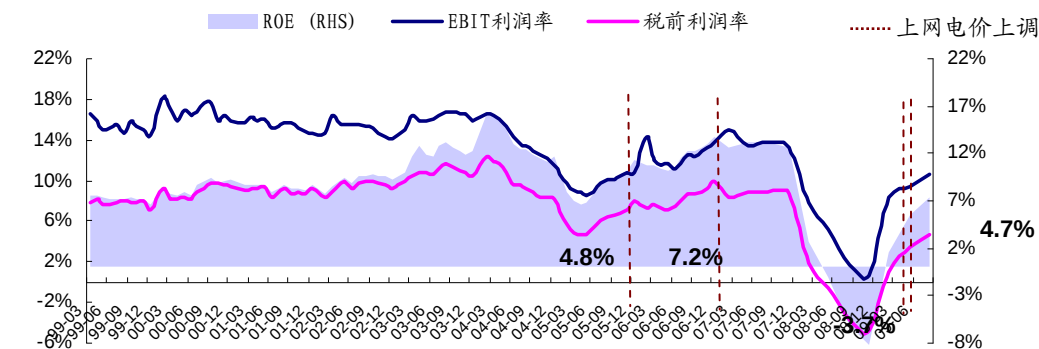
预计 2009 年火电行业税前利润率为 4%，是 1999-2007 年来最低水平。原因主要来自两方面：一是煤价上涨导致点火价差减小；二是财务费用支出比例接近历史新高：当前负债率为 74.7%，财务费用占收入比率达 7%。值得注意的是，火电行业的管理费用率已经降至十年来最低水平：2%左右——显示出行业依赖继续提高内部生产效率节约成本的空间十分有限。

在脆弱的盈利能力下，任何成本变化都将使火电盈利发生剧烈波动，对于电力股而言，这将产生交易性投资机会：

- **一季度，电量处于低位，电煤价格维持高位：**火电处于盈亏平衡边缘，个别地区有可能亏损；电力股缺乏正面催化剂。
- **二季度，电量季环比上升。火电业绩有望环比提升，电力股具备交易性投资机会。**若电煤价格出现季节性回落：则火电行业利润环比大幅上升；具备区域优势且业绩弹性大的公司业绩环比提升幅度最大。若电煤价格维持高位：均价增幅为 50 元/吨以上，则行业亏损程度超过 08 年，再次上网电价上调是大概率事件；建议优选行业龙头。
- **下半年：利润增速能否超预期，主要取决于电量增速。**我们看好南方和华东地区的利用小时反弹。此外，若夏季用煤高峰电煤供应充足，电煤价格维持稳定或回落，则进一步增强火电商利润季节性回升幅度。华东地区的发电商有望延续业绩季度增长，股价表现好于行业平均。

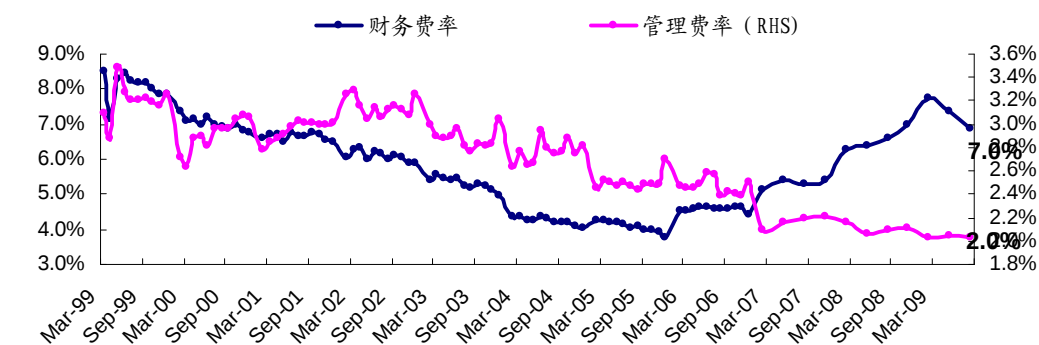
全年来看，发电行业利润维持在当前水平，税前利润率为 3%-5%。

图表 4：1999-2009 火电行业利润率



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

图表 5：1999-2009 期间费用率



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

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。

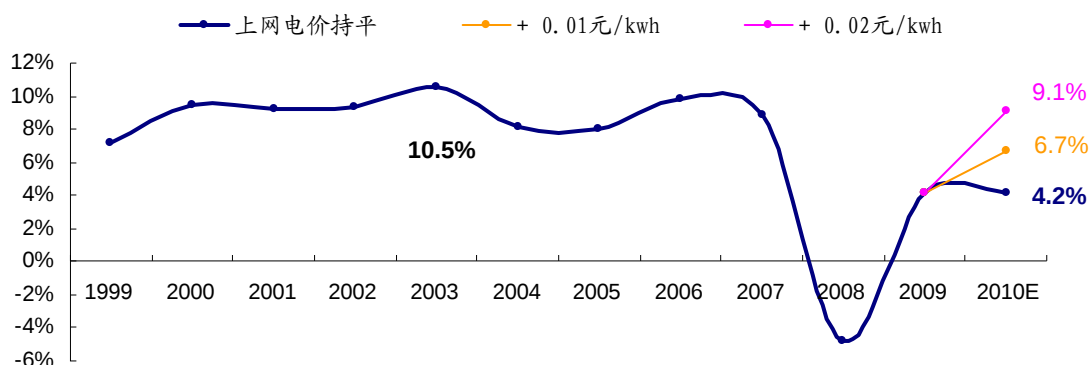
(1) 盈利对电价、煤价波动高度敏感

- **2009年11月，电价调整：上网电价维持稳定，销售电价提升。**1) 全国平均上网电价变动-0.2%，对火电行业利润影响甚微。2) 平均销售电价提升5%，一年可增加两大电网净利润500-600亿元（2009年，预计两大电网亏损约300-400亿元），以此测算，两大电网2010年将实现扭亏为盈。3) 地方电网类公司实际业绩增厚幅度取决于各地方政府具体销售电价提升幅度。
- **若上网电价全年上调1分/kwh（含税），行业盈利可增加超过60%。**2010年，考虑火电电量增长8%，电煤价格较09年持平，我们分析：1) 若上网电价上调1分/kwh（含税），火电行业税前利润率回升至7%，仍低于2005年第一次电价调整时期水平；2) 若上网电价上调2分/kwh（含税），火电行业税前利润率回升至9%，即1999-2007年间平均水平。
- **若平均原煤均价涨幅超过30元/吨（含税），就可能使全行业利润为0。**2010年，考虑火电电量增长8%，维持现有上网电价，我们分析：1) 若原煤均价涨幅超过30元/吨（含税），火电行业就有可能面临全行业亏损风险；2) 若原煤均价涨幅超过50元/吨（含税），火电行业亏损程度将较2008年更为恶化；3) 若原煤均价涨幅超过70元/吨（含税），火电行业税前利润率将降至-8%，平均亏损2.5分/kwh。行业普遍亏损的态势无法持续，必然推动行政性干预措施的出台。

我们认为，在现有上网电价水平下，火电行业根本无法承受5%以上的电煤均价上涨。若2010年电煤均价较2009年上涨超过5%，推动再一次的上网电价提升是大概率事件。上网电价波动后，电、煤双方进入新一轮的平衡，但火电行业无法因此获得超额收益，行业长期利润率仍维持在较低水平，短期内有望出现大幅波动。

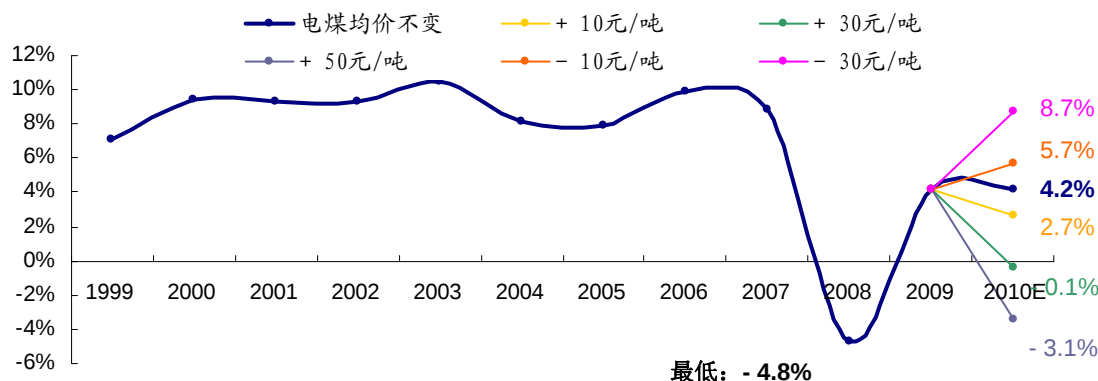
比较各个公司，华电国际、华能国际业绩敏感性高于其他公司。

图表6：不同上网电价（含税）情形下，2010年火电税前利润率



资料来源：中金公司研究部

图表7：不同电煤均价（含税）情形下，2010年火电税前利润率



资料来源：中金公司研究部

图表 8：2010 年主要电力上市公司业绩敏感性

2010E	华电国际	华能国际	国投电力	建投能源	大唐发电	国电电力	中能股份	华润电力	长江电力
电价敏感度(+1%)	15%	14%	16%	8%	15%	5%	5%	5%	2%
燃料成本敏感度(+1%)	-9%	-9%	-7%	-5%	-7%	-2%	-3%	-2%	0%
利用率敏感度(+1%)	6%	5%	10%	4%	4%	3%	1%	2%	2%

资料来源：中金公司研究部

(2) 华东地区机组承受风险能力最强

比较各个地区的点火价差以及火电机组利用小时情况：

- 华东地区：多数省份点火价差、火电利用小时均好于全国平均水平。
- 华中地区：点火价差较好，但火电利用小时低迷，主要源自水电占比较高。
- 南方地区：利用小时持续高位，但点火价差属较低水平。2010 年，火电机组的利用小时压力较大，主要来自于 2009 年云贵大量水电机组投产所致。截至 2009 年 10 月，云、贵水电装机分别较年初增加 24%和 25%。

我们认为：中能股份，上海电力，华能国际，国电电力以及国投电力业绩稳定性将好于其他火电发电商。

图表 9：上市公司权益装机分布

上市公司	国电电力	华电国际	中能股份	华能国际	长江电力	建投能源	国投电力	广州控股	大唐发电	华润电力	上海电力	深圳能源
合计(MW)	14246	20751	4633	42012	20920	2320	6256	2028	20930	17415	6577	5095
东北	11%	0%	0%	9%	0%	0%	0%	0%	3%	6%	0%	0%
华北	32%	60%	0%	27%	0%	100%	2%	0%	60%	12%	0%	9%
山东	0%	46%	0%	17%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
其他省份	32%	13%	0%	11%	0%	100%	2%	0%	60%	12%	0%	7%
华东	37%	15%	100%	38%	0%	0%	25%	0%	17%	42%	100%	2%
华东四省（上海、江苏、浙江、福建）	37%	4%	97%	38%	0%	0%	17%	0%	17%	38%	100%	0%
安徽	0%	11%	3%	0%	0%	0%	8%	0%	0%	4%	0%	2%
华中	6%	18%	0%	10%	100%	0%	25%	0%	5%	32%	0%	0%
西北	8%	8%	0%	4%	0%	0%	21%	0%	4%	0%	0%	0%
南方	5%	0%	0%	5%	0%	0%	27%	100%	11%	9%	0%	88%
广东	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	90%	4%	8%	0%	88%
其他省份	5%	0%	0%	0%	0%	0%	27%	10%	7%	1%	0%	0%
海外				6%								

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 10: 各省份点火价差分布

地区		点火价差>120	全年火电利用 小时>4900	利用小时较07 年跌幅<5%	点火价差 (元/MWh)			火电利用小时		
					Nov-09	Dec-08	Dec-07	Oct-09	Oct-08	Oct-07
东北	辽宁	yes	yes		169	168	179	4407	4709	4935
	吉林	yes			127	128	168	4049	5022	5160
	黑龙江				101	110	164	3444	3983	4335
华北	内蒙				108	106	130	3724	4091	4601
	山西				78	74	91	4047	4492	5084
	北京				137	129	156	3879	4107	4522
	天津		yes		89	108	122	4126	4347	4798
	河北	yes	yes		127	123	89	4381	4446	4870
	山东		yes	yes	86	39	78	4116	4175	4153
华东	上海	yes			136	176	151	3714	4121	4152
	江苏	yes	yes	yes	138	166	109	4500	4337	4309
	浙江	yes			146	163	160	3955	4233	4708
	安徽	yes	yes		122	47	128	4038	4669	4502
	福建		yes		108	125	125	4027	4331	4311
华中	江西				71	18	114	3659	3707	3964
	河南	yes			126	75	148	3645	4077	4205
	湖北	yes			143	161	174	3488	3460	3782
	湖南	yes			156	174	191	3321	3314	3833
	重庆	yes		yes	121	90	97	3579	3644	3691
	四川				111	73	90	3040	2659	3547
西北	陕西				107	87	126	3325	4316	4534
	甘肃				94	65	121	3539	4590	4971
	青海				93	53	116	4081	4386	4710
	宁夏		yes		57	30	118	4189	5394	5624
	新疆	yes	yes		128	132	132	4422	4838	4711
南方	广东			yes	93	131	172	3844	3998	3966
	广西				89	37	73	2777	2907	3791
	海南			yes	50	78	130	3434	3875	3596
	贵州			yes	79	73	100	3579	3644	3691
	云南				73	33	94	3040	2659	3547

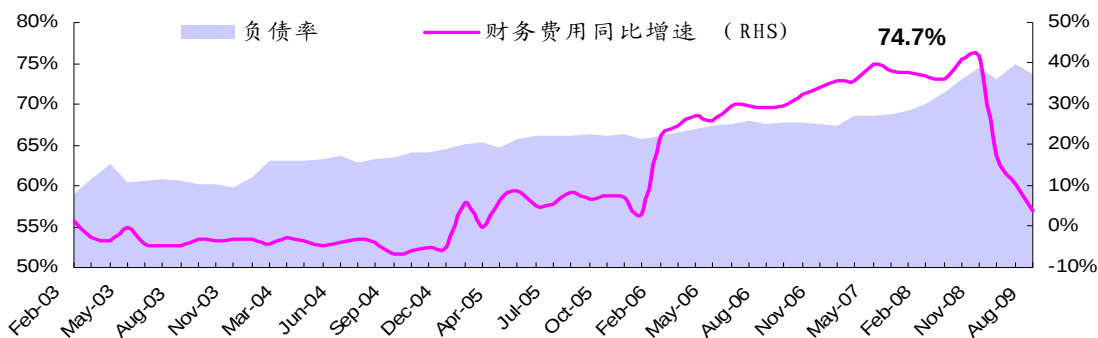
资料来源: 中国煤炭资源网、中国电力新闻网、中金公司研究部

(3) 财务压力: 负面影响十分有限

我们认为火电业财务费用率持续增加的可能性非常小, 对于这方面对行业盈利造成的负面影响并不担心。

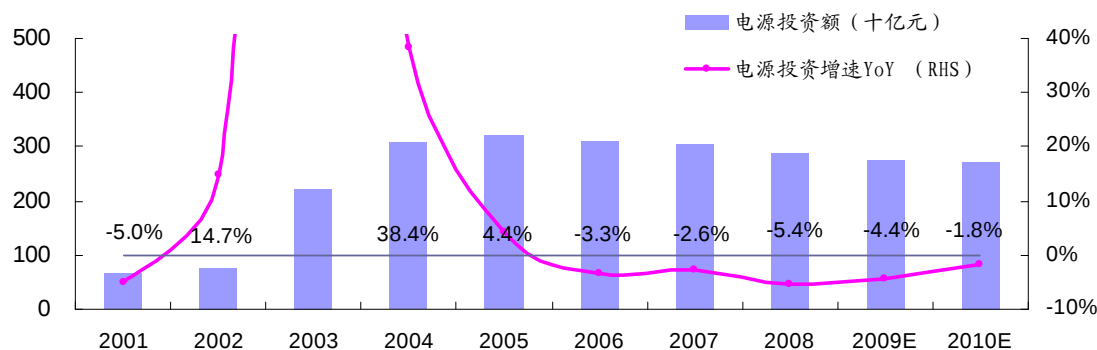
- 行业负债率处历史高位: 74.7%, 进一步扩张财务杠杆的空间有限。且电源投资增速自 06 年以来持续下降态势, 预计 2010 年行业投资增速继续下降 1.8%, 实际负债率提升可能性小。
- 加息对火电盈利不利, 但影响十分有限。考虑 2010 年全年加息 27 个基点, 火电行业利润将下滑 10%, 但需指出的是, 加息是一个逐步的过程, 且在 2010 年后期才有可能发生, 实际影响将小于此。

图表 11：2003-2009 火电行业负债率变化



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

图表 12：电源投资增速



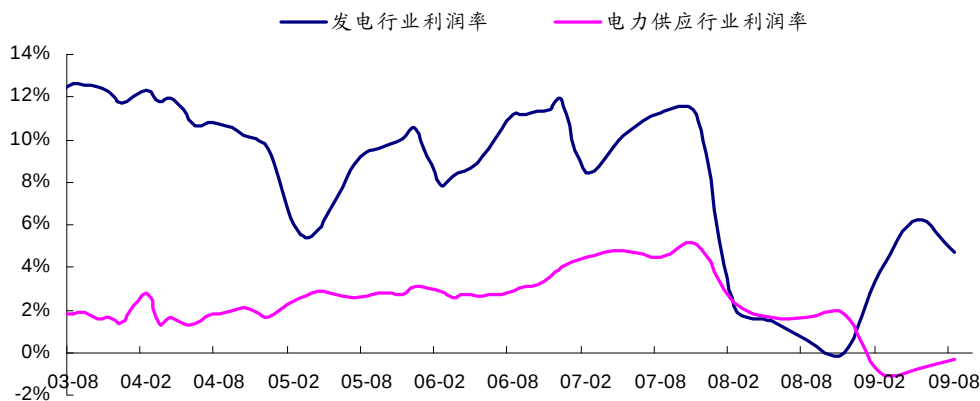
数据来源：中电联、中金公司研究部

图表 13：销售电价、上网电价变化

分/千瓦时	2005-05	2006-06	2008-07	2008-08	2009-11
平均上网电价调整	2.00	1.17	1.70	2.00	-0.08
上调幅度%	6%	4%	5%	6%	-0.2%
平均销售电价调整	2.52	2.49	2.50	0.00	2.50
上调幅度%	5%	4%	4%	0%	4%

数据来源：中电联、中金公司研究部

图表 14：电网与发电商利润率



数据来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

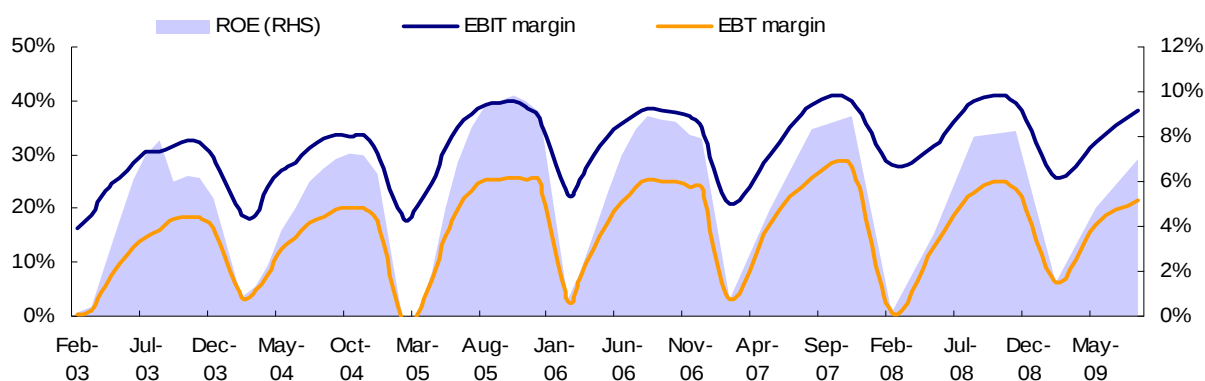
水电：利润率稳定，负债率渐降

我们认为水电股的催化剂主要源自装机规模发生显著变化：在建项目投产或资产收购，建议关注区域型中、小水电。大型水电站，由于基数较大，可能的事件驱动对于公司整体业绩影响有限。

行业盈利能力稳定，确定性高。水电行业盈利季节性波动大，主要源自水情的季节性变化，但年均税前利润率稳定在22%左右，显著优于火电行业（税前利润率4%）。较厚的盈利率为水电行业产生三方面影响：

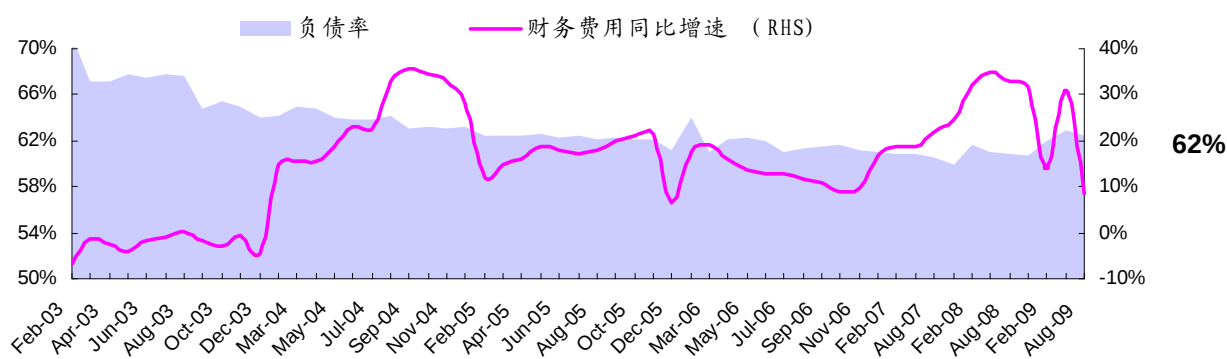
- 行业抗风险能力强，现金流丰厚，投资能力强。
- 持续上网电价提升的可能性较小。
- 业绩敏感性低。

图表 15：2003-2009 水电行业利润率



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

图表 16：2003-2009 水电行业负债率变化



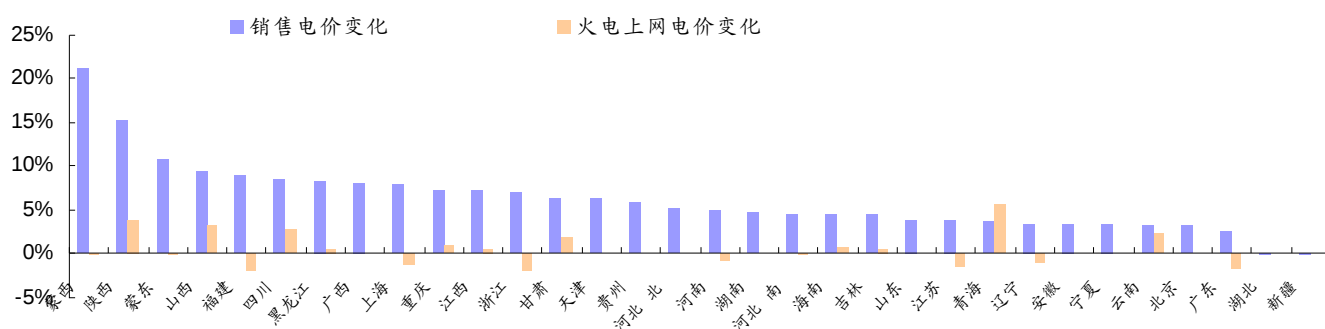
资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

区域型电网：购销价差稳定，电量增加是核心

我们认为，供电区域存在扩张潜能或主业发生转型的公司有望带来交易性投资机会，但当前电网类估值水平偏高（平均 PB 在 3 倍以上），行业性投资机会不大。

- 09 年电价调整，内蒙、陕西、山西、福建和四川的电网获益幅度优于其他地区。2009 年 11 月电价调整，全国平均销售电价提升 2.5 分供电/kwh（或 5%），比较各个地区电价变化，上述地区销售电价体征幅度均在 8% 以上，电网获益幅度优于其他地区。值得一提的是，各个地区的具体电价波动幅度由地方政府制定，区域型电网公司的获益程度仍有待明确。且这一预期被市场消化较为充分。
- 供电区域存在扩张潜能的电网公司，2010 年供电收益有望超预期。比较各个电网公司在建项目，西昌电力，桂东电力，涪陵电力以及文山电力的电网业务在建工程占比在 8% 以上，2010 年电网收益增速有望好于行业平均。

图表 17：2009 年电价调整，各个省份电价变化幅度



资料来源：发改委（*销售电价以 1KV 以下一般工业用电电价为基准）

图表 18：2009 年电价调整，各个省份电价变化幅度

上市公司	代码	区域	2009 年 电价波动		在建工程占比	在建项目	主营业务利润 贡献占比	P/B
			销售电价	上网电价				
乐山电力	600644	四川	8.5%	2.7%	96%	多晶硅	96%	5.6
岷江水电	600131	四川	8.5%	2.7%	108%	小水电	52%	5.4
西昌电力	600505	四川	8.5%	2.7%	15%	小水电+配网	100%	8.9
桂东电力	600310	广西	8.2%	0.0%	9%	小水电+配网	100%	5.6
涪陵电力	600452	重庆	7.1%	1.1%	5%	配网	109%	3.4
郴电国际	600969	湖南	4.8%	0.0%	1%	配网	100%	4.1
文山电力	600995	云南	3.3%	2.3%	8%	配网	99%	4.1

资料来源：发改委（*销售电价以 1KV 以下一般工业用电电价为基准）

区域优势+资产实力

行业整体估值不低：2010 年对应平均市盈率 20x-23x，市净率 2.1x-2.2x，且 2010 年盈利面临下行压力，行业性投资机会有限。我们建议从安全边际考虑：选取有相对估值优势且业绩稳定性更强，或业绩有上行空间的公司，有望取得优于行业的收益率。具备下列特征的公司业绩表现有望好于预期：

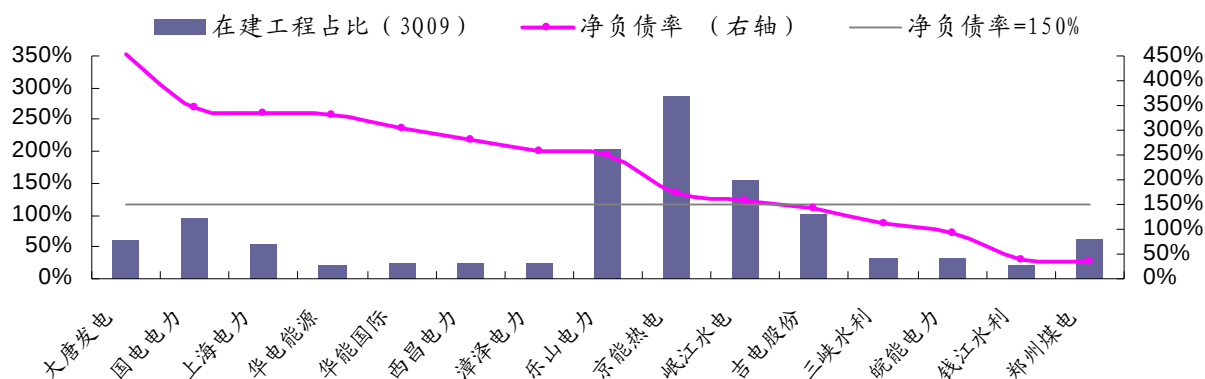
➤ 区域优势：存量机组业绩稳定性强。如前文所述，我们认为华东地区的火电商的业绩稳定性好于其它发电商。

➤ 资产优势：具备规模扩张能力的公司业绩有超预期可能。规模扩张源自两种可能：

1) 在建项目：关注在建工程比例高且资金压力有限的公司，例如：皖能电力。对比 A 股市场，在建工程占比超过 20% 的电力上市公司，我们发现其净负债率多在 150% 以上，换言之，这些公司在面临高增长的同时，存在巨大资金压力，如若进行股权融资，业绩有摊薄风险。

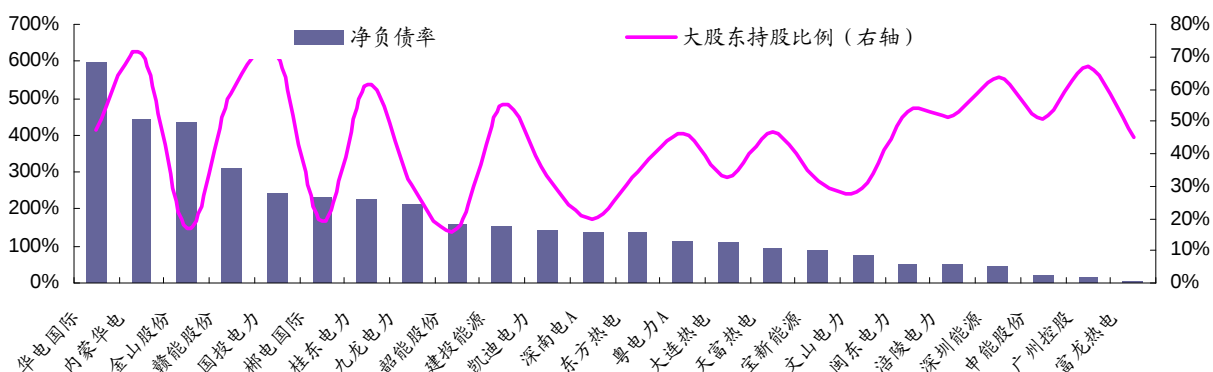
2) 收购资产：关注自身资金压力小且集团持股比例较高的公司，例如：申能股份、深圳能源和广州控股。比较在建工程在 20% 以下的公司，我们认为，资金压力小的公司才具备收购其它项目的资金实力，另一方面，我们还关注集团对于公司的控股比例，集团控股比例较高，才能实现资产注入的同时，保持绝对控股地位。

图表 19：上市公司净负债率一览（在建工程比例超过 20%）



资料来源：Wind 资讯、中金公司研究部

图表 20：上市公司净负债率一览（在建工程比例低于 20%）



资料来源：Wind 资讯、中金公司研究部

2010 年电力供需预测

预计 2010 年电力消费增速 6%-8%

根据各工业行业的产量、电力消费量变化，我们预计 2010 年用电量增速为 6%-8%。情景分析显示：在悲观情形（黑色金属冶炼及化工行业用电量增速为 0%，有色金属冶炼行业为 5%，其他工业用电增速为 5%-6%），09 年全国用电量增速为 5.7%。

图表 21：电力消费增速预测

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1H09	2009E	悲观 2010E1	中性 2010E2	乐观 2010E3
全社会电力消费增速	2.8	6.1	9.5	7.9	11.7	16.4	15.1	13.5	14.4	15.3	5.2	(2.3)	5.4	5.7	7.2	8.7
第一产业	-2.5	5.9	1.9	-0.4	1.8	-0.4	1.3	7.6	12.3	3.8	1.9	5.3	7.0	6.0	6.0	6.0
第三产业	25.0	7.0	10.6	7.8	10.9	14.9	15.2	12.9	7.3	12.8	9.7	9.7	10.0	10.0	10.0	10.0
城镇居民生活用电	5.7	11.8	12.9	10.0	8.8	10.8	10.1	16.2	14.2	11.4	11.8	9.9	12.0	12.0	12.0	12.0
第二产业	0.1	5.1	9.3	8.2	12.9	18.5	16.6	13.4	15.6	16.6	3.8	(6.0)	3.7	3.8	5.9	5.4
其中：黑色金属冶炼及压延加工业	0.3	7.3	7.3	8.0	13.7	24.6	25.2	23.3	19.3	22.4	5.7	(7.9)	0.0	0.0	1.0	2.0
化学原料及化学制品制造业	-8.2	0.5	4.8	6.8	14.4	20.3	13.4	14.9	14.7	11.9	5.3	(12.9)	(3.5)	0.0	2.0	4.0
有色金属冶炼及压延加工业	4.9	12.9	10.3	6.9	14.9	30.1	17.4	16.8	24.4	31.3	8.1	(13.8)	(4.2)	5.0	10.0	15.0
非金属矿物制品业	6.7	1.8	11.1	8.0	10.9	17.2	17.3	17.1	18.2	11.5	6.7	1.2	6.1	6.0	7.0	8.0
电力、燃气及水的生产和供应业	-5.4	13.5	8.9	10.1	13.7	12.4	14.3	9.2	12.5	12.3	1.5	(2.3)	5.0	5.0	7.0	9.0
其他工业(不含电力)	4.2	0.9	10.9	7.8	11.8	18.3	15.9	10.6	13.8	16.1	0.1	(4.3)	8.0	5.0	7.0	9.0

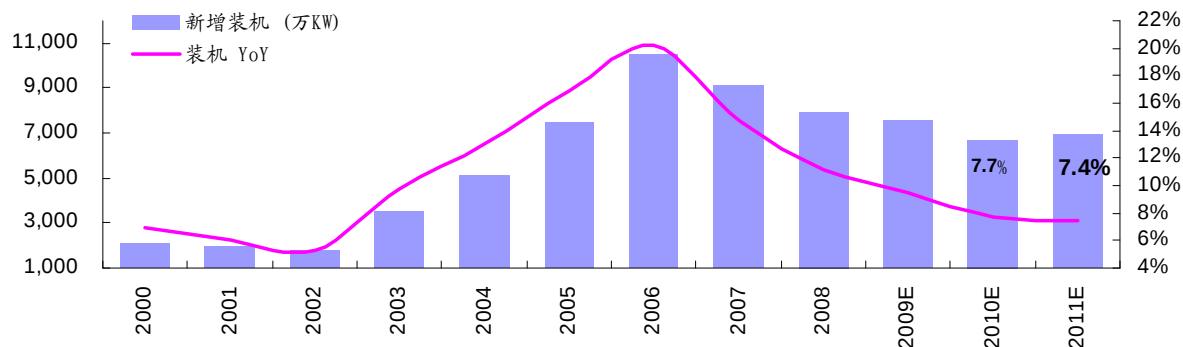
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1H09	2009E	悲观 2010E1	中性 2010E2	乐观 2010E3
全社会电力消费结构	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
第一产业	5%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
第三产业	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
城镇居民生活用电	11%	12%	12%	13%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	12%	13%	13%	13%	13%	13%
第二产业	72%	72%	72%	72%	73%	74%	75%	75%	76%	76%	74%	73%	73%	72%	72%	72%
其中：黑色金属冶炼及压延加工业	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
化学原料及化学制品制造业	9%	9%	8%	8%	8%	9%	8%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	8%
有色金属冶炼及压延加工业	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
非金属矿物制品业	6%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
电力、燃气及水的生产和供应业	16%	17%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	16%	15%	14%	14%	13%	14%	14%	14%
其他工业	30%	28%	28%	28%	28%	29%	29%	28%	28%	28%	27%	27%	29%	27%	28%	28%

资料来源：中国电力新闻网、CEIC、中金公司研究部

预计 2010 年电力装机增速 7-8%

根据现有在建项目统计，2010 年投产的新增装机约为 6700 万千瓦，装机规模增速为 7.7%。考虑时间加权影响，2010 年年化装机增速仍为 7.7%。分地区看，西北以及南方的云南地区仍是 09 年装机增长较快地区，这些地区 09 年机组利用小时下滑压力大。华北的山东地区、华东及南方的广东、广西地区装机增速 09 年小于全国平均水平，利用小时压力较小。华中地区火电机组利用小时主要受当地水情变化的影响。

图表 22: 电力装机增速预测

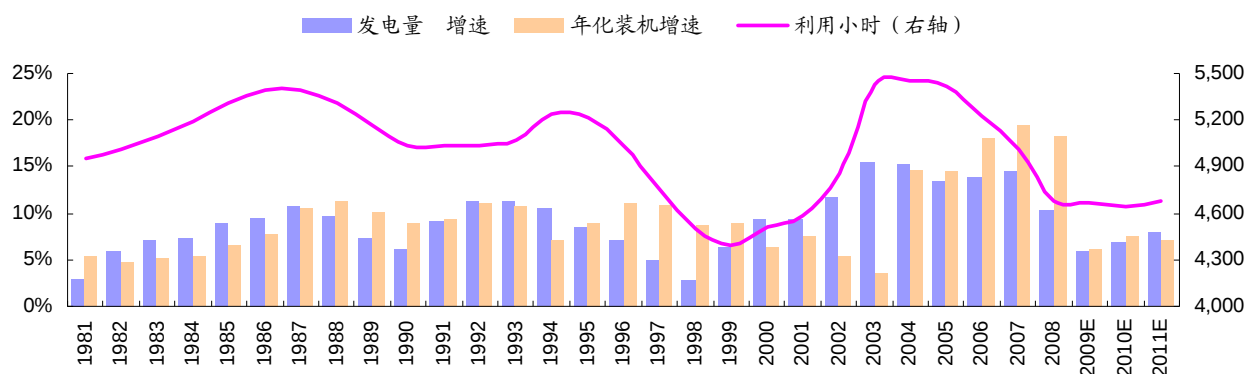


资料来源: 中电联、中金公司研究部

预计 2010 年利用小时整体持平

我们预计, 2010 年利用小时将总体持平。分地区看: 西部地区装机利用小时仍然面临下滑压力; 华北的山东地区、华东、华中以及南方的广东、广西地区利用小时, 有望起稳反弹。

图表 23: 全国平均利用小时预测



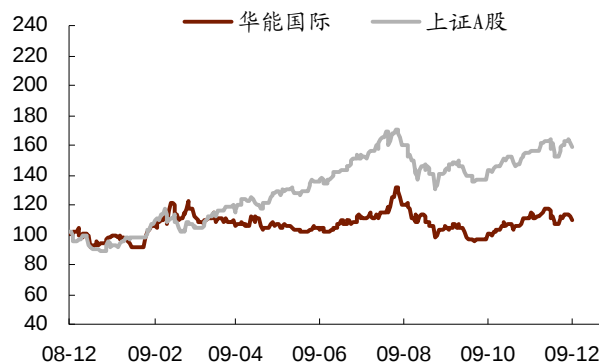
资料来源: 中电联、中金公司研究部

华能国际 (600011.CH)：审慎推荐

稳健成长的行业龙头

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	H-股		A-股
主营业务收入	50,435	67,825	76,952	82,326	93,605	902.HK	股票代码	600011.CH
(+/- %)	14	34	13	7	14	HK\$4.54	当前股价	Rmb8.02
主营业务利润	9,340	842	11,306	12,905	14,962	HK\$5.8	目标价	-
(+/- %)	(11)	(91)	1242	14	16	33.02	日成交量 (百万股)	14.35
营业利润	7,125	(4602)	5,566	6,068	7,056	HK\$6.71/4.45	52周最高价/最低价	Rmb9.7/6.3
(+/- %)	(13)	(165)	221	9	16	95,807	总市值 (百万元)	84,400
净利润	5,997	(3701)	4,862	5,012	5,611	12,055	发行股数 (百万股)	12,055
(+/- %)	1	(162)	231	3	12	3,055	流通股数 (百万股)	2,878
每股盈利 (元)	0.50	(0.31)	0.40	0.42	0.47		主要股东 (持股比例)	华能国际电力开发 (42.03%)
(+/- %)	1	(162)	231	3	12			
市盈率 (X)	16.1	(26.1)	19.9	19.3	17.2			
市净率 (X)	2.1	2.7	2.4	2.3	2.2			
ROE (%)	9.7	(10.2)	12.2	11.9	12.6			
股息收益率 (%)	3.5	3.7	1.2	3.0	3.1			



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

审慎推荐。 我们认为公司具备区域优势且规模成长有望超预期。

- **区域优势为公司 2010 年业绩稳定性奠定基础。** 公司有 43% 的装机分布在华东和广东地区，我们看好这两个地区的机组利用小时稳定性。预计江苏和广东地区的火电利用小时将率先反弹。华能国际将受益于此。
- **电价调整对盈利影响较为中性。** 09 年电价调整，公司平均上网电价降幅仅为 0.3%，2010 年业绩受此次电价调整影响约 -5% 左右。电价下调主要削弱公司华东地区机组盈利能力，而公司所辖山西、重庆等地电厂电价获上调。总体而言，公司业绩负面影响小于市场预期。我们目前的盈利预测已经考虑了电价调整。
- **项目投产和资产收购值得期待。** 截至 09 年末，公司可控装机约 4800 万 kw，公司提出 2010 年控股装机容量超过 6000 万 kw；煤炭可控供应能力 5000 万吨/年。若达到此目标，公司在 2010 年将有 1200 万 kw 左右的规模扩张。目前在建项目仅可满足 2010 年有 250 万 kw-300kw 项目投产，我们预计公司将通过收购来实现 2010 年的装机目标。

估值

预计公司 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.40 元、0.42 元和 0.47 元。当前股价对应 09、10 年市盈率分别为 19x、19x 和 17x，属行业偏低水平。我们看好公司机组的区域分布优势和长期发展潜力。

关注

1) 一季度末、二季度初电煤价格的季节性波动，2) 以及二季度华东地区电量恢复情况。

图表 24: 华能国际 2009、2010、2011 年新增机组

在建及新增机组	预计投产时间	装机容量(兆瓦)	控股比例	权益装机	省份
金陵发电燃煤机组	2010、2011	2,000	60%	1,200	江苏
井冈山二期	2010、2011	1,200	100%	1,200	江西
营口电厂热电	2010	600	100%	600	辽宁
济宁电厂扩建	2010	600	100%	600	山东
福州三期	2011	1,200	100%	1,200	福建
岳阳三期	2011	1,200	55%	660	湖南
平凉二期	2011	1,200	100%	1,200	甘肃
威海三期	2011	1,320	100%	1,320	山东

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 25: 华能国际历史和预测的财务指标

(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	50,435	67,825	76,952	82,326	93,605
主营业务成本	40,943	66,876	65,416	69,174	78,362
主营业务利润	9,340	842	11,306	12,905	14,962
减: 管理费用	1,524	1,855	2,155	2,305	2,621
财务费用	1,939	3,624	4,271	5,224	5,981
利润总额	7,390	-4,433	5,566	6,068	7,056
所得税	972	-220	488	806	1,144
少数股东损益	421	-512	150	250	300
净利润	5,997	-3,701	4,862	5,012	5,611
每股盈利(元)	0.50	(0.31)	0.40	0.42	0.47
每股股利(元)	0.28	0.30	0.10	0.24	0.25
资产负债表					
货币资金	7,533	5,766	7,423	7,517	9,046
应收帐款	6,201	7,128	7,995	8,184	10,212
存货	2,319	5,170	2,156	5,591	3,185
流动资产合计	18,551	20,018	19,686	23,629	25,048
长期投资	8,511	10,007	9,915	10,705	10,827
固定资产	76,063	116,424	130,995	138,757	126,233
资产合计	122,139	164,588	178,734	191,229	180,246
短期借款	11,670	28,745	54,559	66,503	70,981
应付帐款	2,017	2,998	1,908	3,280	2,597
流动负债合计	30,532	51,652	77,283	93,267	99,379
长期借款	33,439	59,027	43,735	37,903	17,903
负债合计	71,374	123,015	133,354	143,506	129,618
少数股东权益	4646	5326	5476	5726	6026
股本	12,055	12,055	12,055	12,055	12,055
储备和未分配利润	34,064	24,191	27,848	29,942	32,547
股东权益合计	50,766	36,247	39,903	41,998	44,602
负债及股东权益合计	122,139	164,588	178,734	191,229	180,246
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	12,221	4,775	19,928	20,449	23,497
投资活动产生的现金流量	-17,361	-48,388	-24,988	-19,310	475
筹资活动产生的现金流量	9,227	38,716	6,717	-1,044	-22,444

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

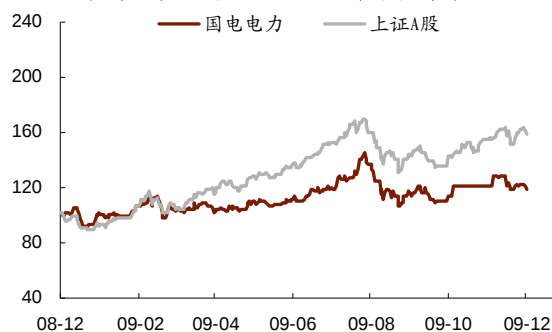
国电电力 (600795.CH)：审慎推荐

持续高速成长的发电商

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	17,467	16,440	18,228	28,647	30,161
(+/- %)	20	(6)	11	57	5
主营业务利润	4,053	1,661	3,406	6,832	7,558
(+/- %)	34	(59)	105	101	11
营业利润	2,444	(167)	1,397	3,831	4,430
(+/- %)	43	(107)	(938)	174	16
净利润	1,711	179	1,719	2,365	2,835
(+/- %)	43	(90)	861	38	20
每股盈利 (元)	0.31	0.03	0.32	0.38	0.46
(+/- %)	43	(90)	861	20	20
市盈率 (X)	22.5	215.3	22.4	18.6	15.5
市净率 (X)	2.9	2.7	2.4	1.7	1.5
ROE (%)	12.7	1.3	10.9	10.4	11.4
股息收益率 (%)	1.3	0.8	0.4	1.0	1.3

A-股	
股票代码	600795.CH
当前股价	Rmb7.07
日成交量 (百万股)	44.61
52周最高价/最低价	Rmb8.76/5.35
总市值 (百万元)	38,516
发行股数 (百万股)	5,448
流通股数 (百万股)	5,448
主要股东 (持股比例)	中国国电集团 (53.4%)



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

审慎推荐。我们看好公司持续的规模扩张潜力。

- **上半年业绩增速好于行业平均。**主要源自 09 年下半年收购和新机投产带来的规模扩张。公司定向增发收购集团持有的江苏公司 80% 股权的事宜有望于明年 1 季度完成。我们预计此次收购可提升公司 2010 年净利润 28%，加之 09 年下半年投产的瀑布沟两台机组贡献产能。2010 年上半年公司业绩增速将显著好于行业平均水平。
- **2010、11 年，上市公司权益装机分别增长 35% 和 5%。**在建项目中，瀑布沟水电 (4*60 万 kw) 将于 2010 年投产，江苏公司谏壁电厂 (1*100 万 kw 机组) 将于 2011 年投产，持续的规模扩张为公司长期业绩增长奠定基础。
- **电源区域布局优化、集团控股比例提升。**1) 预计 2010 年权益装机分布中：华东地区份额跃居首位至 38%，其中：江苏地区权益装机份额由 0 增至 16%。区域优势的增强提升公司火电机组盈利能力。2) 收购完成后，大股东控股比例提升约 6 个百分点至 59%。这为后续公司进一步收购集团资产，稀释集团控股比例奠定空间。

估值

预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.32 元、0.38 元和 0.46 元。当前股价对应 09、10 年市盈率分别为 22x、19x 和 16x。水火互补的电源结构使得公司对于煤价敏感性较低，抗风险能力优于行业平均。

关注

- 1) 大渡河水电机组投产进程及电价；
- 2) 5 月末权证到期，权证融资为公司持续扩模扩张提供资金保障。

图表 26: 国电电力 2009、2010、2011 年新增机组, 及增速

装机规模	2009E	2010E	2011E
控股装机(万kw)	1,496	2,224	2,324
YoY		49%	4%
权益装机(万kw)	1,191	1,643	1,723
YoY		38%	5%
主要新增项目	瀑布沟(2*60万kw, 69%) 大同发电(2*60万kw, 60%)	瀑布沟(4*60万kw, 69%) 收购江苏公司(458万kw, 80%)	谏壁电厂(100万kw, 80%)

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 27: 国电电力历史和预测的财务指标

(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	17,467	16,440	18,228	28,647	30,161
主营业务成本	13,183	14,610	14,635	21,521	22,293
主营业务利润	4,053	1,661	3,406	6,832	7,558
减: 管理费用	648	505	560	881	927
财务费用	872	1,297	1,359	1,973	2,046
营业利润	2,444	-167	1,397	3,831	4,430
利润总额	3,122	130	2,447	4,665	5,306
所得税	578	-89	290	777	897
少数股东损益	833	40	439	1,523	1,574
净利润	1,711	179	1,719	2,365	2,835
每股盈利(元)	0.31	0.03	0.32	0.38	0.46
每股股利(元)	0.09	0.06	0.03	0.07	0.09
资产负债表					
货币资金	1,582	442	6,167	1,203	874
流动资产合计	11,031	8,597	15,037	15,027	15,400
长期投资	4,809	6,083	7,080	7,860	8,682
资产合计	59,605	68,739	74,036	86,315	88,666
短期借款	13,751	15,778	17,494	9,629	9,484
流动负债合计	23,766	21,342	23,664	19,326	19,693
长期借款	12,381	21,369	22,719	27,044	27,844
负债合计	39,889	49,251	52,553	52,541	53,708
少数股东权益	6298	5307	5746	8508	10083
股本	2,724	5,448	5,448	6,231	6,231
股东权益合计	13,419	14,182	15,737	22,632	24,876
负债及股东权益合计	59,606	68,739	74,036	86,315	88,666
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	3,315	-32	5,041	6,307	8,805
投资活动产生的现金流量	-11,578	-13,390	-565	-5,762	-4,581
筹资活动产生的现金流量	8,856	8,858	1,249	-5,509	-4,553

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

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。

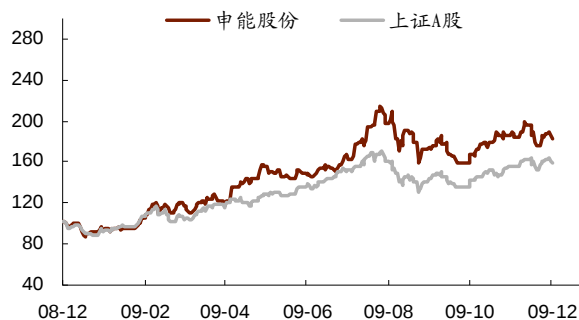
申能股份 (600642.CH)：审慎推荐

多元化发展的发电商

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	8,257	12,917	14,062	14,079	14,161
(+/- %)	(7)	56	9	0	1
主营业务利润	2,124	1,576	2,504	2,392	2,442
(+/- %)	8	(26)	59	(4)	2
营业利润	2,942	1,153	2,780	2,704	2,786
(+/- %)	14	(61)	141	(3)	3
净利润	1,856	593	1,726	1,814	1,852
(+/- %)	2	(68)	191	5	2
每股盈利 (元)	0.64	0.21	0.60	0.63	0.64
(+/- %)	2	(68)	191	5	2
市盈率 (X)	18.5	57.9	19.9	18.9	18.5
市净率 (X)	2.6	2.6	2.5	2.2	2.1
ROE (%)	13.2	4.5	12.4	11.7	11.3
股息收益率 (%)	2.6	2.8	0.8	2.5	2.6

A-股	
股票代码	600642.CH
当前股价	Rmb11.88
日成交量 (百万股)	20.37
52周最高价/最低价	Rmb14.32/5.67
总市值 (百万元)	34,329
发行股数 (百万股)	2,890
流通股数 (百万股)	2,890
主要股东 (持股比例)	中能集团 (50.6%)



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

审慎推荐。 机组全部位于华东地区——全国火电盈利能力最好的地区，且负债率不足 40%，资金实力雄厚，具备扩张潜能。

- **增发项目为公司未来三年增长提供保证。** 公司计划增发不超过 3.5 亿股，用于：(1) 临港燃机一期 (4*35 万 kw, 65%, 2011 年投产)；(2) 上海漕泾电厂“上大压小”新建项目 (2*100 万 kw, 35%, 2011 年投产)；(3) 组建航运公司 (49%)；(4) 补充流动资产。
- **受让中天合创股份，拓展煤炭业务发展空间。** 公司将以 1.3 亿元受让中能集团持有的中天合创 12.5% 的股权。中天合创是由中煤能源 (38.75%)、中国石化 (38.75%)、中能集团 (12.5%) 和满世集团 (12.5%) 共同组建的按照煤、化、电、运一体化模式的项目，主要包括年产 2500 万吨原煤生产，其中 50% 作为商品煤，50% 用于煤化工。420 万吨/年甲醇、300 万吨/年二甲醚及配套热电联供电厂、900 多公里鄂尔多斯至唐山京唐港产品输送管道和 50 公里矿区铁路专用线等单项工程。总投资 430 多亿元。
- **金融资产为 2010 年业绩释放提供可能。** 公司持有海通证券 9300 万股、交通银行 2000 万股等将于 10 年 11 月和 5 月解禁，以目前股价计算，尚有约 13 亿 (或 EPS0.45) 投资收益未确认。

估值

预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.6 元、0.63 元和 0.64 元。当前股价对应 09、10 年市盈率分别为 19x、19x 和 19x，属行业偏低水平。我们看好公司资产的稳健性，多元化的业务发展模式为业绩超预期提供可能。

关注

- 1) 公司增发项目能否顺利进行，2) 多元化业务带来的业绩不确定性。

图表 28: 中能股份 2009、2010、2011 年新增机组

项目	控股比例	控股装机	权益装机	省份	预计投产时间
临港燃气	65%	140	91	上海	2011
上海漕泾电厂	35%	200	70	上海	2010
上海漕泾IGCC	49%	60	29.4	上海	2011后
闵行燃气发电	35%	70	24.5	上海	2011后

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 29: 中能股份历史和预测的财务指标

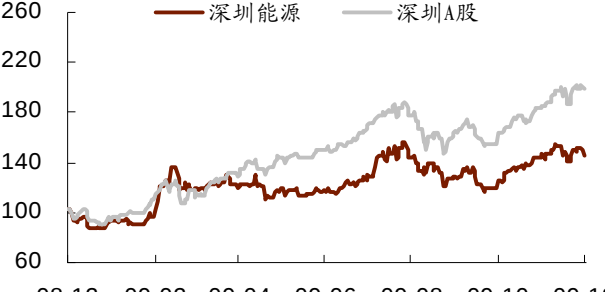
(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	8,257	12,917	14,062	14,079	14,161
主营业务成本	5,983	11,075	11,418	11,434	11,464
主营业务利润	2,124	1,576	2,504	2,392	2,442
减: 管理费用	525	355	450	451	453
财务费用	29	372	352	323	289
营业利润	2,942	1,153	2,780	2,704	2,786
利润总额	2,944	1,221	2,792	2,716	2,798
所得税	509	320	291	407	427
少数股东权益	578	308	775	496	519
净利润	1,856	593	1,726	1,814	1,852
每股盈利 (元)	0.64	0.21	0.60	0.63	0.64
每股股利 (元)	0.31	0.33	0.10	0.30	0.31
资产负债表					
货币资金	3,546	5,487	5,677	9,109	11,934
应收帐款	611	1,076	1,171	1,172	1,179
存货	212	448	488	488	491
其他流动资产	389	359	390	391	393
流动资产合计	4,757	7,369	7,727	11,161	13,997
长期投资	7,456	7,352	7,927	7,935	7,976
固定资产	15,086	16,136	16,167	14,754	13,425
资产合计	27,838	31,326	31,875	33,904	35,453
短期借款	2,055	3,406	2,000	2,002	2,014
应付帐款	1,185	1,445	1,573	1,575	1,584
应交税金	208	185	201	201	202
其他应付款	178	204	222	222	223
一年内到期长期负债	86	83	90	90	91
其他流动负债	1,501	2,325	2,531	2,534	2,549
流动负债合计	5,213	7,647	6,617	6,625	6,663
长期借款	3,528	5,220	5,220	5,220	5,220
负债合计	8,953	13,498	12,500	12,509	12,550
少数股东权益	4807	4681	5456	5952	6471
股本	2,890	2,890	2,890	2,890	2,890
储备和未分配利润	11,189	10,257	11,029	12,554	13,543
股东权益合计	14,079	13,147	13,919	15,444	16,433
负债及股东权益合计	27,838	31,326	31,875	33,904	35,453
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	2,213	2,608	3,411	2,986	3,033
投资活动产生的现金流量	-1,317	-1,794	-548	1,055	928
筹资活动产生的现金流量	-121	2,179	-2,672	-609	-1,137

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

深圳能源 (000027.CH)：审慎推荐

兼备区域优势和资金实力的发电商

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股
主营业务收入	10,357	10,643	10,598	12,010	12,455	股票代码 000027.CH
(+/- %)	49	3	(0)	13	4	当前股价 人民币13.46
主营业务利润	2,767	1,298	2,074	2,334	2,514	日成交量(百万股) 15.07
(+/- %)	63	(53)	60	13	8	52周最高价/最低价 人民币14.65/7.78
营业利润	2,063	348	1,390	1,615	1,778	市值(十亿) 29.65
(+/- %)	31	(83)	300	16	10	发行股数(百万股) 2,202
净利润	1,597	1,035	2,113	1,779	1,806	其中：流通A股(百万股) 599
(+/- %)	100	(35)	104	(16)	2	主要股东(持股比例) 深圳市能源集团(63.74%)
每股盈利(元)	0.73	0.47	0.96	0.81	0.82	
(+/- %)	9	(35)	104	(16)	2	
市盈率(X)	18.6	28.7	14.0	16.7	16.4	
市净率(X)	2.6	2.6	2.2	2.1	2.0	
ROE (%)	14.2	9.2	16.0	12.8	12.2	
股息收益率(%)	2.0	2.7	0.7	3.6	3.0	

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

审慎推荐。看好存量业务稳定性，建议关注向新能源和环保业务的拓展。

- **2010 年广东地区利用小时压力较小。**公司 95% 以上权益装机都集中在广东地区，当地新增机组较少，2010 年利用小时呈稳定态势，如若来水偏少，公司机组利用小时有回升可能性。
- **“燃煤+燃气”机组结构提升公司盈利能力。**公司燃气机组比例约达到 35%，燃气机组盈利能力好于火电机组。气量是决定燃气机组盈利能力的关键：1) 燃气机组电价较高，且长期合约确保公司气价长期稳定在较低水平；2) 燃气机组利用小时不受当地电力供需变化影响，仅取决于气量变化。2009 年，获益于气量稳定，公司 3 季度电力业务利润率大幅度提升。2010 年，如若气量能够维持稳定，公司综合电力业务盈利能力仍将显著好于行业平均。由于公司利润率高，负债率低，业绩对于煤价波动敏感性小：1% 的燃料成本上升，公司业绩仅下滑 2.3%。显著低于行业平均水平：1% 的燃料成本上升，业绩仅下滑 5% 以上。公司抗风险能力优于行业平均。
- **河源电厂 2*60 万 kw 机组 2010 年全面贡献业绩。**河源电厂分别于 09 上下半年投产，增加公司权益装机约 20%，2010 年将全面贡献产能，预计该电厂对公司每股收益的贡献为 0.1 元。

估值

预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.96 元 0.81 元和 0.82 元。当前股价对应 09、10 年市盈率分别为 14x、17x 和 16x，属行业较低水平。我们看好公司业绩稳健性，向新能源和环保业务拓展的盈利前景仍待进一步观察。

关注

1) LNG 电厂的气量能否保障。2) 目前负债率仅 50% 左右，财务杠杆扩张潜力大，公司投资动向值得关注。

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。

图表 30: 深圳能源 2009、2010、2011 年新增机组

在建和未来新增项目	装机容量	控股比例	权益装机	省份	预计投产时间
加纳安所固电厂	20	60%	12	海外	2010
通辽开鲁义和风电	4.95	100%	5	内蒙	2010
兴安盟科右中旗风电	4.95	100%	5	内蒙	2011
东部电厂二期	117	100%	117	广东	2011年后

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

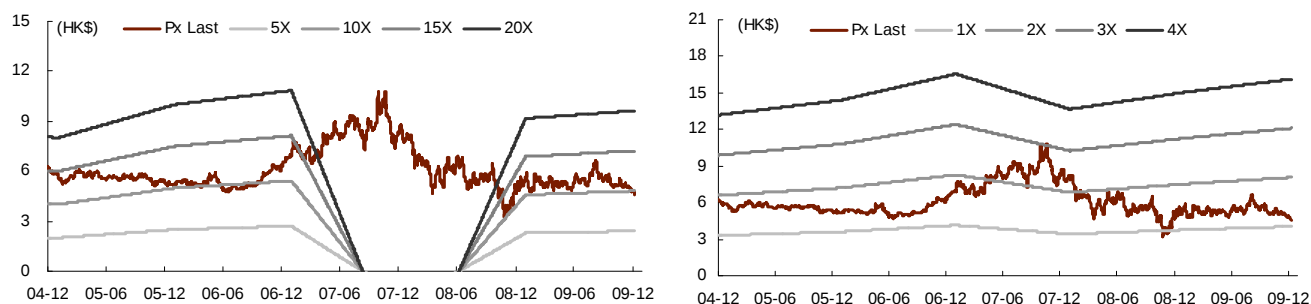
图表 31: 深圳能源历史和预测的财务指标

(单位: 百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	10,357	10,643	10,598	12,010	12,455
主营业务成本	7,526	9,254	8,433	9,573	9,835
主营业务利润	2,767	1,298	2,074	2,334	2,514
减: 管理费用	358	360	318	360	374
财务费用	312	518	404	392	395
营业利润	2,063	348	1,390	1,615	1,778
利润总额	2,291	1,327	2,870	2,558	2,721
所得税	348	163	517	563	680
少数股东权益	346	129	240	216	234
净利润	1,597	1,035	2,113	1,779	1,806
每股盈利 (元)	0.73	0.47	0.96	0.81	0.82
每股股利 (元)	0.27	0.36	0.10	0.48	0.40
资产负债表					
货币资金	3,798	2,548	6,103	6,556	8,586
应收帐款	965	1,082	1,077	1,220	1,266
存货	889	1,141	1,141	1,141	1,141
其他流动资产	504	2,663	2,643	2,714	2,736
流动资产合计	6,156	7,433	10,964	11,631	13,728
长期投资	3,869	3,882	4,570	4,720	4,870
固定资产	12,978	15,140	13,694	15,162	14,500
无形资产及其他资产	1,454	2,807	1,844	1,830	1,816
资产合计	24,518	29,385	31,194	33,465	35,037
短期借款	1,214	2,187	2,178	2,468	2,559
应付帐款	421	375	373	423	439
应交税金	255	178	177	201	208
流动负债合计	5,881	10,049	10,007	11,340	11,760
长期借款	4,295	4,878	4,878	4,878	4,878
负债合计	10,743	15,706	15,381	16,714	17,135
少数股东权益	2526	2394	2634	2850	3084
股本	2,202	2,202	2,202	2,202	2,202
储备和未分配利润	9,046	9,083	10,976	11,699	12,615
股东权益合计	11,249	11,285	13,178	13,901	14,818
负债及股东权益合计	24,518	29,385	31,194	33,465	35,037
现金流量表					
经营活动产生的现金流	6,127	4,877	3,463	4,296	4,071
投资活动产生的现金流	-12,826	-4,695	1,012	-2,846	-1,000
筹资活动产生的现金流	2,731	1,282	-921	-997	-1,142

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

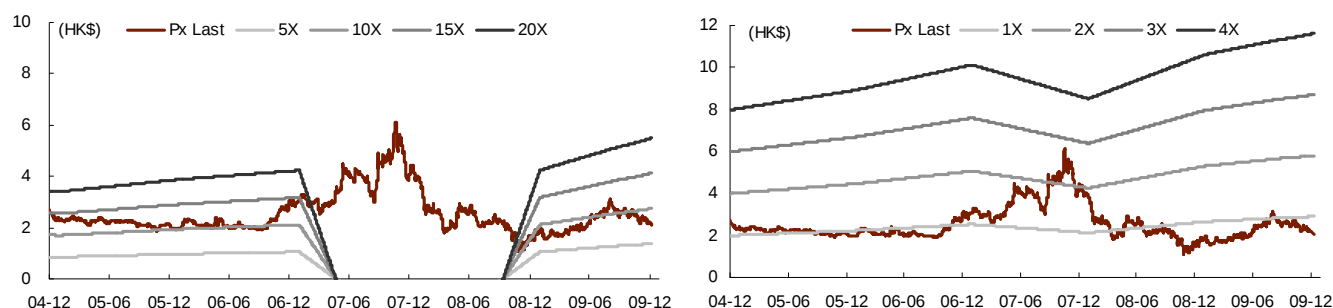
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 32 华能国际 (902.HK) PE, PB 分布



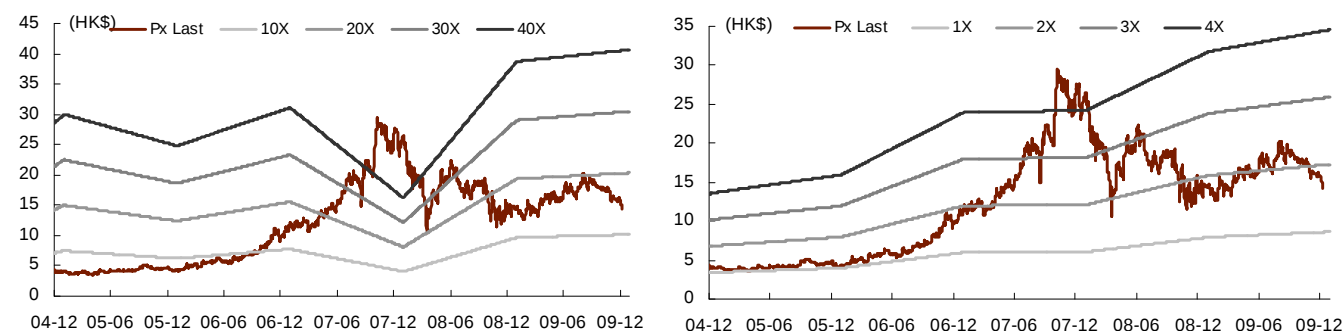
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 33 华电国际 (902.HK) PE, PB 分布



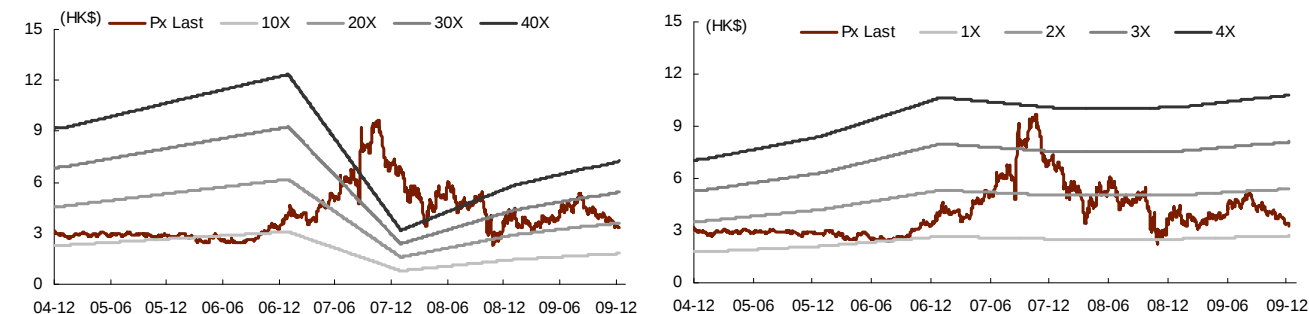
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 34 华润电力 (836.HK) PE, PB 分布



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 35 大唐发电 (991.HK) PE, PB 分布



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

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。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。