

再次经受煤价考验

2010 年电力行业投资策略报告

报告关键点：

- 2010年虽然利用小时将会有所上升，但煤价上涨的影响更加明显，而短期电价难以上调，因此行业盈利能力再次下降不可避免。
- 综合考虑目前电力行业的基本面、估值情况以及市场环境和关注焦点，我们认为整个行业不存在行业投资性机会，维持整个行业“同步大市-A”的评级。

报告摘要：

- 在历经了2008年全行业亏损后，2009年电力行业开始了复苏之旅，业绩逐季好转，主要原因在于2008年电价调整后的滞后反应和煤价回落。对于2010年电力行业的基本面状况，我们保持谨慎。虽然利用小时将会有所上升，但煤价上涨的影响更加明显，而短期电价难以上调，因此行业盈利能力再次下降不可避免。
- 利用小时反弹：**目前市场上普遍预期2010年的电量增速在8%附近，我们认为明显偏低的。我们预计2010年电量增速将达到13%，其中火电量增速分别12%。我们预计2009年和2010年装机容量增速约为9.2%和9.5%。由于电量增速高于装机容量增速，因此利用小时反弹是必然的，我们预计2010年全部机组利用小时可达到4642小时，上升129小时，其中火电机组达到4865小时，上升101小时。
- 煤价上涨：**综合考虑主要用煤行业数据，我们预计2010年煤炭新增需求量为3.13亿吨，而新增煤炭供给为2.5亿吨左右，出现了较大的缺口，因此2010年煤价上涨不可避免。实际上根据目前的秦皇岛煤炭均价，已经高出09年均价在15~20%左右。我们保守预计2010年发电企业的综合煤价涨幅将超过10%，其中沿海地区的涨幅应高于平均水平，中西部地区涨幅应低于平均水平。
- 电价难以上调：**近几年每次销售电价的调整周期都在1年左右，在2009年11月电价调整后，短期内难以再次上调，与此同时2010年的经济形势较为复杂，电力行业可能再度成为保通胀或者保增长的牺牲品，因此半年内电价上调的概率较低。
- 电力体制改革艰难前行：**虽然发改委近期公布的电力体制改革内容中对于发电、输配电、售电环节都提出不同的改革内容，但我们认为对其不宜报以太高期望：电力体制改革仍然是多头统帅，缺乏一个独立的、有权威的机构来统筹推动；(2) 关键的输配电和售电环节的改革内容缺乏新意，与前几年差别不大，突破可能性较低；(3) 发电环节的改革内容有一定的新意，但大用户直供机组不参加统调电量分配，对发电企业来说受益有限。
- 火电盈利能力下降：**与09年相比，虽然发电企业的利用小时将有所上升，但煤价的上涨将远远抵消利用小时的上升，盈利能力大幅下滑不可避免，极端情况下出现08年的状况亦有可能。在利用小时上涨3%、煤价上涨10%的情况下，行业平均年利润率将下滑50%，即使一些毛利率较高的企业，利润率亦将下滑2成以上。
- 维持“同步大市-A”评级：**综合考虑目前电力行业的基本面、估值情况以及市场环境和关注焦点，我们认为整个行业不存在行业投资性机会，维持行业“同步大市-A”的评级。

公用事业

同步大市-A

上次评级

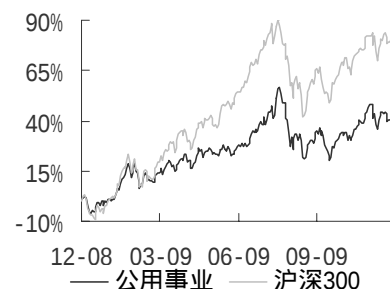
同步大市-A

报告日期

2009-12-16

首选股票	目标价	评级
600900 长江电力	18	买入-A
600863 内蒙华电	10	增持-A
600795 国电电力	10	增持-A

12 个月行业表现



研究员

张龙

021-68766113

张勤秒

021-68765175

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn

助理行业分析师

zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

电力：销售电价提升，发电企业受益不大

2009-11-20

电力：盈利恢复区域分化，电价预期结构调整

2009-11-04

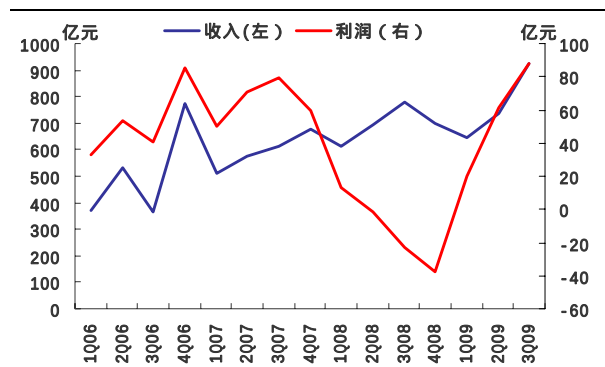
电力：电量回复提升盈利能力

2009-10-08

1. 电力行业 2009 年回顾

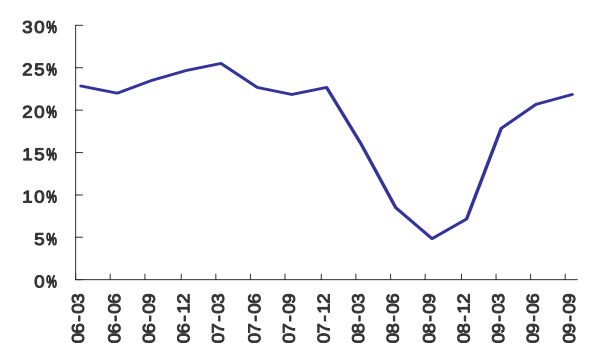
在历经了 2008 年全行业亏损后，2009 年电力行业开始了复苏之旅，其中 1-3 季度业绩逐季好转，主要原因在于 2008 年电价调整后的滞后反应和煤价回落，同时利用小时虽然同比下降，但环比在逐步上升。在此过程中，由于各个地区煤价和利用小时情况差别较大，盈利恢复情况不同，东南沿海地区发电公司恢复较好，已经达到 07 年水平，而其他区域仍不理想。而 11 月 20 日上网电价“东降西升”的调整则是对此状况的一个反馈，希望逐步拉平各地之间的盈利能力。

图 1 电力上市公司季度收入和利润



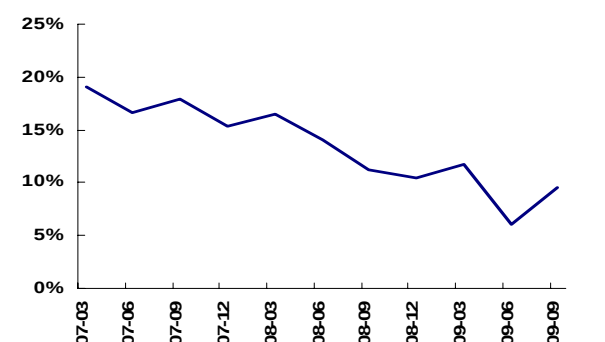
数据来源：wind 资讯

图 3 东南沿海电力上市公司季度毛利率



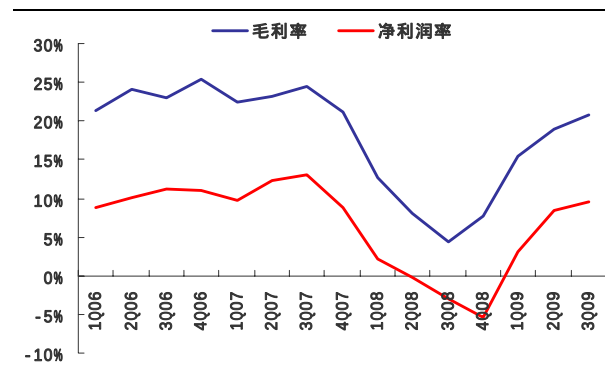
数据来源：wind 资讯

图 5 东北区域电力上市公司季度毛利率



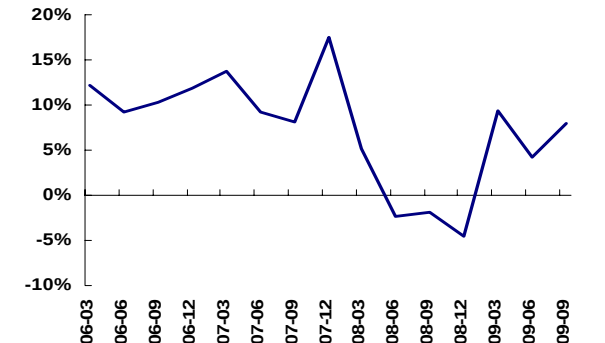
数据来源：wind 资讯

图 2 电力上市公司季度毛利率和利润率



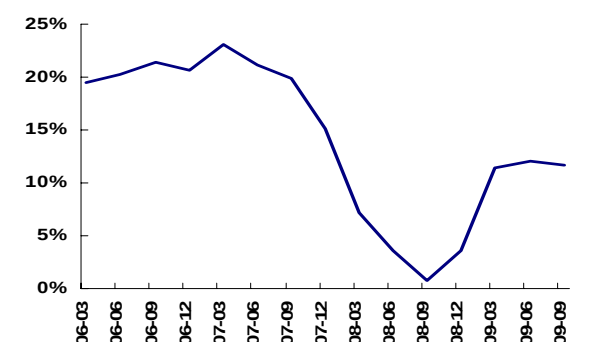
数据来源：wind 资讯

图 4 华中区域电力上市公司季度毛利率



数据来源：wind 资讯

图 6 华北区域电力上市公司季度毛利率



数据来源：wind 资讯

2. 2010 年煤价再度成为焦点

对于 2010 年电力行业的基本面状况，我们保持谨慎。虽然利用小时将会有所上升，但煤价上涨的影响更加明显，而短期电价难以上调，因此行业盈利能力再次下降不可避免。对于电力行业这种管制性行业来说，在经济扩张周期内，价格的上涨总是滞后于原料价格的上涨，利用率的上升带来的是盈利能力的下降，这种情况正好与 2009 年相反。

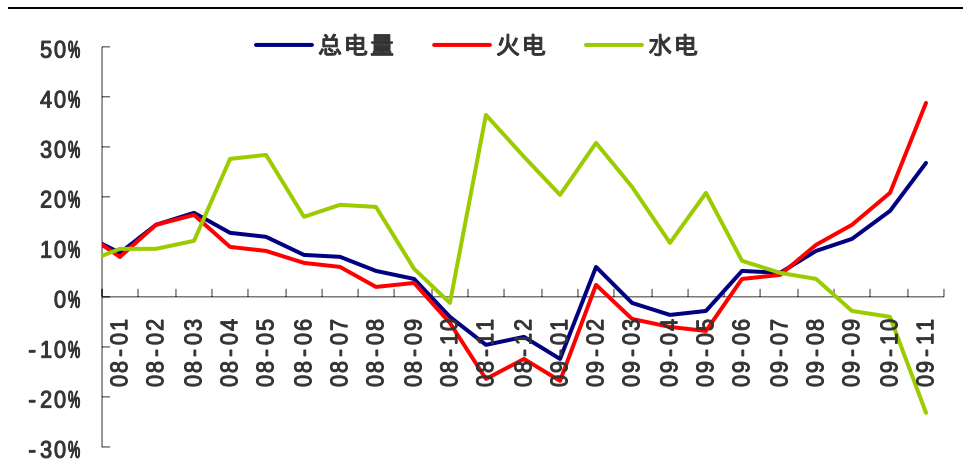
2.1. 利用小时开始反弹

➤ 2009 年需求恢复正常，2010 年电量高速增长

在 2008 年电力需求大幅回落后，2009 年电力需求开始了迅速的恢复，发电量增速不断增高，11 月份发电量增速已经达到 26.9%，预计 12 月份发电量增速将达到 25% 左右。一方面是由于国内经济恢复带来的电力需求的恢复，另一方面主要是由于 08 年基数较低的原因。预计 2009 年全年的电量增速可达到 5.7% 左右（其中火电量增速达到 6.1%），高于我们之前 4% 的预期。在发电量增速不断向上的时候，我们看到了水电量增速的不断下降，9~11 月甚至出现了负增长，主要是下半年来水不好，7~11 月份水电的利用小时同比下降了 324 小时（幅度 16.6%）。

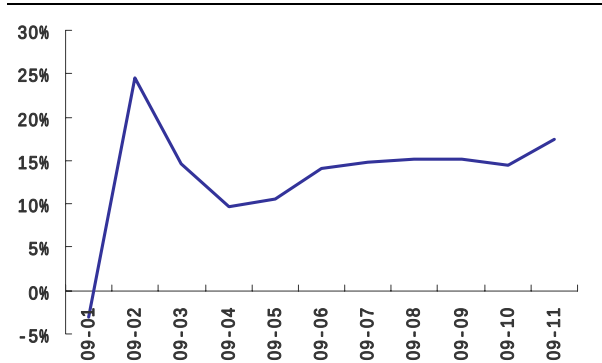
由于 08 年基数的问題，导致 09 年发电量增速失去了可分析性，因此我们对近几个月的电量数据进行一下处理：（1）将 09 年月份发电量与 07 年同期进行比较，可以看到从 6 月份到 11 月份，发电量增速一直维持在 14.2%~17.4% 的区间内，基本保持稳定；（2）对月度发电量环比增速进行分析，6 月份到 11 月份发电量的环比增速与 2006、2007 年同期基本吻合。从以上的比较可以得出结论，目前国内经济和电力需求都已经恢复到正常轨道中。

图 7 月度发电量增速



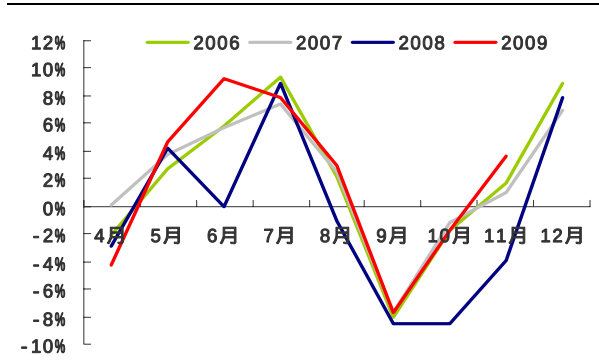
数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

图 8 09 年发电量增速（以 07 年同期为基数）



数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

图 9 月度发电量环比增速



数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

2010 年是中国经济向上的转折期，GDP 增速将明显高于 2009 年，而房地产、基建投资将成为主要的推动力量，导致经济结构向重型化转变。在这个经济转折期间，电力需求弹性系数发生重大变化。

前面我们已经提到 2009 年 6~11 月的电量环比增速与历史平均水平基本一致，假如从 2009 年 12 月到 2010 年 12 月，每个月的发电量环比增速都与历史平均水平保持一致的话，那么 2010 年全年的发电量同比增速将达到 13% 左右，其中上半年增速将达到 17.6%，下半年将达到 9.2%。上、下半年电量增速之所以相差这么大的原因在于 09 年上半年电量基数尚未恢复到正常水平。

我们预计 2010 年的 GDP 增速将接近 10%，其中上半年增速在 11% 左右，下半年增速在 9% 左右，差别主要是来自基数的影响。下半年的电力弹性系数达到 1.02，我们认为是可信的，而上半年由于情况较为特殊，电力弹性系数会非常高。

目前市场上普遍预期 2010 年的电量增速在 8% 附近，按照我们的测算意味着下半年的

电量增速仅为 4.3%，我们认为明显偏低的。

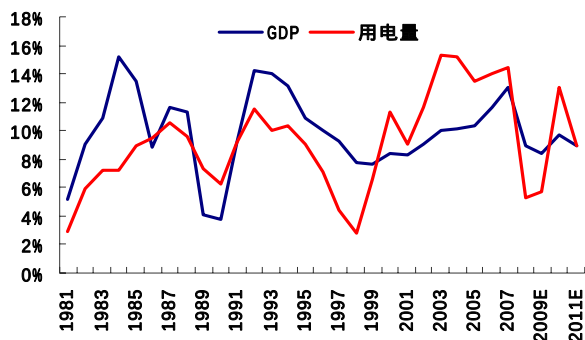
我们预计 2010 年电量增速将达到 13%，而 2011 年将为 9%，其中火电量增速分别为 12% 和 10%。

表 1 2010 年电量同比增速对应的上、下半年电量增速

2010 年全年	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
上半年	11.4%	12.4%	13.4%	14.5%	15.5%	16.6%	17.6%	18.6%	19.7%
下半年	3.4%	4.3%	5.3%	6.3%	7.3%	8.2%	9.2%	10.1%	11.1%

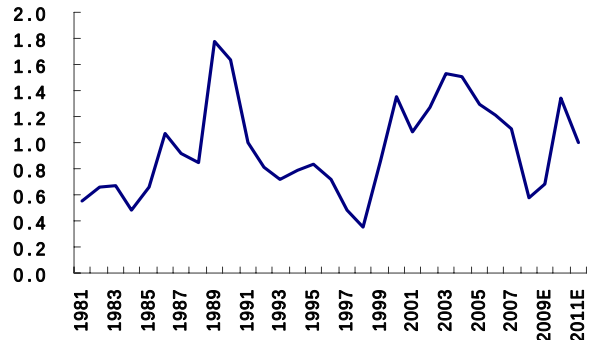
数据来源：安信证券研究中心

图 10 GDP 与用电量增速



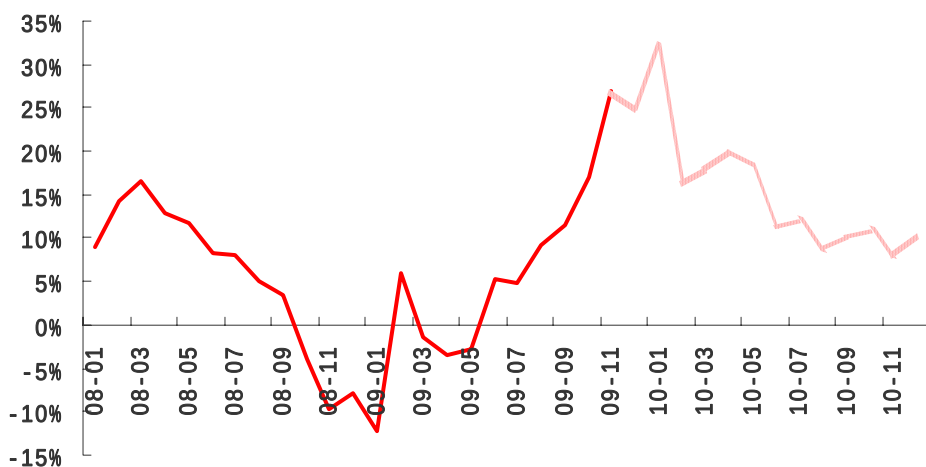
数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

图 11 电力消费弹性系数



数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

图 12 2010 年月度发电量增速模拟



数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

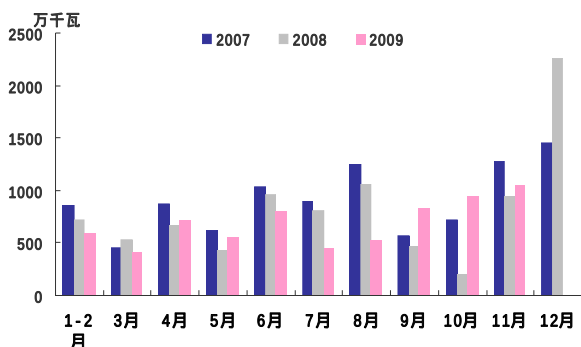
➤ 装机容量增速趋于稳定

2009 年 1-11 月累计新投产装机容量 6903 万千瓦，已经超过 2008 年同期的 6796 万千瓦。我们预计 12 月将会有一批新机组集中投产，预计 2009 年全年投产新机达到 9281 万千瓦，略高于 2008 年的 9051 万千瓦，而 2011 年投产新机将达到 9938 万千瓦。与我们过去的研究结果相比，2009 年新投产机组过于集中于 4 季度，进度低于之前的预期。

在我们预计的新投产装机容量中，包含了已经核准和待核准项目，其中预计 2010 年待核准项目接近 1800 万千瓦。如果这些待核准项目不能在 2010 年底前拿到核准批文，可能导致其投产进度低于我们的预期。实际上我们之前曾经预计 2009 年新投产项目超过 9500 万千瓦，但是由于一些项目未能得到核准，其投产时间推迟到 2010 年。

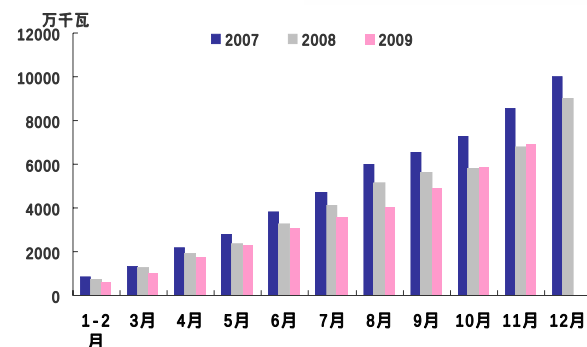
图 13 分月投产装机容量

图 14 累计投产装机容量



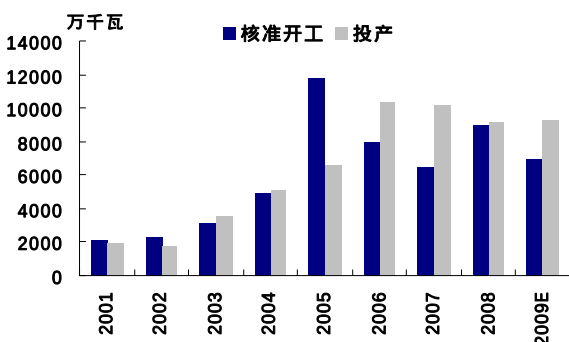
数据来源：中电联数据，安信证券研究中心

图 15 核准和投产装机容量

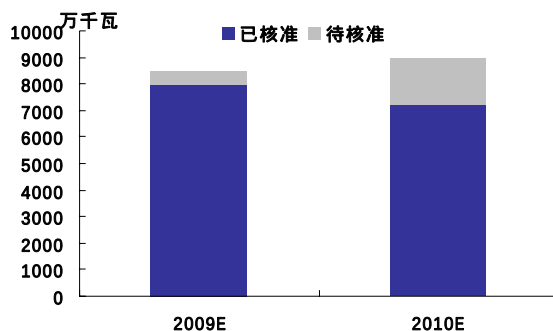


数据来源：中电联数据，安信证券研究中心

图 16 新投产大中型电站中核准和待核准项目



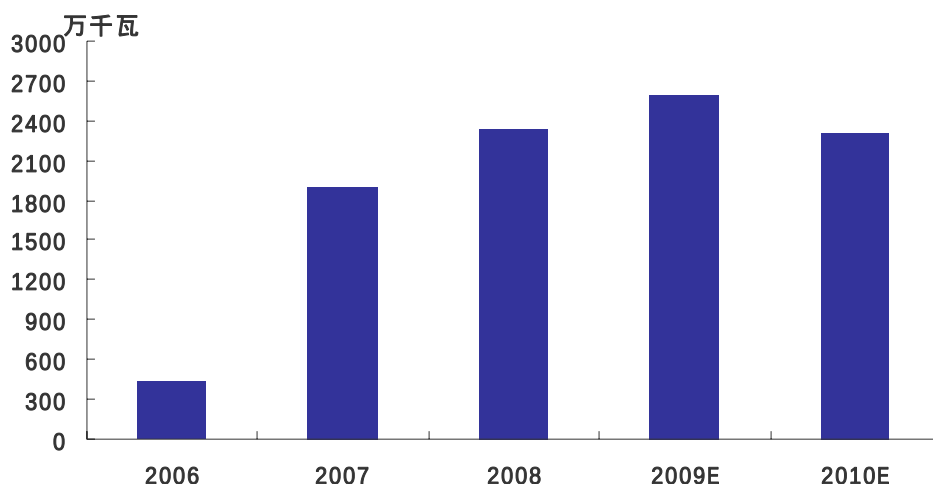
数据来源：中电联数据，安信证券研究中心



数据来源：安信证券研究中心

截至 9 月底，2009 年已关停小机组 2333 万千瓦，“十一五”累计关停容量已经达到 7004 万千瓦，远远超过当初规划的 5000 万千瓦。我们预计 2009 年全年关停小机组 2600 万千瓦，2010 年关停机组 2300 万千瓦，“十一五”合计关停容量超过 9500 万千瓦。促使发电集团加大关停机组力度的主要原因在于：随着煤价近几年的不断上涨，高煤耗的小机组已经成为利润黑洞，亏损不断加剧；由于发改委对“上大压小”项目优先核准，同时政府对关停机组采取了一定的补偿措施，导致发电企业关停机组的积极性提高。

图 17 “十一五”关停机组容量



数据来源：中电联数据，安信证券研究中心

综合新投产机组、关停容量和技改等新增容量，我们预计 2009 年和 2010 年装机容量增速约为 9.2%和 9.5%，高于市场预期。而对于 2011 年装机容量增速则需要看发改委 2010 年核准力度，我们估计装机容量增速应该不会低于 7%。

表 2 装机容量增速

单位:万千瓦	2006	2007	2008	2009E	2010E
--------	------	------	------	-------	-------

新投产容量	10424	10190	9202	9281	9938
关停容量	442	1893	2336	2600	2300
技改等新增容量	669	1154	586	600	600
年底装机容量	62370	71822	79273	86554	94792
装机容量增速	10424	10190	9202	9281	9938
装机容量增速	20.6%	15.2%	10.4%	9.2%	9.5%

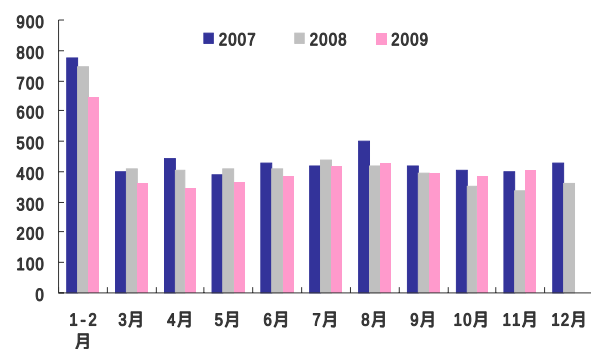
数据来源：安信证券研究中心

➤ 利用小时触底反弹

2009 年 1-11 月，全部机组利用小时为 4138 小时，同比下降 189 小时，其中 9 月份利用小时基本与 08 年同期持平，而 10 月份和 11 月份则同比上升了 43 和 51 小时。我们估计 12 月利用小时仍会继续上升，预计全年利用小时达到 4514 小时，下降 134 小时，低于我们中期时 254 小时的预期，其中火电机组利用小时 4765 小时，下降 120 小时。导致利用小时高于前期预测的主要原因在于电量增速高于预期、新机组投产时间晚于预期、小机组关停力度高于预期。

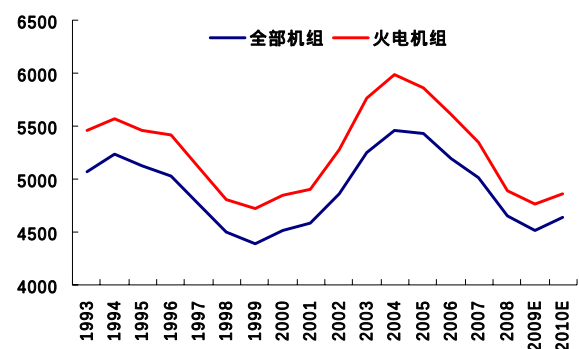
而对 2010 年来说，由于电量增速达到 13%，而装机容量仅为 9.5%，因此利用小时反弹是必然的，我们预计全部机组利用小时可达到 4642 小时，上升 129 小时，其中火电机组达到 4865 小时，上升 101 小时。

图 18 09 年月度利用小时



数据来源：中电联数据，安信证券研究中心

图 19 利用小时预测



数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

2.2. 煤炭供需偏紧，价格再成焦点

➤ 2010 年煤炭新增需求超过 3 亿吨

根据我们对 2009、2010 年的火电增速 6.1%和 12%的预测结果，同时考虑到煤耗的下降，预计电煤消费分别增长 3.8%和 10.6%。同时根据安信证券研究中心煤炭、钢铁等行业分析师的预测，预计 2009 年和 2010 年煤炭下游四大行业的新增需求量分别为 1.86 和 2.93 亿吨，增速达到 7.5%和 11.0%。如果考虑到四大行业以外的煤炭新增需求，我们估计 2009 年和 2010 年实际煤炭新增需求为 1.96 亿吨和 3.13 亿吨。

表 3 国内煤炭消费增量 (单位: 亿吨)

	火电	钢铁	建材	化工	其他	合计
08 年消费量	14.66	4.60	4.04	1.45	3.56	28.31
行业产量增速						
09 年	6.1%	1.2%	3.2%			
10 年	12.0%	5.0%	8.0%			
煤炭消费增速						
09 年	3.8%	12.0%	18.0%	2.0%		
10 年	10.6%	10.0%	15.0%	6.0%		
煤炭消费增量						
09 年	0.55	0.55	0.73	0.03	0.1	1.96
10 年	1.61	0.52	0.71	0.09	0.2	3.13

数据来源：安信证券研究中心

➤ 2010 年煤炭新增供给 2.5 亿吨

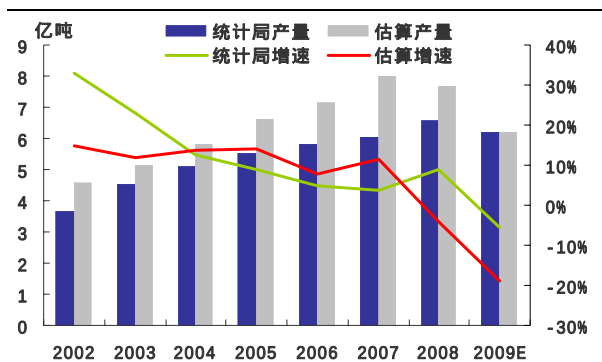
由于大量小煤窑的存在，导致煤炭统计漏出的问题十分严重，山西省尤为突出，导致

分析煤炭供需时往往形成较大的误差。我们根据山西省的煤炭外运量和自身消耗量对其煤炭产量进行测算，并同时在全国产量进行修正，而得到的结果显然更具说服力。例如根据统计局或者是煤炭资源网数据，2009 年煤炭产量增速约为 9%，而根据我们测算数据，2009 年煤炭产量增速约为 4.8%，在考虑了煤炭净进口的影响后，显然 4.8% 的产量增速与煤炭消费量更加匹配。

从近几年的情况来看，国内煤炭的新增供给量主要集中在山西、内蒙、陕西等地区，其他地区煤炭每年新增 4000 ~ 5000 万吨。2009 年由于山西省煤炭产量出现大幅收缩，空出的市场和运力导致内蒙古和陕西的产量大幅增加，而在 2010 年随着山西省煤炭产量的逐步恢复，内蒙古和陕西的产量增速会有所回落。

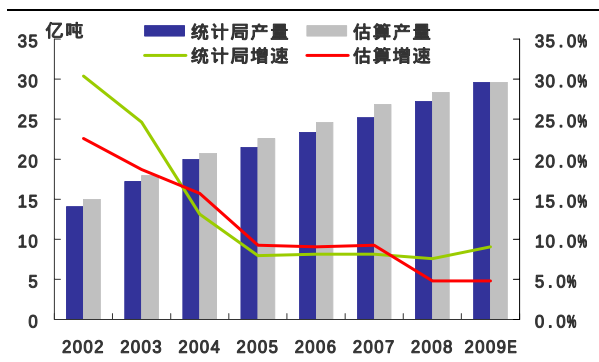
我们预计 2009 年煤炭产量为 29.6 亿吨，同比增长 4.77%；2010 年全国煤炭产量为 32.13 亿吨，同比增长 8.53%，新增煤炭供给为 2.5 亿吨左右。由于我们假设 2010 年煤炭进出口情况与 2009 年持平，实际上随着世界经济的好转，2010 年煤炭的进口量可能会有所下降，导致煤炭新增供给可能会低于 2.5 亿吨。

图 20 山西省煤炭产量估算



数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

图 21 全国煤炭产量估算



数据来源：统计局数据，安信证券研究中心

表 4 煤炭供给增量 (单位: 亿吨)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
原煤产量	21.51	23.32	25.23	27.16	29.60	32.13
增长率%	8.01%	8.09%	8.22%	7.60%	9.00%	8.53%
调整产量	22.61	24.67	26.93	28.25	29.60	32.13
调整后增长率%	9.22%	9.09%	9.19%	4.90%	4.77%	8.53%
山西 (外运+自身消耗)	6.64	7.16	7.98	7.65	6.20	7.20
内蒙古	2.37	2.75	3.52	4.65	6.05	6.77
陕西	1.58	1.71	1.88	2.00	3.00	3.30
其他	12.02	13.04	13.55	13.95	14.36	14.86
净出口	0.46	0.25	0.02	0.05	(0.95)	(0.95)
年初年末库存差额	(0.15)	0.10	(0.10)	0.10	(0.10)	(0.10)
可供量	22.01	24.52	26.81	28.31	30.45	32.98
增长率%	10.02%	11.37%	9.37%	5.58%	7.57%	8.29%

数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

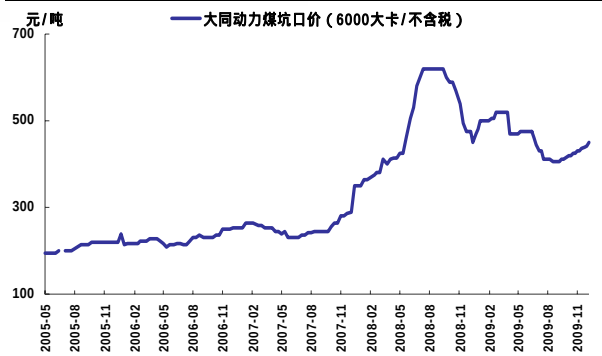
煤炭供需偏紧，煤价再度成为焦点

综合 2010 年煤炭的新增需求和供给，推算出供给缺口最少在 5000 万吨左右，因此 2010 年煤价上涨不可避免。实际上根据目前的秦皇岛煤炭均价，已经高出 09 年均价在 15 ~ 20% 左右。因此对于以火电为主的电力上市公司来说，2010 年煤价再度成为决定盈利能力的关键指标。

目前合同价与市场价的价差再度拉大，预计合同煤价的涨幅可能会接近 10%。我们保守预计 2010 年发电企业的综合煤价涨幅将超过 10%，其中沿海地区的涨幅应高于平均水平，中西部地区涨幅应低于平均水平。

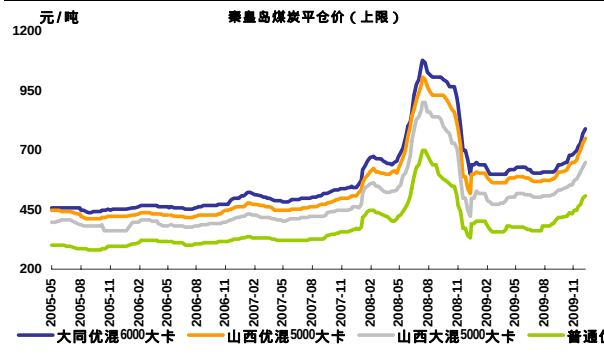
图 22 山西省大同煤炭坑口价格

图 23 秦皇岛煤炭平仓价



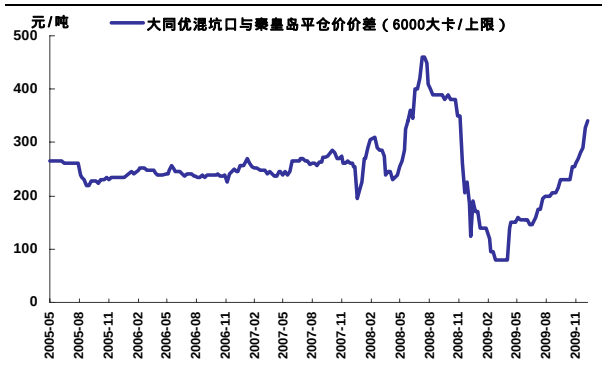
数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

图 24 大同煤炭坑口与秦皇岛价差

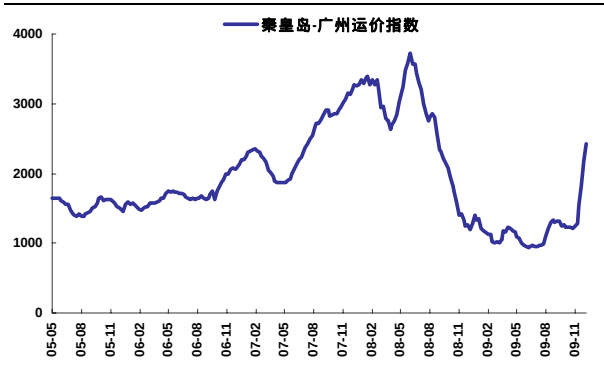


数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

图 25 秦皇岛到广州运价指数



数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心



数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

2.3. 电价与电力体制改革

➤ 电价短期内难以上调

我们认为 2010 年上半年调整电价的概率极低，主要原因在于：（1）近几年每次销售电价的调整周期都在 1 年左右，在 2009 年 11 月电价调整后，短期内难以再次上调，电价的调整将再次滞后于煤价的上涨；（2）2010 年的经济形势较为复杂，电力行业可能再度成为保通胀或者保增长的牺牲品。

➤ 电力体制改革艰难前行

虽然发改委近期公布的电力体制改革内容中对于发电、输配电、售电环节都提出不同的改革内容，但我们认为对其不宜报以太高期望：（1）电力体制改革仍然是多头统帅，缺乏一个独立的、有权威的机构来统筹推动；（2）关键的输配电和售电环节的改革内容缺乏新意，与前几年差别不大，突破可能性较低；（3）发电环节的改革内容有一定的新意，但大用户直供机组不参加统调电量分配，对发电企业来说受益有限。

表 5 近期电力体制改革的内容

近期电力体制改革内容	
发电环节	“三试点一放开”：进行大用户与发电企业直接交易；建立市场平台进行双边交易；选择部分电网开展竞价上网试点；在具备条件的地区逐步放开新核准机组上网电价。
输配电环节	逐步开展按“成本加收益”办法核定电网输配电价的试点，强化对电网企业的成本约束机制。
售电环节	继续优化销售电价分类结构，减少交叉补贴，建立有利于节能减排，引导用户合理用电的销售电价体系。

资料来源：发改委，安信证券研究中心

2.4. 发电企业盈利将大幅下滑

与 09 年相比，虽然发电企业的利用小时将有所上升，但煤价的上涨将远远抵消利用小时的上升，盈利能力大幅下滑不可避免，极端情况下出现 08 年的状况亦有可能。以 09 年 3 季度报表为例，火电公司平均的毛利率为 18%，利润率 9% 左右。在利用小时上涨 3%、煤价上涨 10% 的情况下，利润率将下滑到 4.5%，仅为 09 年的一半。当然对于一些毛利率较高的企业，利润率亦将下滑 2 成以上。

表 5：煤价和利用小时对 2010 年火电行业利润率的影响

		利用小时							
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
煤价	25.0%	-4.8%	-4.4%	-4.1%	-3.8%	-3.4%	-3.1%	-2.8%	-2.5%
	22.5%	-3.4%	-3.1%	-2.7%	-2.4%	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-1.1%
	20.0%	-2.0%	-1.7%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	-0.3%	0.0%	0.3%
	17.5%	-0.7%	-0.3%	0.0%	0.4%	0.7%	1.0%	1.4%	1.7%
	15.0%	0.7%	1.1%	1.4%	1.8%	2.1%	2.4%	2.7%	3.1%
	12.5%	2.1%	2.5%	2.8%	3.1%	3.5%	3.8%	4.1%	4.4%
	10.0%	3.5%	3.8%	4.2%	4.5%	4.9%	5.2%	5.5%	5.8%
	7.5%	4.9%	5.2%	5.6%	5.9%	6.2%	6.6%	6.9%	7.2%
	5.0%	6.2%	6.6%	6.9%	7.3%	7.6%	7.9%	8.3%	8.6%
	2.5%	7.6%	8.0%	8.3%	8.7%	9.0%	9.3%	9.6%	10.0%
	0.0%	9.0%	9.4%	9.7%	10.0%	10.4%	10.7%	11.0%	11.3%
	-2.5%	10.4%	10.7%	11.1%	11.4%	11.8%	12.1%	12.4%	12.7%
	-5.0%	11.8%	12.1%	12.5%	12.8%	13.1%	13.5%	13.8%	14.1%

数据来源：安信证券研究中心

表 6：煤价上涨对 2010 年火电上市公司盈利的影响

	2010 年每股收益(元)					市盈率(X)				
	0%	5%	10%	15%	20%	0%	5%	10%	15%	20%
内蒙华电	0.44	0.39	0.34	0.28	0.23	18	20	23	28	34
国电电力	0.43	0.35	0.27	0.20	0.12	16	20	26	35	59
华能国际	0.55	0.41	0.27	0.13	-0.01	15	20	30	62	-1612
金山股份	0.41	0.33	0.25	0.17	0.09	22	27	36	53	100
宝新能源	0.46	0.42	0.37	0.33	0.29	21	23	26	29	34
穗恒运 A	1.05	0.90	0.75	0.60	0.46	16	19	23	29	38
京能热电	0.54	0.48	0.42	0.36	0.30	19	22	25	29	35
建投能源	0.25	0.14	0.03	-0.09	-0.20	30	54	253	-89	-39
华电国际	0.26	0.15	0.05	-0.05	-0.16	22	37	113	-103	-36
粤电力 A	0.46	0.383	0.305	0.227	0.15	18	21	26	36	54
国投电力	0.46	0.366	0.275	0.185	0.094	22	28	37	54	107

数据来源：安信证券研究中心

3. 行业投资评级

回顾电力上市公司，2004 年是一个分水岭，之前电力行业的净资产收益率和估值水平都高于全部 A 股平均，而从 2004 年开始，其净资产收益率和估值水平都低于全部 A 股平均，可见市场给与电力行业的估值水平是相当客观的。

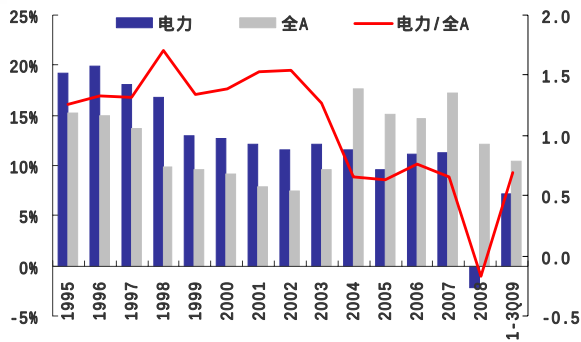
从目前的趋势来看，如果电力体制改革不发生重大改变的话，电力行业的盈利能力将长期维持在较低水平，因此即使目前电力/全部 A 股的市净率已经接近历史低点，但考虑到 2010 年整个大盘盈利能力回升、电力行业下降的背景下，我们认为仍是合理的。

综合考虑目前电力行业的基本面、估值情况以及市场环境和关注焦点，我们认为整个行业不存在行业投资性机会，维持行业“同步大市-A”的评级。

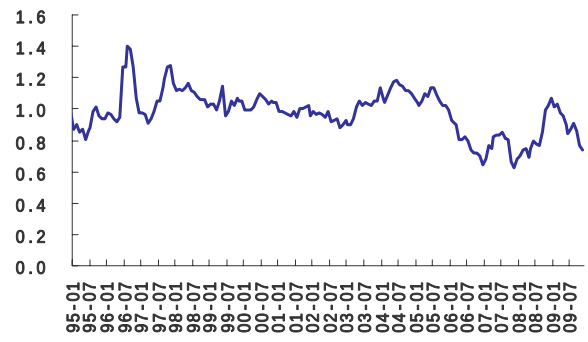
虽然整个行业不具备投资机会，但在特定时期可能存在个别的交易性机会，投资者可关注以下几类股票：（1）水电公司或水电比重较大的公司：与火电相比，水电的盈利能力较为稳定，特别是在节能降耗和资源品价格改革的大背景下，水电有可能有所受益，因此水电股存在一定的机会，考虑其盈利能力、未来发展前景和估值情况，长江电力、国电电力更具吸引力；（2）煤价涨幅低，盈利能力下降少的公司，例如内蒙华电，另外其还有资产注入概念；（3）产业链上下延伸的公司：在整个火电行业盈利不佳的时候，具备产业链上下延伸的公司更具优势，可关注京能热电、金山热电、大唐发电等；（4）基本面重大改善的公司，如上海电力。

图 26 电力股与全部 A 股净资产收益率比较

图 27 电力股/全部 A 股的市净率



数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心



数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

表 7：重点公司盈利预测和评级

证券 代码	公司 名称	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			市净 率 (X)	现价
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
600900	长江电力	买入-A	0.42	0.47	0.76	32	28	17	1.8	13.29
600863	内蒙华电	增持-A	-0.4	0.24	0.44	-20	33	18	4.8	7.80
600795	国电电力	增持-A	0.03	0.35	0.43	236	20	16	2.5	7.09
600011	华能国际	增持-A	-0.15	0.46	0.55	-54	18	15	2.4	8.06
600396	金山股份	增持-A	0.03	0.11	0.41	299	82	22	3.0	8.98
000690	宝新能源	增持-A	0.32	0.53	0.46	30	18	21	3.9	9.72
000531	穗恒运 A	增持-A	-0.27	0.9	1.05	-64	19	16	5.1	17.29
600578	京能热电	中性-A	0.26	0.4	0.54	40	26	19	3.5	10.46
000600	建投能源	中性-A	0.05	0.17	0.25	152	45	30	2.4	7.60
600027	华电国际	中性-A	-0.18	0.21	0.26	-31	26	22	2.4	5.55
000539	粤电力 A	中性-A	-0.07	0.49	0.46	-115	16	18	2.3	8.06
600886	国投电力	中性-A	0.12	0.24	0.46	84	42	22	1.7	10.08
600674	川投能源	中性-A	0.56	0.23	0.34	31	75	51	5.8	17.34

数据来源：安信证券研究中心

附注：火电公司假设 2010 年煤价与 2009 年持平。

等待资产注入

内蒙华电动态点评

报告摘要：

- 公司下属电厂集中于蒙西地区，09年受到山西治理小煤窑的影响，大量煤炭流入山西乃至沿海地区，导致蒙西地区煤炭供需改变不大，煤价下跌幅度较少。随着山西小煤窑逐步复产，预计蒙西地区煤炭供需状况相对平稳，预计2010年涨幅低于全国水平，具有相对优势。
- 公司在09年完成了资产置换，资产置换后将减少公司员工3000多人，同时亏损的供热业务基本剥离，“一厂多制”和关联交易大大减少。总体而言，资产置换使公司现有存量资产盈利能力大幅改善。
- 公司2010年业绩增长点主要来自岱海二期。岱海二期已经投产，由于没有得到发改委的核准，其电量和电价不利，如果近期得到核准，将使2010年公司业绩增加0.15~0.20元。
- 公司目前正在进行前期工作的魏家峁电厂、上都电厂三期和林电厂，预计可能在2011~2012年投产，这3个项目都属于“低煤价、高电价”的优质项目，将保证公司2011年和2012年的业绩增长。
- 资产置换完成后，大股东将会对内蒙华电进行进一步的资产整合，电力、煤炭和铁路资产有望逐步注入，将使公司的盈利能力和抗风险能力得到进一步加强，有利于提升公司投资价值。
- 公司现有资本面足以支撑目前股价，同时还有资产注入的预期，维持“增持-A”评级，目标价位10元。
- 风险提示：如果岱海二期核准进度低于预期，将对2010年业绩产生较大影响。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,824.3	7,287.8	6,252.4	5,911.5	5,911.5
Growth(%)	5.1%	6.8%	-14.2%	-5.5%	0.0%
净利润	375.4	-614.1	897.9	1,277.0	1,379.9
Growth(%)	-4.1%	-500.1%	-158.6%	85.3%	12.7%
毛利率(%)	-0.9%	-12.6%	28.4%	28.8%	28.8%
净利润率(%)	2.9%	-11.0%	7.5%	14.7%	16.6%
每股收益(元)	0.10	-0.40	0.24	0.44	0.49
每股净资产(元)	2.13	1.65	1.87	2.17	2.42
市盈率	77.3	-19.3	33.0	17.8	15.8
市净率	3.7	4.7	4.2	3.6	3.2
净资产收益率(%)	5.9%	-11.5%	14.4%	17.4%	16.2%
ROIC(%)	5.4%	2.2%	9.0%	10.8%	9.9%
EV/EBITDA	21.6	160.4	9.9	9.5	10.3
股息收益率	1.5%	1.0%	0.0%	1.5%	2.8%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
10.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 10.00 元

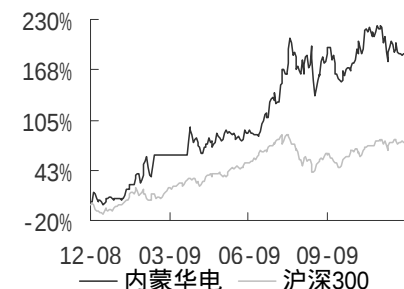
现价： 7.89 元

报告日期：
2009-12-16

市场数据

总市值(百万元)	15,631.83
流通市值(百万元)	4,520.46
总股本(百万股)	1,981.22
流通股本(百万股)	572.94
12 个月最高/最低	2.66/9.15 元
十大流通股东(%)	19.80%
股东户数	111,644

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.30)	(12.46)	108.34
绝对收益	(8.47)	(2.48)	188.01

研究员

张龙

021-68766113

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn

诸勤秒

021-68765175

助理行业分析师

zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

内蒙华电：业绩超过预期，等待资产注入

2009-10-29

内蒙华电：优质在建项目和资产注入预期

2009-08-24

内蒙华电：资产置换夯实发展基础

2009-08-05

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-15**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,824.3	7,287.8	6,252.4	5,911.5	5,911.5	成长性					
减: 营业成本	6,888.6	8,204.9	4,479.3	4,209.3	4,209.3	营业收入增长率	5.1%	6.8%	-14.2%	-5.5%	0.0%
营业税费	61.8	61.8	57.5	54.3	54.3	营业利润增长率	-4.0%	-240.9%	-269.9%	38.5%	12.5%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-4.1%	-500.1%	-158.6%	85.3%	12.7%
管理费用	17.3	18.7	42.0	44.0	44.0	EBITDA 增长率	15.3%	-86.2%	1494.7%	10.7%	4.7%
财务费用	693.5	983.6	1,050.8	1,021.9	1,021.3	EBIT 增长率	3.4%	-399.4%	-312.6%	17.2%	7.1%
资产减值损失	12.7	297.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	27.3%	-56.2%	308.6%	20.5%	2.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.7%	-0.4%	0.2%	12.1%	21.4%
投资和汇兑收益	476.0	336.9	362.9	783.0	952.7	净资产增长率	2.3%	-15.4%	16.3%	18.2%	16.0%
营业利润	411.8	-580.2	985.7	1,364.9	1,535.3	利润率					
加: 营业外净收支	-16.1	14.0	5.0	5.0	5.0	毛利率	-0.9%	-12.6%	28.4%	28.8%	28.8%
利润总额	395.6	-566.2	990.7	1,369.9	1,540.3	营业利润率	6.0%	-8.0%	15.8%	23.1%	26.0%
减: 所得税	20.2	47.9	92.8	92.9	160.4	净利率	2.9%	-11.0%	7.5%	14.7%	16.6%
净利润	375.4	-614.1	897.9	1,277.0	1,379.9	EBITDA/营业收入	21.6%	2.8%	52.1%	61.0%	63.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.7%	-13.1%	32.6%	40.4%	43.2%
货币资金	990.3	673.2	1,521.2	3,623.3	3,243.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	783	811	950	945	882
应收帐款	917.9	707.5	890.8	842.2	842.2	流动营业资本周转天数	-2	-14	7	37	38
应收票据	385.6	78.2	68.5	64.8	64.8	流动资产周转天数	134	126	156	253	304
预付帐款	65.4	63.9	68.3	72.6	76.8	应收帐款周转天数	48	38	44	51	49
存货	418.7	455.4	298.2	279.8	279.8	存货周转天数	22	22	22	18	18
其他流动资产	31.7	312.3	293.1	289.7	289.7	总资产周转天数	1,188	1,160	1,337	1,549	1,826
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,050	1,018	1,185	1,331	1,558
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2,487.0	2,474.0	2,644.5	3,023.5	3,600.5	ROE	5.9%	-11.5%	14.4%	17.4%	16.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	-2.6%	3.9%	4.6%	4.3%
固定资产	15,839.1	16,982.3	16,023.1	15,011.1	13,949.2	ROIC	5.4%	2.2%	9.0%	10.8%	9.9%
在建工程	1,788.8	487.6	651.1	3,951.1	9,501.1	费用率					
无形资产	113.6	120.2	112.2	104.9	98.0	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	663.0	912.2	614.8	436.8	330.0	管理费用率	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%
资产总额	23,701.2	23,266.8	23,186.0	27,699.7	32,275.1	财务费用率	10.2%	13.5%	16.8%	17.3%	17.3%
短期债务	2,790.0	3,220.0	3,120.0	3,020.0	2,920.0	三费/营业收入	10.4%	13.8%	17.5%	18.0%	18.0%
应付帐款	2,267.8	2,281.9	1,349.9	1,268.6	1,268.6	偿债能力					
应付票据	-	21.0	12.3	11.5	11.5	资产负债率	73.3%	77.0%	73.2%	73.5%	73.6%
其他流动负债	671.0	866.4	752.6	718.5	718.5	负债权益比	275.1%	335.3%	272.9%	277.0%	278.7%
长期借款	9,820.4	9,689.0	9,889.0	13,489.0	16,989.0	流动比率	0.49	0.36	0.60	1.03	0.98
其他非流动负债	1,834.1	1,844.1	1,844.1	1,844.1	1,844.1	速动比率	0.42	0.29	0.54	0.97	0.92
负债总额	17,383.3	17,922.4	16,968.0	20,351.8	23,751.8	利息保障倍数	0.46	-0.97	1.94	2.34	2.50
少数股东权益	2,096.2	2,078.5	2,506.6	3,045.6	3,724.8	分红指标					
股本	1,981.2	1,981.2	1,981.2	1,981.2	1,981.2	DPS(元)	0.12	0.08	-	0.12	0.22
留存收益	2,240.5	1,284.7	1,730.1	2,321.1	2,817.3	分红比率	118.9%	-19.8%	0.0%	27.0%	44.3%
股东权益	6,317.9	5,344.4	6,218.0	7,347.9	8,523.3	股息收益率	1.5%	1.0%	0.0%	1.5%	2.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	375.4	-614.1	897.9	1,277.0	1,379.9	EPS(元)	0.10	-0.40	0.24	0.44	0.49
加: 折旧和摊销	1,187.1	1,174.6	1,220.5	1,219.5	1,219.0	BVPS(元)	2.13	1.65	1.87	2.17	2.42
资产减值准备	12.7	297.3	-	-	-	PE(X)	77.3	-19.3	33.0	17.8	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	4.7	4.2	3.6	3.2
财务费用	462.7	704.6	994.5	1,050.8	1,021.9	P/FCF	-	-82.4	29.4	8.3	-26.8
投资收益	-476.0	-336.9	-362.9	-783.0	-952.7	P/S	2.3	2.1	2.5	2.6	2.6
少数股东损益	175.5	185.7	429.0	408.2	400.3	EV/EBITDA	21.6	160.4	9.9	9.5	10.3
营运资金的变动	-408.2	471.2	-1,053.9	-46.2	-4.2	CAGR(%)	50.4%	-231.0%	35.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,329.9	2,338.5	2,181.4	3,097.5	3,063.6	PEG	1.5	0.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,639.6	-1,691.4	-324.1	-3,196.1	-5,424.4	ROIC/WACC	0.7	0.3	1.1	1.4	1.3
融资活动产生现金流量	809.5	-964.2	-961.0	2,243.6	1,944.3	REP	2.3	5.7	1.4	1.1	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

瀑布沟水电站开始投产

国电电力动态点评

报告摘要：

- 公司控股的瀑布沟水电站已经开始有机组投产,预计2009年投产2台,到2010年全部6台机组投产完毕,意味着大渡河水电开发开始进入收获期。目前瀑布沟水电站执行0.30元/千瓦时的电价,虽然由于投资总额尚未确定,瀑布沟的电站盈利具有一定的不确定性,但总体而言盈利应好于现有上市公司资产。同时瀑布沟水电站乃至后续深溪沟、大冈山电站的陆续投产,将使公司水电资产比重增加,在煤价上涨周期中,公司盈利能力的稳定性高于其他龙头公司。
- 公司控股50%的内蒙古国电建投能源公司,将在鄂尔多斯建设14台60万千瓦的发电机组和4000万吨煤炭产能,而且煤炭质量极好,目前已经有2台机组拿到路条,未来将成为公司业绩增长的主要推动力量。
- 公司除了投资电力、煤炭外,化工、新能源、金融和电力科技的投资亦开始初见成效,业务的多元化有利于公司平滑业绩。
- 五大集团中,国电集团非上市资产最多、盈利能力最强,国电电力是五大集团中资产注入空间最大的公司。近几年集团不断将优质资产注入上市公司,未来这一过程仍将持续。
- 我们预计2010年沿海地区煤价涨幅超过全国平均水平,而公司下属燃煤电厂分布于沿海和西部坑口地区,预计涨幅低于全国平均水平,具有相对优势。
- 我们维持“增持-A”评级,目标价10元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,467.5	16,440.1	19,332.9	31,848.3	34,482.0
Growth(%)	20.2%	-5.9%	17.6%	64.7%	8.3%
净利润	2,544.2	219.0	2,511.0	4,215.5	5,130.9
Growth(%)	43.5%	-89.5%	957.7%	38.8%	20.9%
毛利率(%)	14.0%	-1.0%	21.2%	25.7%	28.7%
净利润率(%)	9.8%	1.1%	9.8%	8.2%	9.2%
每股收益(元)	0.31	0.03	0.35	0.43	0.52
每股净资产(元)	2.46	2.60	2.90	3.74	4.17
市盈率	22.6	215.9	20.4	16.6	13.8
市净率	2.9	2.7	2.4	1.9	1.7
净资产收益率(%)	12.9%	1.1%	11.0%	13.1%	13.8%
ROIC(%)	8.6%	5.0%	6.1%	8.7%	8.0%
EV/EBITDA	12.5	52.4	13.4	10.1	8.9
股息收益率	0.6%	0.8%	0.4%	0.6%	0.7%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
10.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 10.00 元

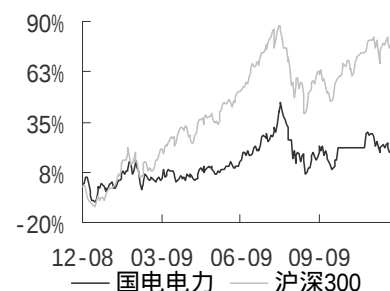
现价： 7.06 元

报告日期：
2009-12-16

市场数据

总市值(百万元)	38,461.25
流通市值(百万元)	38,461.25
总股本(百万股)	5,447.77
流通股本(百万股)	5,447.77
12 个月最高/最低	5.35/8.76 元
十大流通股东(%)	61.78%
股东户数	314,343

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.85)	(9.27)	(59.59)
绝对收益	(7.02)	0.71	20.08

研究员

张龙

021-68766113

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn

诸勤秒

021-68765175

助理行业分析师

zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

国电电力：资产注入有效提升业绩

2009-11-13

国电电力：投资收益超预期

2009-11-03

国电电力：业绩符合预期，等待资产注入

2009-08-18

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-12-15

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,467.5	16,440.1	19,332.9	31,848.3	34,482.0	成长性					
减: 营业成本	15,023.9	16,606.9	15,242.2	23,674.5	24,588.9	营业收入增长率	20.2%	-5.9%	17.6%	64.7%	8.3%
营业税费	231.9	168.8	204.6	360.6	400.2	营业利润增长率	40.5%	-97.9%	4625.3%	77.2%	27.6%
销售费用	25.4	31.1	67.7	71.1	74.7	净利润增长率	43.5%	-89.5%	957.7%	38.8%	20.9%
管理费用	647.8	505.4	439.5	567.9	562.0	EBITDA 增长率	31.3%	-60.6%	335.9%	57.0%	15.9%
财务费用	871.8	1,296.8	1,481.9	2,687.5	2,932.8	EBIT 增长率	53.3%	-131.2%	-797.5%	78.6%	21.4%
资产减值损失	64.5	-5.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	40.5%	-25.5%	64.4%	69.6%	15.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.9%	33.6%	19.3%	26.4%	5.1%
投资和汇兑收益	567.2	229.5	1,066.1	764.7	777.8	净资产增长率	23.7%	-1.2%	17.5%	40.5%	15.8%
营业利润	3,010.8	62.7	2,963.0	5,251.4	6,701.2	利润率					
加: 营业外净收支	111.3	67.4	2.7	-8.9	-8.6	毛利率	14.0%	-1.0%	21.2%	25.7%	28.7%
利润总额	3,122.1	130.1	2,965.7	5,242.5	6,692.6	营业利润率	17.2%	0.4%	15.3%	16.5%	19.4%
减: 所得税	577.9	-88.9	454.7	1,027.0	1,561.7	净利润率	9.8%	1.1%	9.8%	8.2%	9.2%
净利润	2,544.2	219.0	2,511.0	4,215.5	5,130.9	EBITDA/营业收入	23.8%	10.0%	36.9%	35.2%	37.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.7%	-3.9%	23.0%	24.9%	27.9%
货币资金	1,582.0	441.9	1,746.6	2,747.9	5,092.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	522	646	673	573	658
应收帐款	2,896.7	1,965.9	3,601.7	5,933.4	6,424.0	流动营业资本周转天数	26	62	107	83	82
应收票据	116.1	43.9	132.4	218.1	236.2	流动资产周转天数	195	215	197	168	195
预付帐款	4,395.9	4,999.1	5,014.3	5,038.0	5,062.6	应收帐款周转天数	49	48	45	48	57
存货	2,031.4	1,145.9	2,086.0	3,241.2	3,366.4	存货周转天数	35	35	30	30	35
其他流动资产	9.1	0.3	-1.7	-1.7	-1.7	总资产周转天数	1,089	1,405	1,406	1,061	1,140
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	842	1,173	1,251	935	990
持有至到期投资	5.0	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4,803.6	6,083.5	6,133.5	6,183.5	6,233.5	ROE	12.9%	1.1%	11.0%	13.1%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	0.3%	3.1%	4.0%	4.5%
固定资产	27,976.3	31,045.3	41,241.7	60,110.3	65,948.6	ROIC	8.6%	5.0%	6.1%	8.7%	8.0%
在建工程	14,933.9	21,766.3	21,527.3	21,371.9	20,138.7	费用率					
无形资产	483.1	426.8	398.3	371.8	347.0	销售费用率	0.1%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	372.7	820.3	364.8	242.0	166.3	管理费用率	3.7%	3.1%	2.3%	1.8%	1.6%
资产总额	59,605.8	68,739.0	82,245.1	105,456.4	113,013.9	财务费用率	5.0%	7.9%	7.7%	8.4%	8.5%
短期债务	13,751.5	15,777.5	23,125.5	29,972.2	29,772.2	三费/营业收入	8.8%	11.2%	10.3%	10.4%	10.4%
应付帐款	4,266.8	3,349.9	3,048.4	4,734.9	4,917.8	偿债能力					
应付票据	1,247.8	713.1	1,252.8	1,945.9	2,021.0	资产负债率	66.9%	71.6%	72.2%	69.5%	67.0%
其他流动负债	4,500.1	1,501.8	1,985.4	3,564.4	3,965.6	负债权益比	202.3%	252.7%	259.2%	227.7%	203.4%
长期借款	12,381.4	21,369.2	23,369.2	26,369.2	28,369.2	流动比率	0.46	0.40	0.43	0.43	0.50
其他非流动负债	3,741.4	6,539.1	6,568.0	6,693.2	6,719.5	速动比率	0.38	0.35	0.36	0.35	0.41
负债总额	39,889.0	49,250.6	59,349.4	73,279.7	75,765.4	利息保障倍数	2.34	-0.49	3.00	2.95	3.28
少数股东权益	6,297.9	5,306.8	7,080.1	9,169.6	11,543.8	分红指标					
股本	2,723.9	5,447.8	5,447.8	6,159.3	6,159.3	DPS(元)	0.05	0.06	0.03	0.04	0.05
留存收益	10,695.0	8,733.8	10,367.8	16,847.8	19,545.4	分红比率	14.4%	182.7%	8.6%	10.0%	10.0%
股东权益	19,716.8	19,488.4	22,895.7	32,176.7	37,248.6	股息收益率	0.6%	0.8%	0.4%	0.6%	0.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2,544.2	219.0	2,511.0	4,215.5	5,130.9	EPS(元)	0.31	0.03	0.35	0.43	0.52
加: 折旧和摊销	2,177.5	2,305.1	2,686.9	3,257.9	3,346.2	BVPS(元)	2.46	2.60	2.90	3.74	4.17
资产减值准备	64.5	-5.4	-	-	-	PE(X)	22.6	215.9	20.4	16.6	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.7	2.4	1.9	1.7
财务费用	723.3	874.6	1,306.2	1,481.9	2,687.5	P/FCF	-21.8	-58.8	-87.4	-6.6	185.4
投资收益	-567.2	-229.5	-1,066.1	-764.7	-777.8	P/S	2.2	2.3	2.0	1.4	1.3
少数股东损益	741.5	40.1	619.0	1,589.7	1,957.2	EV/EBITDA	12.5	52.4	13.4	10.1	8.9
营运资金的变动	226.7	-3,831.8	-1,786.8	292.5	32.1	CAGR(%)	18.3%	186.1%	28.4%	11.2%	4.5%
经营活动产生现金流量	4,339.9	1,841.9	4,446.0	11,278.3	12,621.3	PEG	1.2	1.2	0.7	1.5	3.0
投资活动产生现金流量	#####	-14,850.2	-13,103.9	-23,385.3	-11,472.2	ROIC/WACC	1.2	0.7	0.9	1.2	1.1
融资活动产生现金流量	9,993.1	11,868.5	7,819.6	12,056.3	-1,450.2	REP	0.9	2.0	1.5	1.0	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

低风险的电力大盘股

长江电力动态点评

报告摘要：

- 随着煤炭价格的上涨,火电公司的盈利能力将不断下滑,未来只能寄希望于电价调整。而水电公司的业绩不受煤价上涨的影响,防守型特征明显,在2010年的市场环境下,在行业中具有优势。同时在火电公司电价调整过程中,三峡、葛洲坝电站电价往往借势上调,逐步提升盈利能力。
- 公司已经完成三峡发电资产的整体上市,盈利能力大幅提升。而大股东12.68元/股的认购价格可视为价值底线,具有较强的安全边际。
- 在收购完三峡26台机组后,公司业绩受到来水影响将越来越大,波动性将有所增加。我们预计公司2010年每股收益可达到0.76元,但1-4季度间的业绩分布极不均匀,预计1-4季分别为0.01、0.18、0.44和0.13元,3季度业绩占比接近6成,因此3季度来水不佳的话,公司业绩将大受影响。
- 三峡地下电站6台机组预计在2011、2012年投产,公司计划在首批机组投产前完成其收购,即可能在2010年收购。由于地下电站的利用小时不到900小时,如果其电价参照目前三峡电价,那么投产初期将可能亏损几千万元,对公司EPS的影响不到0.01元。如果电价上调0.03元/千瓦时,地下电站将实现微利。总体来说,我们认为地下电站的收购对公司盈利影响不大。
- 金沙江上游4座电站将在2012年左右陆续投产,公司未来仍可通过收购进行快速扩张,长期发展前景依然看好。但短期内业绩增长主要依靠财务费用的下降和出售股票、参股企业业绩增长带来的投资收益增加。
- 公司现金充足,具有强大的并购能力。
- 我们维持其“买入-A”评级,目标价18元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **18.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 18.00 元

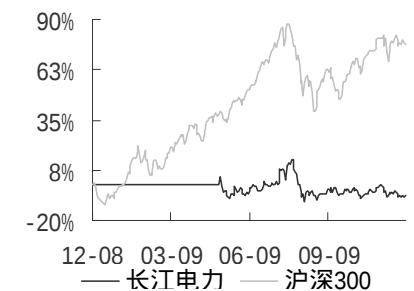
现价： 13.22 元

报告日期： **2009-12-16**

市场数据

总市值(百万元)	145,420.00
流通市值(百万元)	64,902.00
总股本(百万股)	11,000.00
流通股本(百万股)	4,909.38
12 个月最高/最低	12.67/16.47 元
十大流通股东(%)	42.52%
股东户数	562,173

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.38)	(11.13)	(85.10)
绝对收益	(4.17)	(1.85)	(6.57)

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,735.4	8,807.1	11,002.2	21,608.0	21,608.0
Growth(%)	23.9%	0.8%	24.9%	96.4%	0.0%
净利润	5,372.5	3,930.4	5,221.3	8,384.2	8,604.2
Growth(%)	48.6%	-26.8%	32.8%	60.6%	2.6%
毛利率(%)	54.6%	45.8%	62.2%	63.6%	63.5%
净利润率(%)	61.5%	44.6%	47.5%	38.8%	39.8%
每股收益(元)	0.49	0.36	0.47	0.76	0.78
每股净资产(元)	3.75	3.42	5.74	6.13	6.30
市盈率	27.2	37.2	28.0	17.4	17.0
市净率	3.5	3.9	2.3	2.2	2.1
净资产收益率(%)	13.0%	10.5%	8.3%	12.4%	12.4%
ROIC(%)	16.3%	8.4%	11.8%	6.8%	6.8%
EV/EBITDA	16.2	22.9	23.2	12.1	11.8
股息收益率	1.1%	1.9%	1.4%	2.9%	4.6%

研究员

张龙 首席行业分析师
 021-68766113 zhanglong@essence.com.cn

前期研究成果

长江电力：葛洲坝电价上调 2 分钱
 2009-11-20
 长江电力：业绩符合预期，未来关注来水
 2009-10-30
 长江电力：投资收益推动业绩增长
 2009-08-31

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-12-15

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,735.4	8,807.1	11,002.2	21,608.0	21,608.0	成长性					
减: 营业成本	3,961.7	4,771.4	4,163.0	7,861.8	7,884.9	营业收入增长率	23.9%	0.8%	24.9%	96.4%	0.0%
营业税费	134.0	140.6	175.4	344.7	344.7	营业利润增长率	44.7%	-34.8%	31.9%	55.7%	3.2%
销售费用	2.2	1.4	2.0	2.0	2.0	净利润增长率	48.6%	-26.8%	32.8%	60.6%	2.6%
管理费用	309.7	315.6	331.4	348.0	365.4	EBITDA 增长率	42.9%	-27.4%	73.0%	86.9%	-0.1%
财务费用	865.5	901.8	1,544.9	4,518.5	4,193.1	EBIT 增长率	46.4%	-37.5%	85.4%	84.0%	-0.2%
资产减值损失	0.4	0.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	49.3%	-25.5%	40.0%	83.1%	-0.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.4%	0.1%	218.8%	-0.3%	-3.2%
投资和汇兑收益	2,094.8	439.2	1,116.0	653.3	659.7	净资产增长率	42.6%	-8.9%	68.2%	6.7%	2.8%
营业利润	6,868.4	4,474.9	5,901.5	9,186.4	9,477.6	利润率					
加: 营业外净收支	724.4	710.1	910.9	1,809.6	1,809.6	毛利率	54.6%	45.8%	62.2%	63.6%	63.5%
利润总额	7,592.9	5,185.0	6,812.4	10,996.0	11,287.2	营业利润率	78.6%	50.8%	53.6%	42.5%	43.9%
减: 所得税	2,220.4	1,254.6	1,591.1	2,611.8	2,683.0	净利率	61.5%	44.6%	47.5%	38.8%	39.8%
净利润	5,372.5	3,930.4	5,221.3	8,384.2	8,604.2	EBITDA/营业收入	93.4%	67.3%	93.1%	88.7%	88.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	73.5%	45.6%	67.7%	63.4%	63.3%
货币资金	2,798.4	2,470.5	2,640.5	5,185.9	5,185.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,559	1,690	3,027	2,364	2,276
应收帐款	1,007.8	1,550.1	1,963.8	3,856.9	3,856.9	流动营业资本周转天数	64	86	94	101	138
应收票据	919.0	1,067.4	1,205.7	2,368.0	2,368.0	流动资产周转天数	183	209	186	149	198
预付帐款	18.9	28.3	32.4	40.3	48.2	应收帐款周转天数	44	52	57	48	64
存货	180.5	203.1	214.4	404.9	406.1	存货周转天数	8	8	7	5	7
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	2,307	2,495	3,628	2,740	2,706
可供出售金融资产	10,974.1	5,138.0	6,194.5	6,194.5	6,194.5	投资资本周转天数	1,687	1,978	3,317	2,568	2,523
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6,070.7	6,655.9	7,026.9	7,422.1	7,841.8	ROE	13.0%	10.5%	8.3%	12.4%	12.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	6.8%	3.2%	5.1%	5.4%
固定资产	42,252.7	40,454.4	144,567.5	139,255.6	133,935.7	ROIC	16.3%	8.4%	11.8%	6.8%	6.8%
在建工程	52.5	47.7	105.7	98.7	41.7	费用率					
无形资产	25.2	22.5	18.8	15.8	13.5	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	14.2	101.7	25.0	25.0	25.0	管理费用率	3.5%	3.6%	3.0%	1.6%	1.7%
资产总额	64,314.1	57,739.4	163,995.3	164,867.8	159,917.3	财务费用率	9.9%	10.2%	14.0%	20.9%	19.4%
短期债务	8,053.8	5,590.8	31,593.0	33,939.9	34,041.5	三费/营业收入	13.5%	13.8%	17.1%	22.5%	21.1%
应付帐款	914.1	1,942.9	1,254.6	2,369.3	2,376.3	偿债能力					
应付票据	15.4	182.0	171.1	323.1	324.0	资产负债率	35.9%	34.9%	61.5%	59.1%	56.7%
其他流动负债	1,070.9	853.8	853.8	853.8	853.8	负债权益比	55.9%	53.7%	159.5%	144.6%	130.8%
长期借款	6,800.0	6,800.0	61,800.0	54,851.1	47,894.2	流动比率	0.49	0.62	0.18	0.32	0.32
其他非流动负债	6,206.7	4,802.8	5,139.0	5,139.0	5,139.0	速动比率	0.47	0.60	0.17	0.30	0.30
负债总额	23,060.9	20,172.3	100,811.4	97,476.1	90,628.8	利息保障倍数	7.42	4.45	4.82	3.03	3.26
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	9,412.1	9,412.1	11,000.0	11,000.0	11,000.0	DPS(元)	0.14	0.25	0.18	0.38	0.61
留存收益	31,841.1	28,155.0	52,185.4	56,392.6	58,289.4	分红比率	28.8%	71.1%	38.9%	49.8%	78.0%
股东权益	41,253.2	37,567.1	63,183.9	67,391.7	69,288.5	股息收益率	1.1%	1.9%	1.4%	2.9%	4.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	5,372.5	3,930.4	5,221.3	8,384.2	8,604.2	EPS(元)	0.49	0.36	0.47	0.76	0.78
加: 折旧和摊销	1,749.0	1,919.6	2,801.5	5,452.8	5,460.3	BVPS(元)	3.75	3.42	5.74	6.13	6.30
资产减值准备	0.4	0.8	-	-	-	PE(X)	27.2	37.2	28.0	17.4	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.9	2.3	2.2	2.1
财务费用	719.5	893.3	932.8	1,544.9	4,518.5	P/FCF	-29.4	101.9	-7.4	35.0	21.8
投资收益	-2,094.8	-439.2	-1,116.0	-653.3	-659.7	P/S	16.7	16.6	13.3	6.8	6.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	16.2	22.9	23.2	12.1	11.8
营运资金的变动	-890.2	25.1	-855.4	-1,999.2	-1.2	CAGR(%)	16.0%	29.8%	19.3%	3.5%	2.1%
经营活动产生现金流量	4,923.9	6,593.2	7,596.3	15,703.0	17,596.7	PEG	1.7	1.2	1.4	5.0	8.1
投资活动产生现金流量	-12,695.8	-672.0	-107,280.4	127.1	159.1	ROIC/WACC	2.2	1.1	1.6	0.9	0.9
融资活动产生现金流量	8,047.0	-6,249.1	99,854.3	-13,297.4	-17,755.8	REP	1.2	2.5	1.0	1.6	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

上海
上海市浦东新区 528 号上海证券大厦北塔 2008 室
邮编: 200120
电话: 021-68801200

北京
北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二楼楼三层
邮编: 100032
电话: 010-66578819

深圳
深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层
邮编: 518026
电话: 0755-82825555