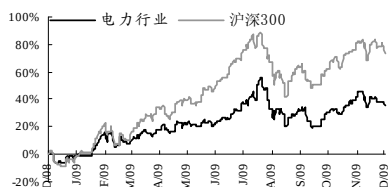


公用事业 - 电力生产与供应

Utilities - Electric Utilities

2009 年 12 月 18 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电力	-4.8%	2.9%	35.1%
沪深 300	-4.0%	8.8%	73.9%

代码	名称	6m%	YTD	评级
600027	华电国际	9.4%	32.9%	增持
600795	国电电力	5.2%	13.9%	增持
600863	内蒙华电	49.3%	150.8	增持

相关报告

《复苏趋势延续，关注确定性增长》2009.9
《行业步入复苏，关注质优先行者》2009.6
《复苏尚需时日，业绩低谷回升》2009.3

顾静

+86 755 83199599ext8206
gujing@csc.com.cn

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告

挖掘平淡中的业绩增长点

—2010 年电力行业投资策略

评级： 中性

用电需求延续复苏趋势，增速扩大。1-11 月，全国用电量累计同比增长 4.77%，增速进一步扩大。考虑到明年下游行业需求将持续回暖，高耗能产业用电量回升，我们预计 2009 年、2010 年的用电量增速分别为 5.2%、和 6.5%。

发电装机增速放缓，机组利用率回升。2009 年 1-10 月份，全国新增装机容量同比下降 16.78%，预计 2010 年装机容量增速为 8.53%，装机容量增长呈现递减趋势；1-11 月，全国发电设备累计平均利用小时同比降低 4.15 个百分点，较 2008 年降幅缩小 2.5 个百分点，机组利用率增速回升。预计 2009 年、2010 年机组利用小时分别为 4500 小时、4600 小时，同比增速为 -3.7%和 2.2%。

煤价上涨预期较强。随着国内经济回暖，下游用煤需求将增加，煤炭运价指数的回升，国外煤价上涨等因素的影响，煤炭价格上涨预期较强。我们预计 2010 年国内市场煤价将出现逐季上升，平均涨幅 10%左右，动力煤合同价涨幅在 5%左右，发电企业综合煤炭价格涨幅为 5% - 6%。

电价改革将深化，煤电联动空间有限。2010 年电价改革将继续推进直购电试点，构建有效竞争的电力市场体系，推进销售电价改革等深化电价改革；根据近期出台指导意见设定煤电联动的最高上限，我们认为煤电联动空间有限。

业绩展望：复苏后的平淡。2010 年，在电价调整不确定下，我们认为火电行业公司业绩增长将受制于煤炭价格的涨幅，根据我们的假设进行敏感性分析，若综合煤炭价格涨幅超过 3%，毛利率将出现下降，行业业绩整体增长前景不容乐观；水电行业公司盈利主要依赖于上游来水量。综合来看，行业整体业绩趋于复苏后的平淡。

估值优势不明显。目前 A 股电力行业整体市净率为 2.92，接近历史水平平均值，与沪深 300 比值为 0.92，高于历史平均值 0.9。综合业绩增长考虑，给予行业“中性”评级。

投资策略：挖掘业绩增长点。根据我们的投资思路，认为在平淡中能够实现业绩增长的公司值得关注：一是机组优质，通过对上游煤炭产业的拓展，燃料成本控制能力较强；二是通过内生和外延方式，通过扩大机组规模，实现业绩增长；三是电价上调带来的业绩增长。建议重点关注：华电国际（600027）、国电电力（600795）、内蒙华电（600863）。

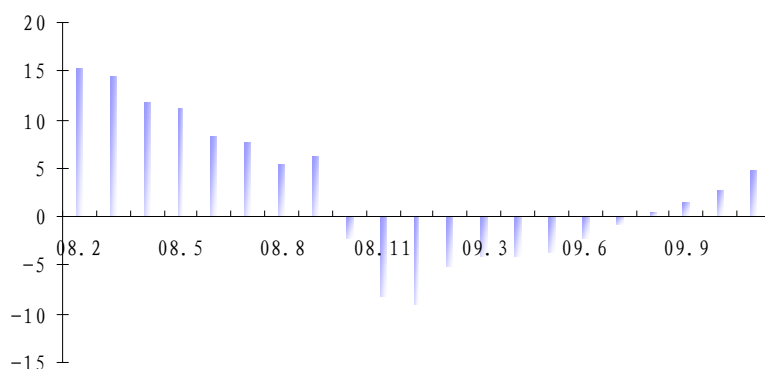
风险提示：宏观经济增长及政策的不确定性；发电量、机组利用小时等预测低于预期。

用电需求：延续复苏趋势，增速扩大

2009 年：用电需求回暖，增速加快

1-11 月，全国用电量累计为 32991 亿千瓦时，同比增长 4.77%，增速进一步扩大，1-10 月累计用电增速为 2.8 个百分点。由于去年同期受国际经济危机影响基数较低的因素，11 月份，全国全社会用电量同比增长达到 27.6%。该数字比 10 月同比增幅上升 11.8 个百分点，增速加快。

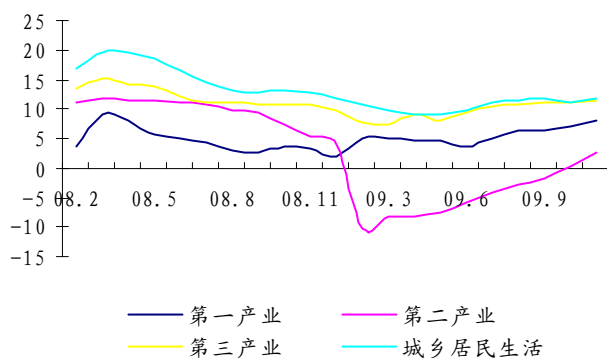
Figure 1 全社会用电量增速



资料来源：中电联、世纪证券研究所

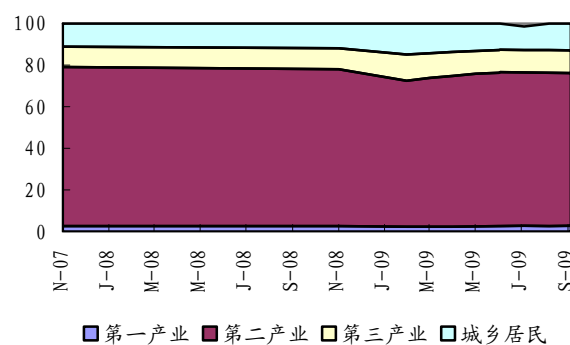
分产业来看，随着经济回暖，第二产业用电恢复是用电量增长的主要驱动力。1-11 月，第二产业用电量为 24,379.00 亿千瓦时，同比增长 2.62 个百分点，继 1-10 月累计增速实现正数（0.21%）以来，进一步提高 2.41 个百分点；较为刚性的第一产业、第三产业及城乡居民累计用电同比增速分别为 8.09、11.6、11.87，环比略提高。（分别为 0.9、0.54、0.68 个百分点）

Figure 2 三大产业用电量累计增速



资料来源：中电联、世纪证券研究所

Figure 3 三大产业用电结构（1-10 月）



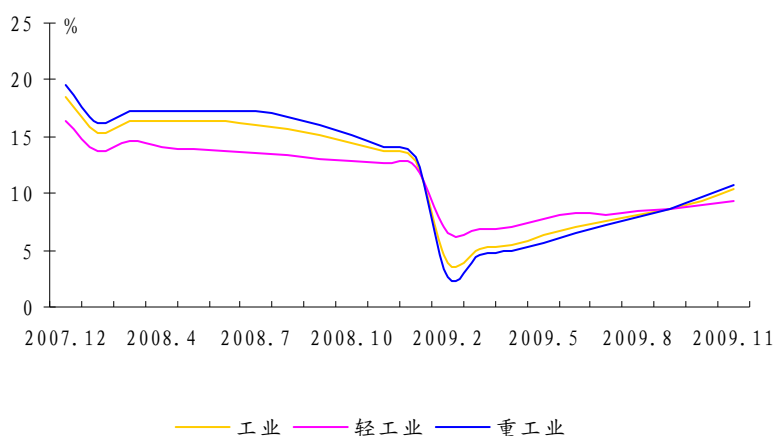
资料来源：中电联、世纪证券研究所

从工业增加值同比增速回升，下游高耗能行业（化工、非金属、黑色金属、有色金属及电力）产量增速近几个月持续走高，也验证了工业用电量的回暖及经济的复苏。

1-11 月，工业增加值累计增速为 10.3%，环比提高 0.9 个百分点，其中重工业增加值累计增速为 10.7，环比提高 1.1 个百分点。

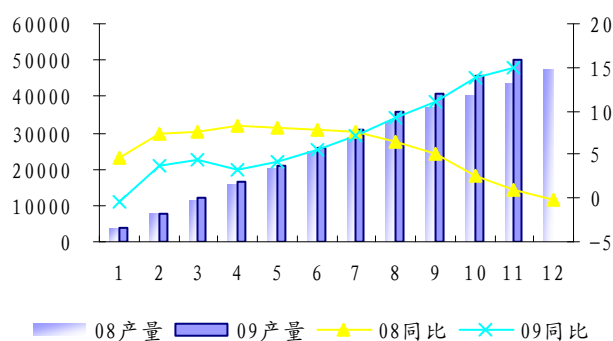
1-11 月，全国生铁产量累计同比增速为 15.07%，较 08 年同期增速提高 14 个百分点；十种有色金属产量累计同比增速为 3.37%，环比增幅扩大 2.11 个百分点；水泥产量累计同比增长 19%，同比增速提高 13.3 个百分点。

Figure 4 工业增加值累计同比增速



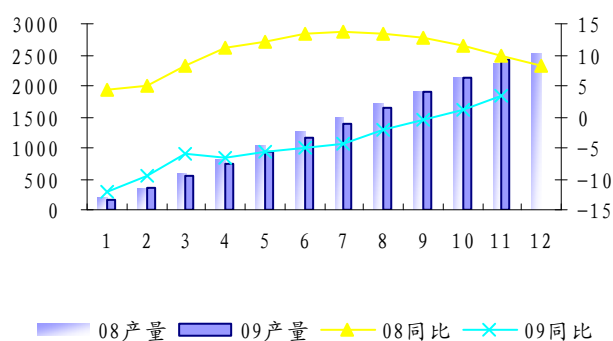
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 5 全国生铁累计产量及增速 单位：万吨



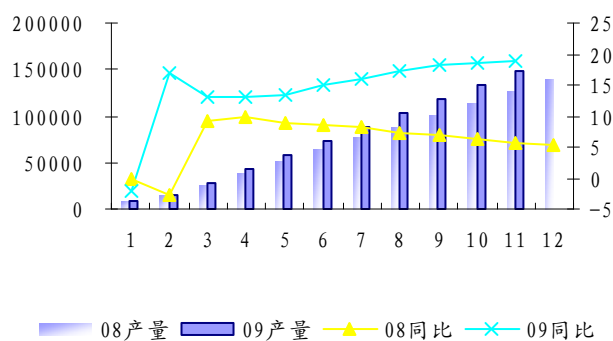
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 6 全国十种有色金属累计产量及增速 单位：万吨



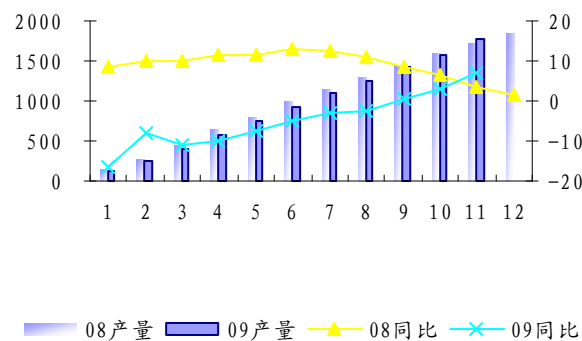
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure7 全国水泥累计产量及增速 单位: 万吨



资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figur8 全国烧碱累计产量及增速 单位: 万吨

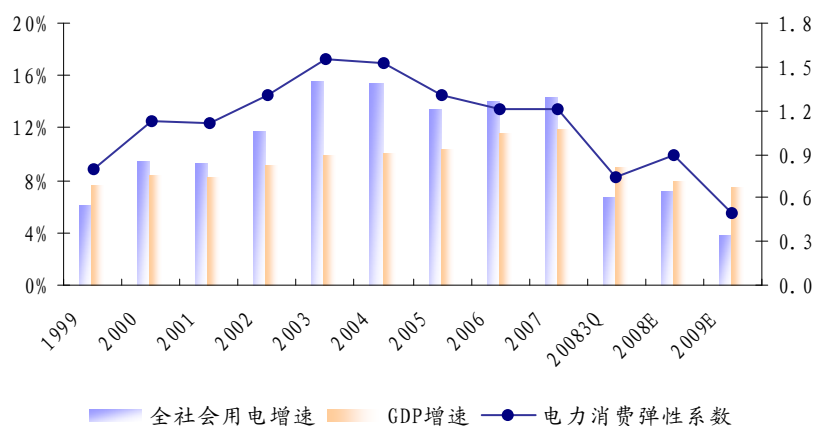


资料来源: Wind、世纪证券研究所

2010 年: 延续复苏趋势, 用电量增速扩大

根据世界银行最新预计: 2009 年中国 GDP 增速将达到 8.4%, 2010 年有望进一步提升至 8.7%。考虑到明年下游行业需求将持续回暖, 高耗能产业用电量回升, 我们预计 2009 年、2010 年的电力弹性系数分别为 0.65 和 0.75, 相应用电量增速分别为 5.2%、和 6.5%。

Figure9 GDP 与电力需求增速预测



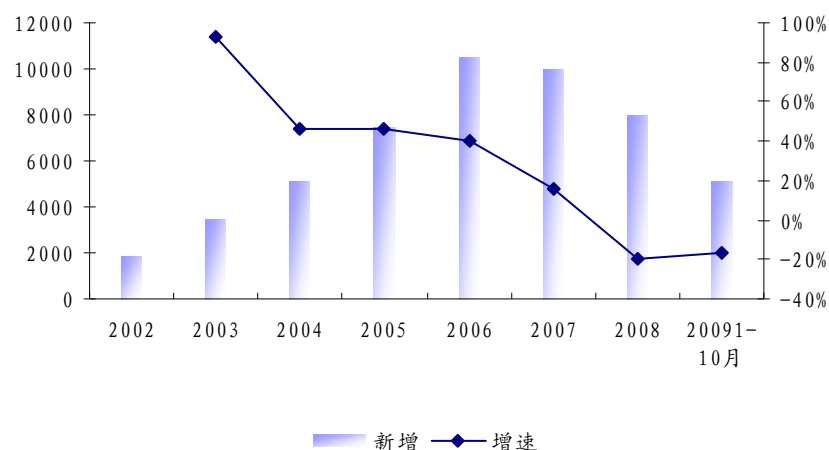
资料来源: 国家统计局、世纪证券研究所

发电装机增速放缓, 机组利用率回升

装机增速放缓

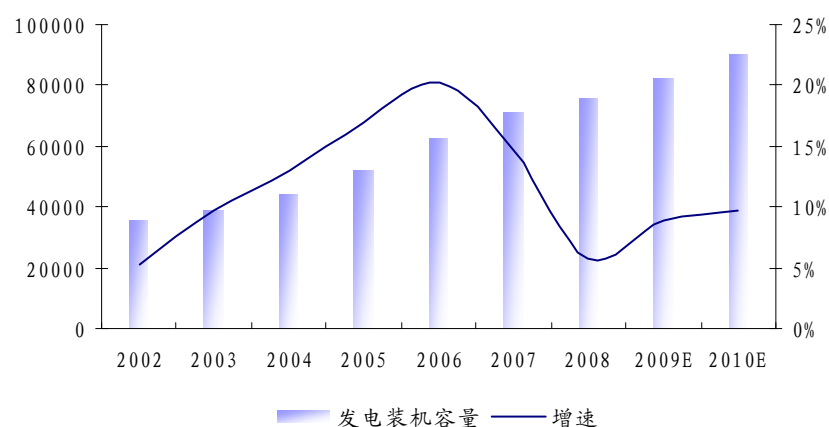
2009 年 1-10 月份, 全国新增装机容量为 5140.37 万千瓦, 同比下降 16.78%, 装机容量增长呈现递减趋势。根据电力行业的固定资产投资计划, 预计 2009 年全国装机规模将达到 8.2 亿千瓦, 2010 年达到 8.9 亿千瓦, 同比增速分别为 8.8%和 8.53%, 相对于 2005-2007 年机组建设高峰期, 增速放缓。

Figure10 新增发电装机容量增速 单位: 万千瓦



资料来源: 中电联、世纪证券研究所

Figure 11 发电装机总量及增速预测 单位: 万千瓦



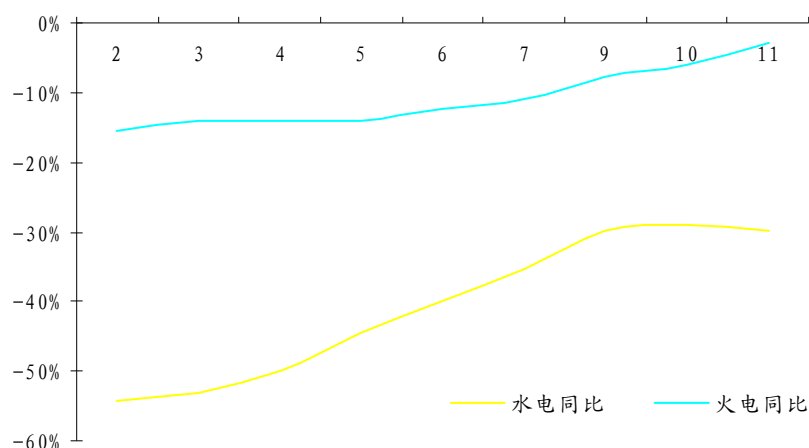
资料来源: 中电联、世纪证券研究所

机组利用率增速回升

2009 年 1-11 月, 全国发电设备累计平均利用小时为 4377 小时, 比去年同期降低 189 小时, 同比降低 4.15 个百分点, 较 2008 年降幅缩小 2.5 个百分点, 机组利用率增速回升; 其中火电设备平均利用率回升明显, 1-11 月, 火电设备利用小时数同比降低 2.9 个百分点, 较 08 年回升约 4.7 个百分点, 水电受来水情影响, 与 2008 年增速基本持平。

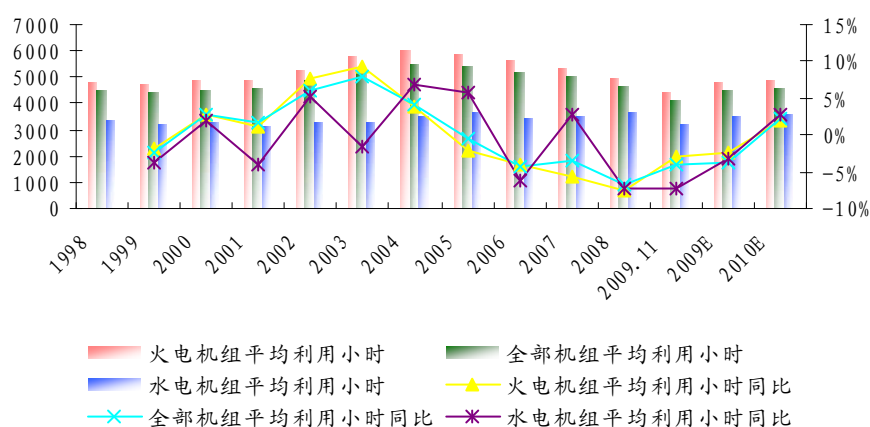
结合电力需求和新装机组增长的预测, 预计 2009 年、2010 年机组利用小时分别为 4500 小时、4600 小时, 同比增速为 -3.7% 和 2.2%, 2010 年同比增速将提升约 5 个百分点; 2010 年, 水电机组利用小时与 2009 年基本持平, 约为 3500 小时; 火电机组利用小时继续回升, 为 4900 小时, 同比提高约 2 个百分点。

Figure 12 2009 年火电与水电累计利用小时同比增速



资料来源: 中电联、世纪证券研究所

Figure 13 发电设备机组年度累计平均小时及增速 单位: 小时



资料来源: 中电联、世纪证券研究所

煤价上涨预期较强

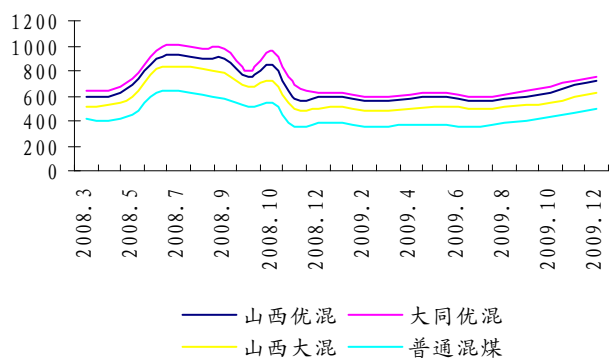
截止 12 月 14 日, 山西优混、大同优混、山西大混、普通混煤平均价格环比分别上涨 4.35%、5.56%、3.33%、4.81%。但较去年最高点均出现近 20% 以上的下降幅度。2009 年以来平均煤价同比分别下降 17.14%、19.83%、18.41%、19.65%。

澳大利亚 BJ 动力煤近期略有上涨, 基本维持在 80 美元/吨左右, 比 08 年最高点时煤价下降了 57.8 个百分点。预计随着全球经济的回暖, 国外煤价将上行。

考虑到虽然煤炭行业的固定资产投资保持较高增长 (2009 年 11 月累计投资 2614.27 亿元, 同比增长 36%), 但随着国内经济回暖, 下游用煤需求将增加, 煤炭运价指数的回升, 国外煤价上涨等因素的影响, 煤

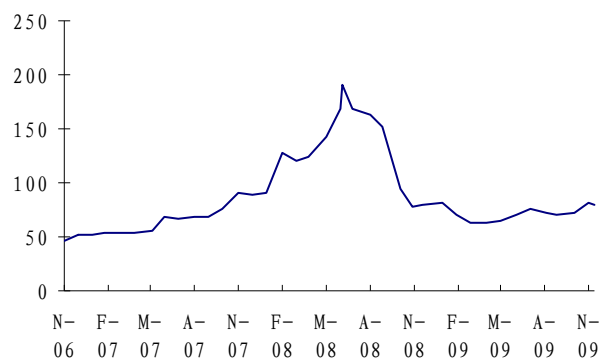
炭价格上涨预期较强，预计 2010 年国内市场煤价将出现逐季上升，平均涨幅为 10% 左右，动力煤合同价涨幅在 5% 左右，发电企业综合煤炭价格涨幅为 5% - 6%。

Figure 14 秦皇岛主要动力煤价格走势 单位：元/吨



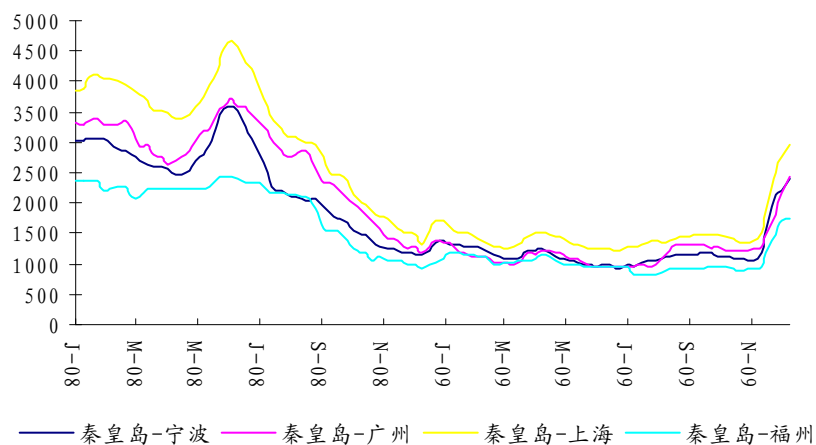
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 15 澳大利亚 BJ 动力煤价格走势 单位：美元/吨



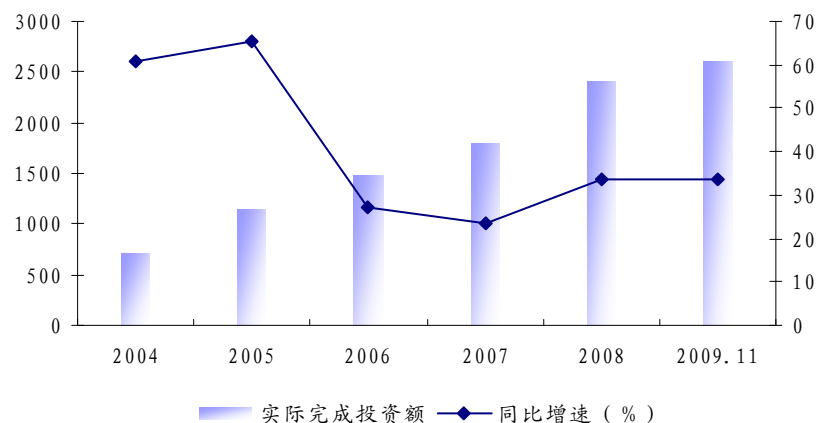
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 16 国内秦皇岛主要城市煤炭运价指数



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 17 煤炭固定资产实际完成额 单位：亿元



资料来源：Wind、世纪证券研究所

电价改革深化，煤电联动空间有限

电价改革是电力体制改革最为核心和敏感的环节。目前我国所有电价都受管制，一厂一价，一机一价，并且成本煤的上涨也无法向下游传导，电力企业的盈亏完全靠政府的电价调整的矛盾长期存在，使得电力改革势在必行。电价改革包括电价水平、电价结构和电价与其他能源的比价。

2009 年电价改革拉开帷幕，曙光初现。3 月 5 日，电价改革在政府工作报告中首次被明确提及。温家宝总理在政府工作报告中指出：“2009 年将推进资源性产品价格改革。继续深化电价改革，逐步完善上网电价、输配电价和销售电价形成机制，适时理顺煤电价格关系。”

11 月 19 日，国家调整各地销售电价，为理顺电价关系，促进节能减排，进一步推进电价改革，国家发改委与国家电监会、国家能源局出台了电价调整方案，自 2009 年 11 月 20 日起，向全国销售电价每千万时平均提高 0.028 元，各地区、各行业电价调整标准有所差异。

11 月的电价调整对上网电价做了有升有降的调整。陕西等十个省、区、市燃煤机组标杆上网电价适当提高，浙江省等七个省市区适当下调；统筹解决去年 8 月 20 日火电企业上网电价上调，对电网企业的影响；提高可再生能源电价附加标准；适当疏导脱硫电价矛盾。

我们认为电价改革将深化，如继续推进直购电试点，构建有效竞争的电力市场体系，推进销售电价改革，如实行居民阶梯电价等，但煤电联动空间有限。根据 12 月 15 日，国家发改委公布《关于完善煤炭产运需衔接工作的指导意见》指出将完善煤电价格联动机制，设置煤电联动最高上限，适当控制涨幅。我们认为出台指导意见设定煤电联动的最高上限，则是为了保证电价的相对稳定，而关于上网电价的调整，还有待于观察，毕竟政府频繁的调整电价机率较小。

2010 年业绩展望：复苏后的平淡

2009 年：行业业绩整体复苏

从 wind 统计的数据来看，2009 年前 3 季度，电力行业上市公司累计实现营业收入 2439.83 亿元，同比增长 7.85%；累计实现净利润 208.83 亿元，同比增长 1822%；平均毛利率 19.85%，同比上升了 5.25 个百分点；平均净利率 4.96%，同比上升了 2.95 个百分点；扣除非经常损益后的净资产收益率为 5.5%，同比上升 6.56 个百分点。

分季度来看，2009 年 3 季度，电力上市公司平均毛利率为 15.88%，同比增加 4.86 个百分点；净利润率为 8.29%，扭亏为盈，同比增加 25.6 个百分点；扣除非经常损益后的净资产收益率为 3.06%，同比增加 4.51

个百分点。

Figure 18 电力板块上市公司单季度业绩指标

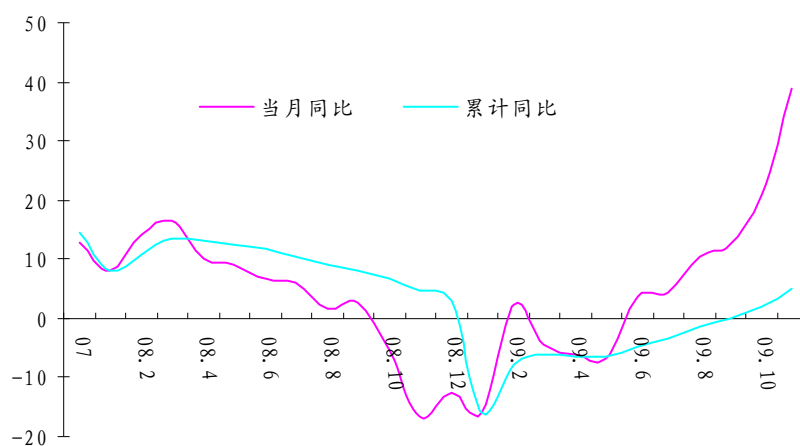
	20081Q	20082Q	20083Q	20084Q	20091Q	20092Q	20093Q	同比
毛利率%	12.32	14.95	11.02	12.63	15.29	17.24	15.88	4.86
净利润率%	11.5	-3.4	-17.31	-1.91	-4.74	-3.44	8.29	25.6
扣除非经常损益ROE%	0.6	-0.27	-1.45	-1.96	0.89	1.83	3.06	4.51

资料来源：Wind、世纪证券研究所

火电：业绩增长受制于煤价涨幅

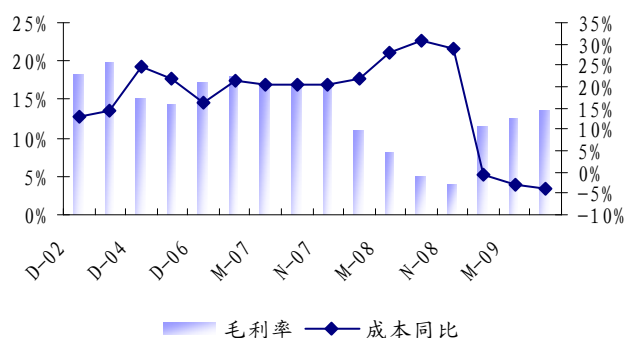
2009 年，受益于发电量回升，煤价回落，生产成本压力释放，同时由于上网电价的上调，火电行业业绩逐步进入回升通道。1-8 月，火电行业毛利率、利润率分别为 13.45%、4.72%，较 2008 年 11 月业绩低谷期（毛利率仅为 3.91%，利润率为-4.85%），已大幅提高，业绩全面复苏。

Figure 19 火电企业发电量增速



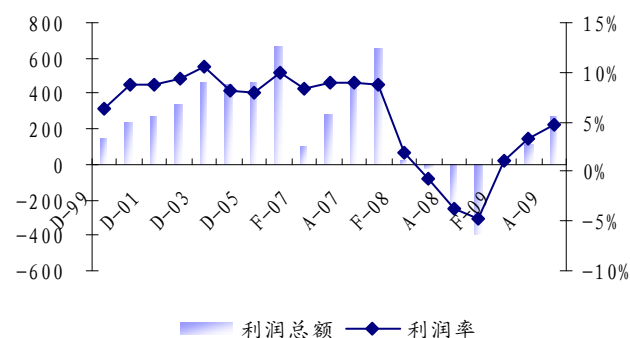
资料来源：中电联、世纪证券研究所

Figure 20 火电行业毛利率及成本增速



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 21 火电行业利润总额及利润率 单位：亿元



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

从火电上市公司来看，2009 年前 3 季度，大部分沿海地区的火电公司受益煤价和海运费下行、电量增速冒尖等因素，业绩恢复较好。

Figure 22 火电行业上市公司前 3 季度业绩指标

证券简称	销售毛利率 %			ROE (扣除 / 摊薄) %		
	20081-3Q	20091-3Q	同比	20081-3Q	20091-3Q	同比
漳泽电力	-17.08	2.45	19.52	-18.98	-8.37	10.61
粤电力A	4.26	21.80	17.54	-1.17	9.48	10.65
上海电力	-7.00	9.88	16.88	-17.78	5.51	23.29
内蒙华电	7.32	23.43	16.11	-6.86	5.06	11.92
长源电力	-5.35	10.29	15.65	-30.59	-3.45	27.14
华能国际	0.62	15.83	15.21	-7.07	10.33	17.40
华电国际	3.15	16.90	13.75	-11.91	7.50	19.41
宝新能源	20.13	32.64	12.51	3.26	14.93	11.67
韶能股份	21.39	30.43	9.04	2.13	2.05	-0.08
*ST能山	2.06	10.19	8.13	-19.97	-6.71	13.26
国电电力	11.98	19.64	7.66	0.63	8.13	7.50
大唐发电	10.42	17.32	6.90	-0.14	3.42	3.56
广州控股	13.06	19.59	6.53	2.67	5.93	3.26
华银电力	-6.50	-0.43	6.06	-23.02	-31.68	-8.66
中能股份	13.75	19.39	5.64	3.70	9.49	5.79
深圳能源	19.48	25.07	5.59	6.04	9.15	3.11
川投能源	34.46	40.02	5.56	18.08	6.88	-11.20
吉电股份	2.98	8.08	5.10	-4.07	-0.64	3.43
赣能股份	13.65	18.15	4.51	0.77	4.51	3.74
豫能控股	-58.27	-54.11	4.16	-56.72	-55.31	1.41
九龙电力	6.45	10.55	4.09	-6.20	4.03	10.23
建投能源	14.20	17.93	3.73	1.46	3.54	2.08
通宝能源	7.31	10.32	3.00	-2.26	1.23	3.49
国投电力	15.86	17.97	2.12	3.52	4.38	0.86
皖能电力	7.08	5.10	-1.98	1.49	1.41	-0.08
涪陵电力	15.80	11.58	-4.23	2.03	1.71	-0.32
华电能源	13.91	6.59	-7.32	-0.05	-7.90	-7.85

资料来源：Wind、世纪证券研究所

2010 年火电业绩增长主要受煤价和利用小时两方面因素影响。一是煤炭价格上涨概率大，将对火电企业业绩产生负面影响，二是机组利用小时将出现回升，实现正增长，有利于业绩恢复。而电价调整受政策影响还有待观察。

若暂不考虑电价的调整，通过煤炭价格、利用小时对火电上市行业公司业绩影响的敏感性分析。我们认为 2010 年火电企业业绩增长受制于煤炭价格的涨幅，若在火电利用小时 2%涨幅的预测下，综合煤炭价格涨幅超过 3%，毛利率将出现下降，因此在综合煤价涨幅在 5%的涨幅预期下，火电行业业绩整体增长前景不容乐观。

Figure 23 火电上市板块业绩敏感性分析

毛利率		利用小时变动幅度					
		-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
综合煤炭价格涨幅	8%	12.80%	13.32%	13.85%	14.39%	14.94%	15.49%
	7%	13.38%	13.91%	14.46%	15.01%	15.57%	16.14%
	6%	13.96%	14.50%	15.06%	15.62%	16.20%	16.78%
	5%	14.54%	15.10%	15.66%	16.24%	16.82%	17.42%
	4%	15.12%	15.69%	16.27%	16.86%	17.45%	18.06%
	3%	15.70%	16.28%	16.87%	17.47%	18.08%	18.70%
	2%	16.28%	16.87%	17.48%	18.09%	18.71%	19.34%
	1%	16.86%	17.46%	18.08%	18.71%	19.34%	19.98%
	0%	17.44%	18.06%	18.68%	19.32%	19.97%	20.62%

注：煤炭燃料占生产成本的 70%。

资料来源：Wind、世纪证券研究所

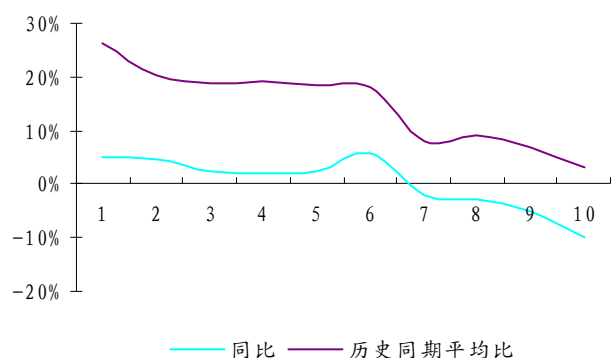
水电：业绩依赖于上游水情，“水火同价”或成亮点

2009 年 1-10 月份全国各主要江河累计来水量均较常年偏少。其中，松花江偏少 3 成多；辽河偏少 6 成；海河拒马河偏少近 1 倍；黄河上游偏少近 1 成，中下游偏少 4 成左右；淮河偏少 5 成左右；长江干流偏少 1 成左右，洞庭湖水系湘江偏少 2 成半，鄱阳湖水系赣江偏少 4 成多；西江偏少近 3 成。

据全国 422 座大型水库统计，2009 年 11 月 1 日蓄水总量为 1842.2 亿立方米，比上月初减少 59.3 亿立方米，减少 3%；比去年同期少蓄 208.6 亿立方米，偏少 10%；比多年同期平均多蓄 50.3 亿立方米，偏多 3%。

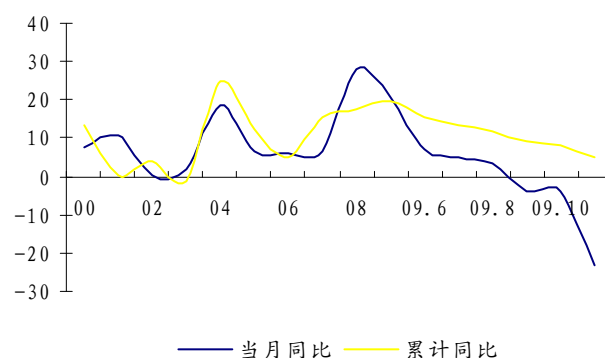
受上游来水量偏少影响，水电机组发电量增速下滑。11 月水电机组发电量为 364.75 亿千瓦时，同比大幅下滑 23.32 个百分点，较去年同期增速下降 14 个百分点；1-11 月，水电机组累计发电量为 5,195.91 亿千瓦，同比增速为 5.14%，较去年同期增速下降 11.66 个百分点。

Figure 24 2009 年全国大型水库蓄水同比及历史同期平均比



资料来源：中国水文信息网、世纪证券研究所

Figure 25 水电机组发电量增速



资料来源：Wind、世纪证券研究所

水电公司业绩较为稳定，主要受上游来水量影响，去年同期来水颇丰，2009 年水电行业整体业绩增速偏弱。2009 年前 3 季度，水电上市公司累计实现营业收入 160 亿元，同比增长 5.05%；累计实现净利润 48.82 亿元，同比增长 9.06%；平均毛利率 34.46%，同比上下滑 4.18 个百分点；平均净利率 13.8%，同比下滑 3.53 个百分点。扣除非经常损益后的净资产收益率为 5.39%，同比下滑 1.5 个百分点。

Figure 26 水电行业上市公司前 3 季度业绩指标

证券简称	销售毛利率 %			ROE (扣除 / 摊薄) %		
	20081-3Q	20091-3Q	同比	20081-3Q	20091-3Q	同比
桂冠电力	28.67	37.82	9.15	0.36	6.16	5.80
岷江水电	4.43	8.54	4.11	-7.67	-20.06	-12.39
广安爱众	39.67	41.45	1.78	5.96	8.77	2.81
三峡水利	30.64	28.81	-1.82	9.17	7.09	-2.08
长江电力	67.82	64.89	-2.93	8.73	8.00	-0.73
文山电力	34.45	30.64	-3.81	13.19	10.11	-3.08
西昌电力	57.44	53.24	-4.20	26.25	12.06	-14.19
郴电国际	25.43	20.90	-4.54	-1.98	7.98	9.96
明星电力	37.63	31.60	-6.02	7.36	7.69	0.33
乐山电力	34.31	28.28	-6.04	11.12	7.78	-3.34
闽东电力	44.22	36.08	-8.14	1.90	5.98	4.08
ST梅雁	32.82	22.15	-10.68	-11.56	-5.65	5.91
桂东电力	37.94	26.29	-11.65	11.15	8.03	-3.12
黔源电力	65.45	51.73	-13.72	13.20	2.60	-10.60

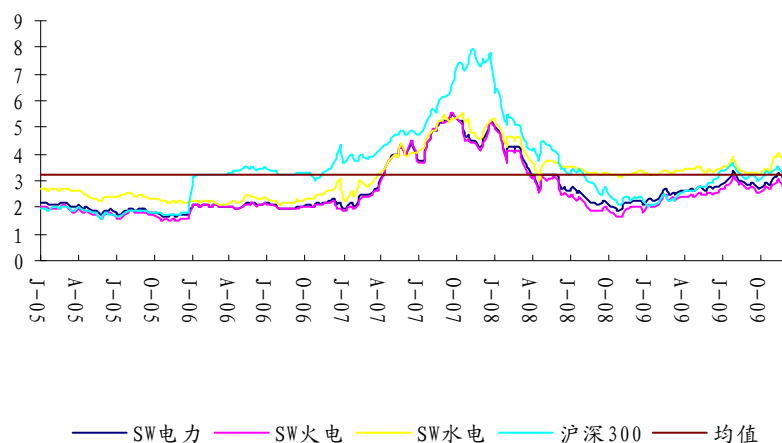
资料来源: Wind、世纪证券研究所

2010 年, 我们认为水电公司盈利依赖于上游来水量, “水火同价” 或将成为水电行业业绩增长亮点。目前水电价格确定原则是 “保本微利”, 大部分水电站的电价低于火电价格, 这违背了同质同价的原则。而库区基金的征收, 一方面加大了水电企业的负担, 不利于行业发展。预期国家将对清洁能源价格进行调整, 特别是矛盾较为突出的地区调整可能性更大, 但具体调整时间受政策影响不确定依然。

行业估值与投资策略

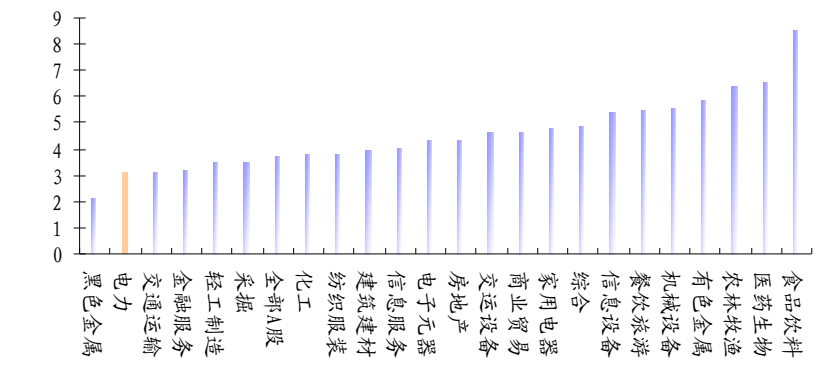
鉴于电力企业业绩仍处于复苏后的恢复阶段, 市净率估值方法较为适用。目前 A 股电力行业整体市净率为 2.92, 接近历史水平均值 (近 10 年来, 电力行业的平均市净率约为 3.08 倍), 与沪深 300 比值为 0.92, 高于历史平均指 0.9, 综合看来, 行业整体估值优势不明显。

Figure 27 电力行业市净率变动情况及历史均值



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 28 行业估值比较

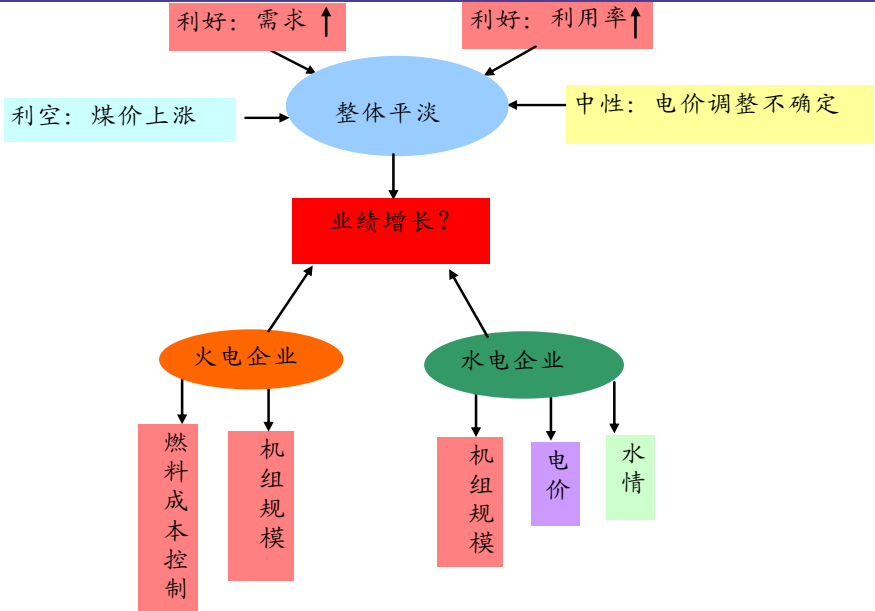


资料来源：Wind、世纪证券研究所

综合行业业绩增长情况，我们认为，2010 年电力行业业绩增长受制于煤炭价格，加之电价上调等受政策影响较大，具有不确定性，预计整体较为平淡，给予行业“中性”评级。

由于行业整体较为平淡，能实现业绩增长的公司是其中的亮点。根据我们的投资思路，认为在平淡中能实现业绩增长的公司值得关注：一是机组优质，通过对上游煤炭产业的拓展，燃料成本控制能力较强；二是通过内生和外延方式，通过扩大机组规模，实现业绩增长；三是电价上调带来的业绩增长。建议重点关注：华电国际（600027）、国电电力（600795）、内蒙华电（600863）。

Figure29 2010 年电力行业业绩增长分析



资料来源：世纪证券研究所

重点公司**华电国际（600027）**

- 装机容量快速增长，电源结构逐渐优化。目前公司控股装机容量达到 2329 万千瓦，权益装机容量约 1958 万千瓦。与 2007 年初相比，总装机容量增幅近一倍。目前公司在建机组成 430 万千瓦，其中水电、风电等项目占比为 30%，预计 2010 年、2011 年公司控股装机容量有望增加 100 万千瓦、400 万千瓦左右。
- 积极进军煤炭领域，燃料成本控制能力增强。加强与煤炭供应商合作，提高自给力度，将有效应对煤价波动。上市公司未来将持续收购煤矿资产，预计 2010 年公司煤炭权益产量将达 130 万吨，贡献净利润近 2 亿元。
- 资产优良，受益电价上调。目前公司 60 万千瓦及 100 万千瓦大的大机组占比超过 80%，享有优先调度。在 11 月电价调整中，公司占比较大的山东地区机组电价不受影响，四川和河北上网标杆电价将上调，而河南和浙江将下调空间有限，估算 2010 年公司将受益于此次电价调整，业绩增厚 1 亿元左右。
- 预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.23 元、0.30 元，对应市盈率分别为 23.17 和 17.77，估值偏低，给予公司“增持”评级。

国电电力（600795）

- 机组规模扩张，业绩增厚明显。11 月，公司通过非公开发行股票的方式收购中国国电集团拥有的国电江苏分公司 80% 的股权。此次收购后公司控股装机规模增加 32.0%，预计公司业绩增厚近 20%。
- 资产注入空间大。公司是中国国电集团公司上市旗舰公司，集团在股改中明确承诺将公司作为改制平台。截至 2009 年 9 月底，国电集团拥有控股装机容量达 7695 万千瓦，是公司目前总装机容量的近 6 倍。
- 机组结构优化，产业链延伸。随着 2010 年大渡河流域的瀑布沟、深溪沟和大岗山等大批水电站将陆续投产投产，预计水电所占公司比重将增加到 25% 左右，将有助于改善公司资产结构；此外公司还参股煤炭项目，预计 2010 年将步入收获期。
- 预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.3 元、0.4 元，对应市盈率分别为 23.7 和 17.78，估值合理，给予公司“增持”评级。

Figure 30 重点公司盈利预测及投资评级 (2009 年 12 月 17 日)

股票代码	股票简称	投资评级	EPS		PE	
			2009E	2010E	2009E	2010E
600027.SH	华电国际	增持	0.23	0.30	23.17	17.77
600795.SH	国电电力	增持	0.30	0.40	23.70	17.78
600863.SH	内蒙华电	增持	0.22	0.35	35.23	22.14

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.