

行业分化，注重个股—2010 年电力行业投资策略

增持（维持）

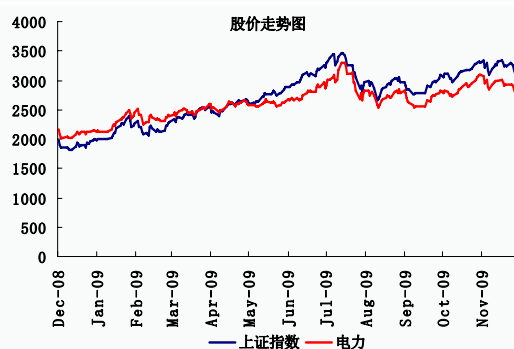
公用事业/电力

报告日期：2009 年 12 月 21 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	2753.80	1.00
天相流通指数	3423.42	6.94
上证指数	3113.89	4.61

行业指数近一年走势图



相关报告：

《基础能源品价改大潮已来袭——水、电、天然气价改专题研究》 2009-12-9

《电力行业已成估值洼地——2009 年下半年电力行业投资策略》 2009-7-6

《关注主题性投资机会——2008 年电力行业年报暨一季报综述》 2009-5-5

《水电公司领跑电力行业资产整合》 2009-3-26

天相基础能源组

联系人：车玺、王小建、唐莹、应巧剑

服务热线：010-66045555

服务邮箱：service@txsec.com

本报告关注点：

- 电力需求加速回升，预计华东、华南利用率升幅最大。
- 煤炭运力不足可能催涨2010年电煤价格。
- 关注低估值和高成长性个股的投资机会。

投资要点：

- **重工业助全社会用电量回升。**今年前11月，我国全社会用电量同比增长4.77%，全社会用电量增长主要得益于重工业回暖。2010年宏观经济将延续持续复苏的趋势，高耗能产业也将延续需求回暖的态势，产量增速和电力需求增速继续提高。基于此，重工业对于全社会电力需求增量的贡献将继续加大，带动全社会用电量增速提升。预计2009和2010年，我国规模以上发电装机容量同比增长8.5%和6.9%，而全社会用电量同比增长5.0%和12.3%，2010年将是我国发电设备利用小时见底回升的转折年。从各地区发电设备当前的利用小时水平和截至今年10月底发电装机容量增速差异考虑我们认为2010年东部的江苏、山东、广东和新疆等地区有望实现好于全国平均水平的利用小时增速。
- **运力不足催涨煤价。**由于以运定产的现象的普遍存在，运力成为了决定产量的主要变量。由于煤炭铁路运力安排的不均衡，加上运距远于山西，内蒙和陕西煤炭产能的释放始终受到压抑，2010年港口煤有效供给相对需求可能仍然偏紧。结合我们对2010年港口煤供需的分析，需大于供的情况是存在的，并由此可能推动港口煤价的上涨。由于沿海港口煤价格的标杆作用，其上涨最终可能传导至三西地区，使坑口煤价和华中地区煤价随之上涨，其他较为封闭的区域性市场的煤价也可能出现上涨。但我们认为坑口煤价的涨幅会小于港口煤价的涨幅。
- **关注低估值和高成长公司。**目前电价机制不完善是电企实现利润的最大障碍，我们认为电价机制改革将会逐步推进，最终解决“市场煤，计划电”问题。2010年影响电企利润最大的不确定性仍然在于煤价。2010年，在宏观经济继续向好的大背景下，电力上市公司盈利能力将继续回升。其股价也能得到上涨，但是防御性特点使其很难追上大盘的涨幅。我们维持行业的“增持”评级。关注低估值的东部上市公司如深圳能源、申能股份；看好净利润增长潜力巨大，并且有资产重组预期的黔源电力和内蒙华电。

正文目录

1. 电力需求继续上行，供给过剩开始缓解.....	4
1.1 重工业回暖逐月拉升全社会电力需求.....	4
1.2 2010 年电力需求增速继续上行.....	5
1.3 发电产能释放减速促进利用小时回升.....	6
1.4 各地区发电利用小时水平及变化方向不一.....	8
2. 2010 年动力煤价格展望：运力相对不足催涨煤价.....	9
2.1 内蒙是煤炭供给增量的主要来源.....	9
2.2 运力瓶颈支撑煤价.....	10
2.3 港口煤价涨幅将大于坑口煤.....	11
3. 投资策略：注重低估值和高成长个股.....	12
3.1 期待电价机制改革.....	12
3.2 行业盈利能力回升有不确定性.....	12
3.3 电力指数表现难追大盘.....	13
3.4 关注低估值和高成长性的上市公司.....	15
3.5 重点公司盈利预测与评级.....	16

图 表 目 录

图表 1 近一年工业增加值增速与全国发电量增速走势图	4
图表 2 今年下半年以来重工业用电量增速逐渐赶超轻工业	4
图表 3 近一年几种高耗能产品产量增速走势图	5
图表 4 2007 年以来全社会及各产业累计用电量增速走势	5
图表 5 近几年电力行业固定资产投资增速与装机容量增速的走势关系	6
图表 6 近几年电力需求增速与装机容量增速的走势关系	7
图表 7 近 3 年全国发电设备利用小时数分月变化情况	7
图表 8 2009 年 1-10 月各地区发电设备利用小时水平与装机容量增速对比	8
图表 9 关注未来利用小时水平领先的地区	9
图表 10 东部地区火电发电量恢复良好	9
图表 11 港口煤有效供需预测	11
图表 12 对 2010 年全国煤价走势的预测	11
图表 13 2009 年第三季度电力行业净利润已超过 2007 年	13
图表 14 2009 年内电力行业涨幅处于全市场倒数第三位	13
图表 15 电力行业历史市盈率水平	14
图表 16 电力行业历史市净率水平	14
图表 17 电力行业重点公司盈利预测与评级	16

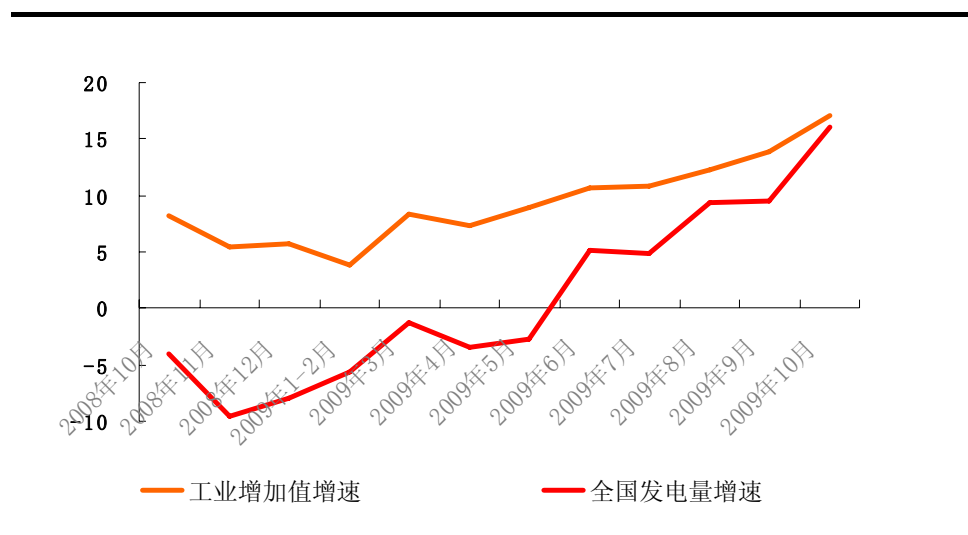
1. 电力需求继续上行，供给过剩开始缓解

1.1 重工业回暖逐月拉升全社会电力需求

今年 1-8 月，我国全社会用电量同比增长 0.36%，累计增速年初以来首次转正，1-10 月更是实现了 2.79% 的累计增速，主要得益于 9、10 两个月单月用电量出现高于 10% 的增长（增速分别是 10.24% 和 15.87%）。

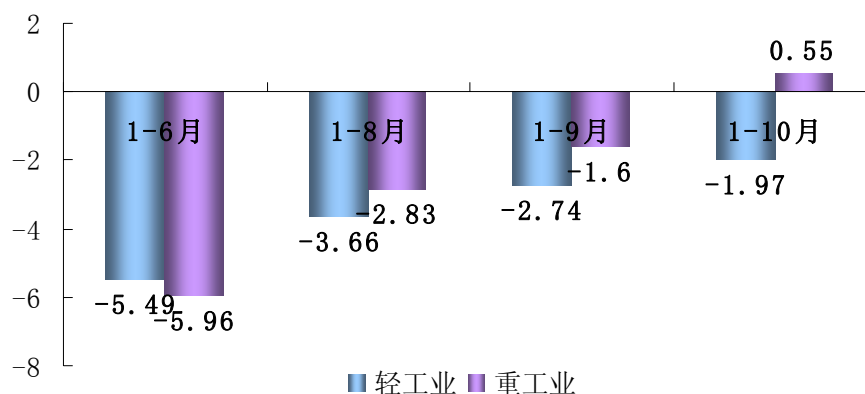
全社会用电量增速逐月抬高主要源于重工业电力需求回暖。可以看到，年初以来，我国单月发电量增速逐渐追赶上工业增加值增速（如图 1），说明占整个工业用电比重 80% 以上的重工业，其对于工业增加值的贡献自年初以来逐月增强。并且，从轻、重工业用电量增速的对比来看，上半年处于落后地位的重工业，下半年逐渐赶超轻工业，且累计增速在 10 月份率先转正（如图 2）。

图表 1 近一年工业增加值增速与全国发电量增速走势图



数据来源：中电联，天相投顾整理

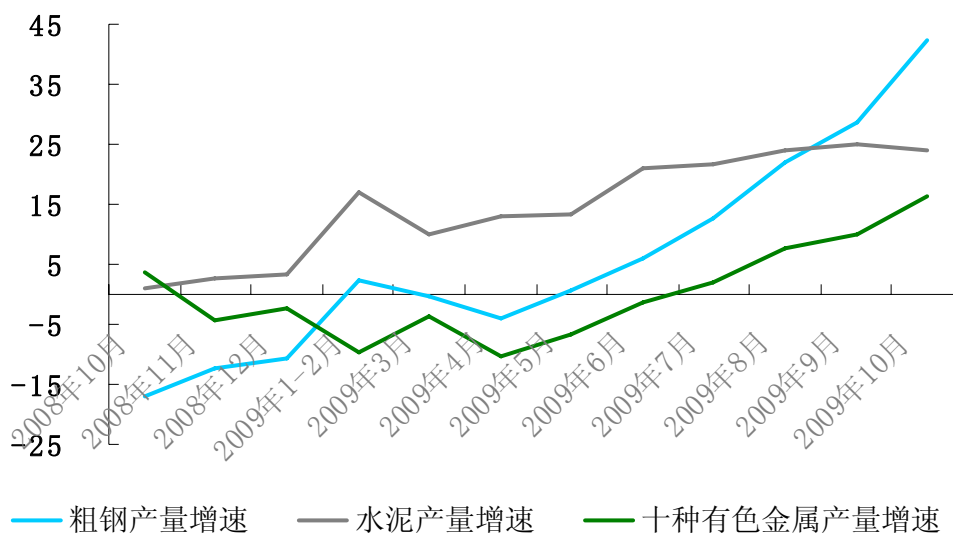
图表 2 今年下半年以来重工业用电量增速逐渐赶超轻工业



数据来源：中电联，天相投顾整理

重工业电力需求的持续回暖得益于国家刺激经济政策效果的显现，主要高耗能产业开工率的提升，产品产量增速逐月抬高。如图 3，钢铁、水泥及十种有色金属产量增速在今年 10 月份已分别达到 42.4%、23.9%和 16.3%，增速较去年同期分别大幅抬高 59.4 个、22.8 个和 12.7 个百分点。

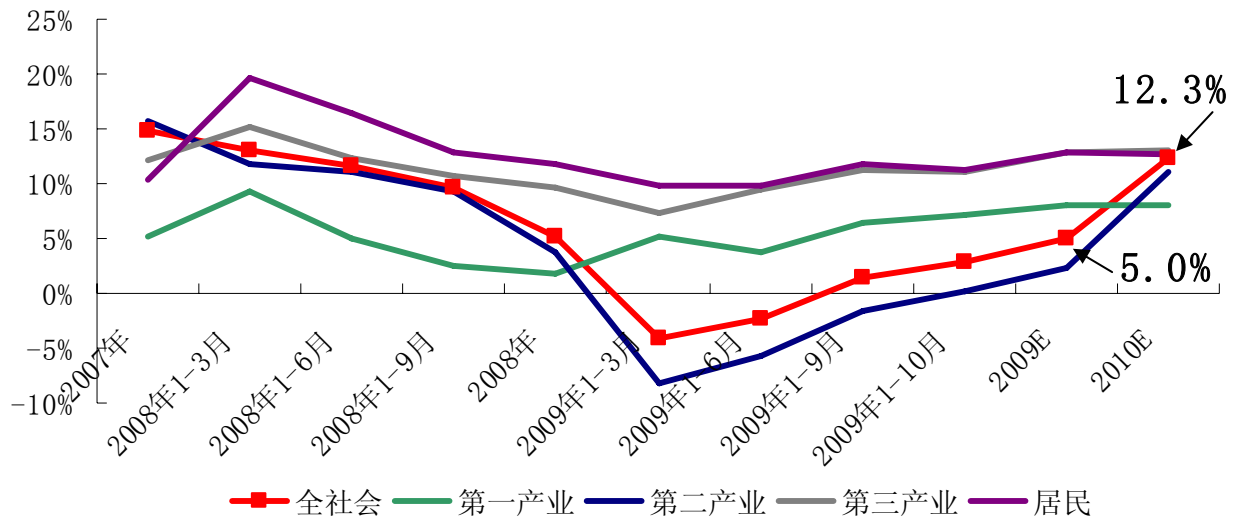
图表 3 近一年几种高耗能产品产量增速走势图



数据来源：中电联，天相投顾整理

1.2 2010 年电力需求增速继续上行

图表 4 2007 年以来全社会及各产业累计用电量增速走势



数据来源：中电联，天相投顾整理

2010 年宏观经济将延续持续复苏的趋势，在此背景下，以钢铁、有色、水泥、化工为代表的高耗能产业也将延续需求回暖的态势，产量增速和电力需求增速继续提高。其中，化工和有色行业的代表产品，如电石、烧碱和电解铝，其 2010 年产量增速有望比 2009 年抬高 3-6 个百分点，钢铁、水泥行业的产量增速可能较 2009 年有所回落，但仍然有望维持 10%或以上的高位水平。

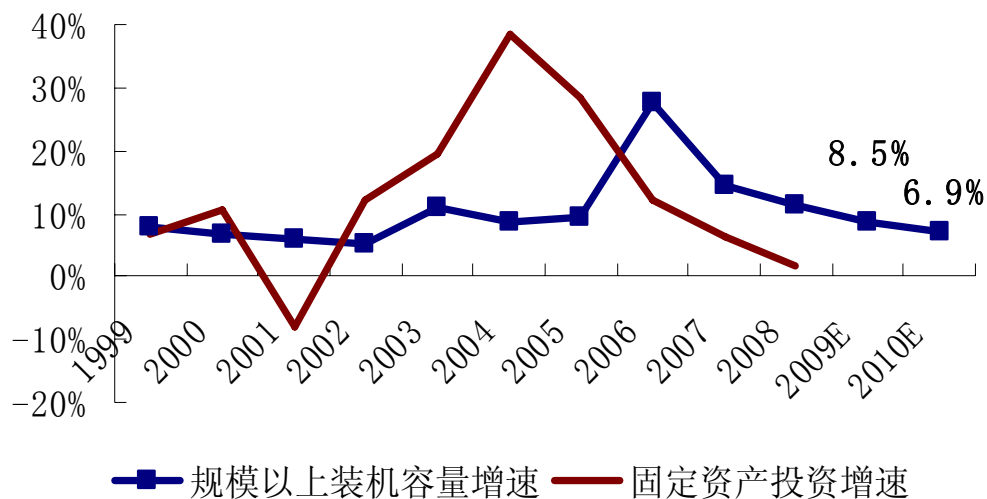
基于此，重工业对于全社会电力需求增量的贡献将继续加大，带动全社会用电量增速提升。预计 2010 年我国全社会用电量同比增长 12.32%，较 2009 年提升 7.3 个百分点。

1.3 发电产能释放减速促进利用小时回升

历史上，电力行业固定资产投资增速与装机容量增速的走势存在一定的关系，即装机增速发展趋势滞后于固定资产投资增速 1-2 年，且波动的幅度小于固定资产投资增速，如图表 5。

经过数据回归分析得出，2009 和 2010 年，我国规模以上发电装机容量同比增长 8.5%和 6.9%。对比我们的电力需求预测：2009 和 2010 年全社会用电量同比增长 5.0%和 12.3%，2010 年将是近年来首次出现供给增速低于需求增速的年份，意味着 2010 年将是我国发电设备利用小时见底回升的转折年。

图表 5 近几年电力行业固定资产投资增速与装机容量增速的走势关系

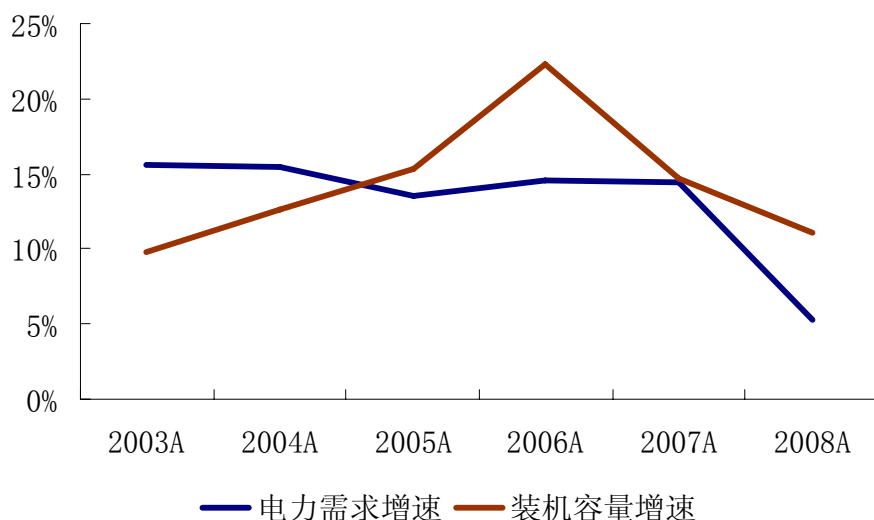


数据来源：国家统计局，天相投顾整理

实际上，2007 年我国电力供需的增速相当，发电设备利用小时本有望在 2008 年出现止跌回升，但是经济危机使得电力需求增速急剧下滑，而装机容量保持一定惯性增长，虽然增速减缓，却仍无法避免利用小时的下滑。

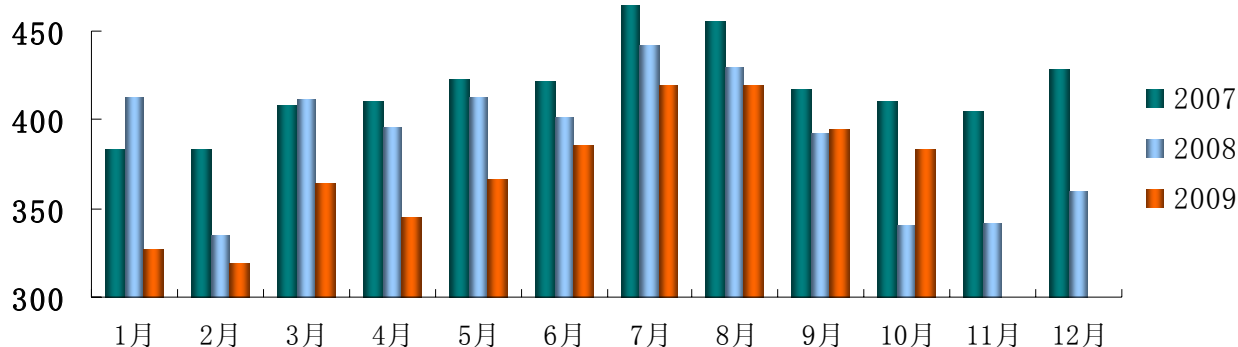
随着今年宏观经济好转，电力需求持续回暖，8 月份开始单月利用小时已经出现降幅收窄，目前来看这种趋势仍在延续（如图表 7）。保持这种趋势，2010 年利用小时止跌是大概率事件。

图表 6 近几年电力需求增速与装机容量增速的走势关系



数据来源：国家统计局，天相投顾整理

图表 7 近 3 年全国发电设备利用小时数分月变化情况



数据来源：中电联，天相投顾整理

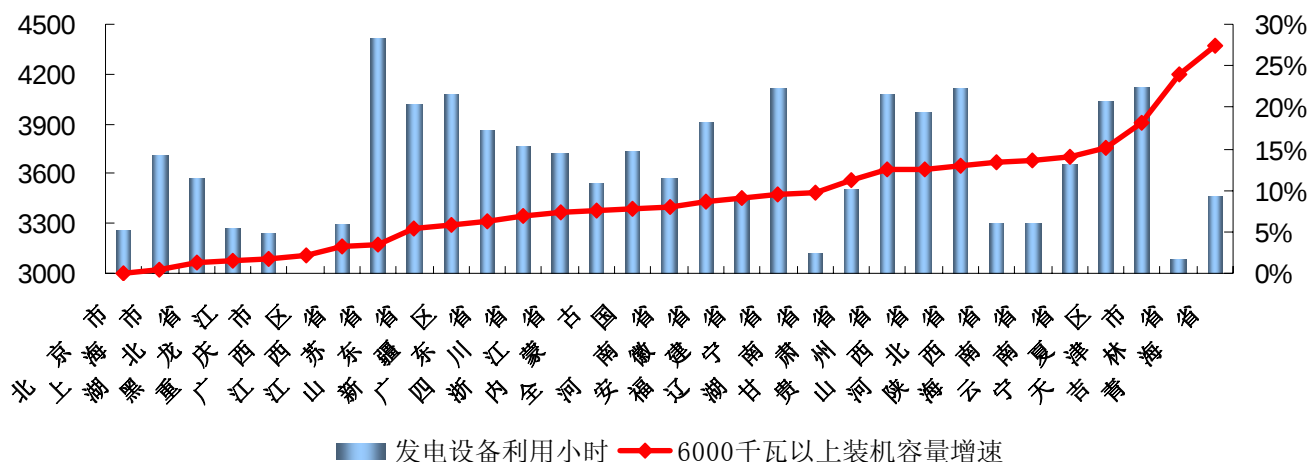
1.4 各地区发电利用小时水平及变化方向不一

在全国发电设备平均利用小时逐渐企稳回升的大背景下，不同地区之间可能会出现较大的差异。如图表 8，从今年 1-10 月的数据来看，首先，各地区发电设备当前的利用小时水平差异大，江苏、天津、辽宁、河北、贵州、新疆、宁夏和山东地区利用小时较高，在 4000 小时以上；而广西地区仅在 3000 小时以下；其次，各地区截至今年 10 月底发电装机容量增速不一，这部分增量将会在下一阶段增厚或摊薄当地发电设备利用小时。

基于以上逻辑，2010 年我们需要重点关注当前利用小时水平较高，且今年发电设备装机容量增速相对较低的地区，如江苏、山东、新疆和广东，这些地区有望在明年实现好于全国平均水平的利用小时增速。

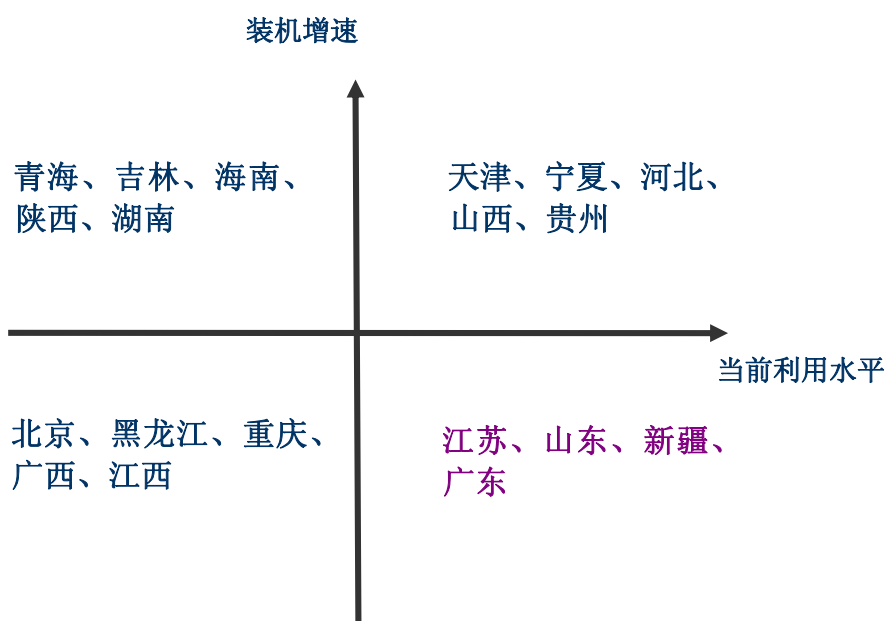
当然，判断地区利用小时回升的幅度还需要考虑当地电力需求的发展趋势，若需求增速不理想，即使装机增速较慢，也会对利用小时变化产生负面影响。我们认为，随着高耗能产业的复苏和出口形势的好转，山东以及江苏、广东地区的电力需求增长可以保障，国家对于新疆经济发展的支持也将推动新疆地区电力需求的较快增长。因此，从需求回暖、利用小时回升的角度，我们建议关注山东、江苏、广东和新疆地区的上市公司，如：华电国际、申能股份、广州控股、深圳能源以及天富热电等。

图表 8 2009 年 1-10 月各地区发电设备利用小时水平与装机容量增速对比



数据来源：中电联，天相投顾整理

图表 9 关注未来利用小时水平领先的地区



数据来源：中电联，天相投顾整理

2. 2010 年动力煤价格展望：运力相对不足催涨煤价

2.1 内蒙是煤炭供给增量的主要来源

2009 年下半年，产煤大省山西、内蒙古产量增长较为稳定。但是市场普遍担忧 2010 年后山西省整合后煤矿的复产所带来的供给冲击。结合我们对山西省内煤矿整合进度的了解，我们认为各大集团在 2010 年开始逐步推进被整合矿井的技改工作，



2010 年下半年被整合煤矿会部分投入生产。

有鉴于沿海煤市的标杆作用，我们将主要笔墨集中在对内蒙古和山西的产量以及运力相匹配的有效供给上。山西是传统的主要煤炭调出省份。至今仍然是沿海煤市的主要煤源地之一。而在可预见的将来，内蒙古是中国未来煤炭供应增量，尤其是沿海煤市的供给增量的来源，内蒙古煤炭的产运销状况将是分析未来煤炭市场的竞争格局和煤炭价格的走势所需考虑的核心变量之一。

2.2 运力瓶颈支撑煤价

接下来，我们着重分析两省 2010 年的煤炭产能、生产和调出情况。

由于以运定产的现象的普遍存在，运力成为了决定产量的主要变量。由于煤炭铁路运力安排的不均衡，加上运距远于山西，内蒙和陕西煤炭产能的释放始终受到压抑。在运力配套跟不上的前提下，煤炭生产企业的理性选择就是减少煤炭产量，因为增产也运不出去，反而会拉低坑口价格。既然运力是煤炭产能释放最主要的影响因素，在运力瓶颈解决之前，煤炭的产能还不能有效释放。

因此，我们倾向于以煤炭调出量来衡量供给情况，因为产能增加并不等于产量的增加。实际上，从 2006-2007 年开始煤炭产能过剩的担忧就一直存在，担忧始终没有变为现实的原因主要在于：

- ✓ 全国（主要是山西）持续不断的限产行为
- ✓ 内蒙古、陕西等地的运力不足限制了这些地方的产能释放

由于 2010 年港口煤有效供给相对需求可能仍然偏紧，我们认为 2010 年煤炭价格仍将上涨。实际上由于三西地区和东部沿海省际之间煤炭调运情况是煤炭国内贸易的核心，对于全国煤价具有标杆意义，对于这个区域市场分析能够较好的判断明年的动力煤价格走势。

现在三西煤运北通道的运能基本可以视作是沿海煤市的有效供给，目前北通道运力大约在 5.7 亿吨（对于北通道运力的具体分析，请参见我们之前发布的《2012 年以前“以运定产”仍是主题——内蒙古煤炭行业产运销专题研究》），2010 年除大秦线实现四亿吨扩能之外，其他线路没有运力增长，按此计算 2010 年北通道运能同比增长 8.77%。

根据天相煤炭行业分析师利用用电量增速和清洁能源发电量增速构造的模型测算，东部六省三市火电发电量增速在 7%-8% 之间。而如果我们以 2009 年下半年东部六省三市单月火电发电量来预判明年的电煤需求，我们将可以得到更为乐观的结论。我们选取了 2009 年 9-10 月上述样本地区的火电发电量进行考察。这是因为这两个月，火电发电量增速的季节性因素更小，更能反映经济回暖对电量的拉动。2009 年 9-10 月东部六省三市火电发电量增速较 2007 年同期分别增长了 11% 和 12.6%（2008 年数据同比下降，不具备可比性），如果这一增速在 2010 年全年能够得以保持，则 2010 年火电发电量增速将达到 11.80%，相对应的样本地区对电煤的需求增量也应在这一数值附近。

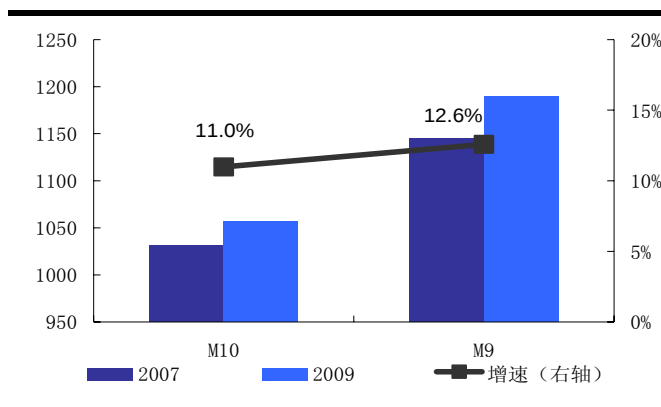
结合我们对 2010 年港口煤供需的分析，需大于供的情况是存在的，并由此可能推动煤价的上涨。



实际上煤运通道的绝对运力并不是决定蒙煤外运的唯一变量。目前中国铁路煤运仍按照“计划内”和“计划外”两部分分开运作。三西地方矿在争取铁路运力时处于弱势地位。计划外的电煤运输，除了支付正常运输价格之外，还要支付包括点车费、等额外费用，以及一些“潜规则”才能解释的费用。每当运输环节供求关系紧张的时候，运输对沿海煤价的放大作用就特别明显。

对比 2008 年上半年，有效供需（运力），对于未来煤价的预期，大宗商品价格的走势具有相似之处。我们无法确定 2010 年的港口煤价格会不会复制 2008 年的行情，但其涨价的基础——有效供需的偏紧——确实是存在的。同时，运力安排的紧张将首先反映到动力煤港口价格的变动上，而港口动力煤价格的上涨会传导至坑口煤价。

图表 10 东部地区火电发电量恢复良好



资料来源：中电联

图表 11 港口煤有效供需预测

港口煤有效供需预测	
模型预计2010年东部地区火电发电量增速	
7.50%	
按09年9-10月东部地区火电发电量数据年化2010增速	
11.80%	
2009年北通道运力	2010年北通道运力
5.7亿吨	6.2亿吨
2010年北通道运力增速	
8.77%	

资料来源：天相投顾研究整理

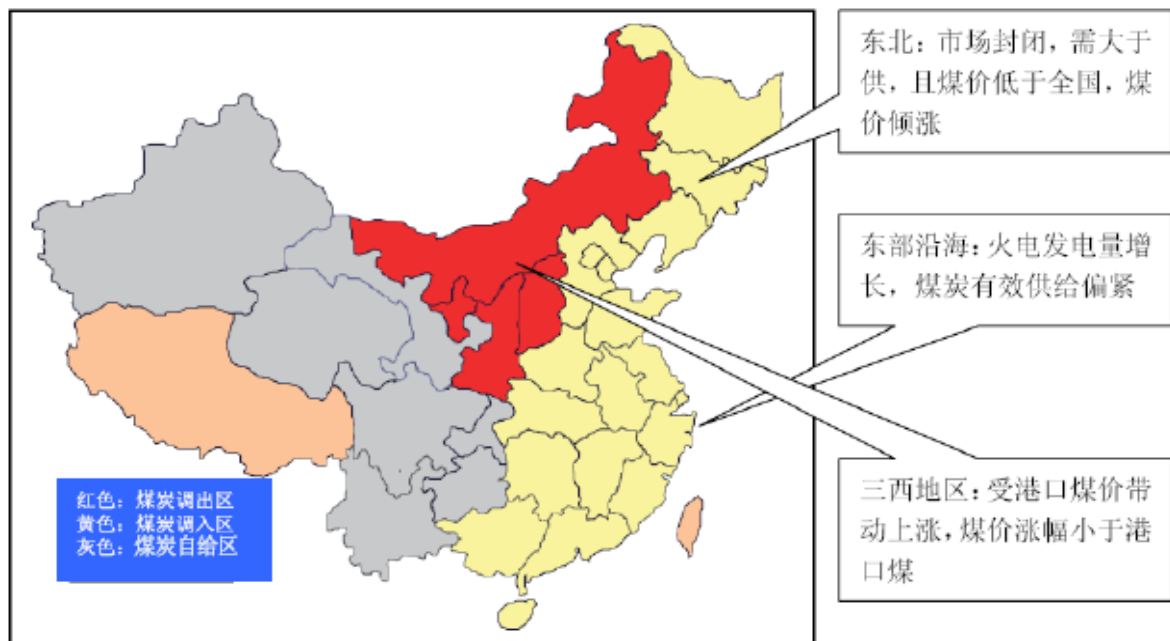
2.3 港口煤价涨幅将大于坑口煤

沿海港口煤价格的上涨最终会带动三西地区坑口煤价和华中地区煤价的上涨。而如果我们视野放的更宽泛一些，其他较为封闭的区域性市场的煤价也可能出现上涨。我们这里着重研究东北地区的煤炭市场。

目前东北地区（包括内蒙古东部）煤炭市场仍然相对封闭。长期以来，黑龙江是东北地区的主要煤源地。但从煤炭储量来看，黑龙江储量相对偏少，东北地区已探明 830 亿吨煤炭储量主要分布在蒙东地区。此外，近几年黑龙江煤炭工业投资意愿不足，新建矿井投资明显滞后，连续多年煤炭产量维持在 8000 万吨，产量增长有限。

再来看东三省的煤炭需求。黑龙江电煤主要用以满足黑龙江中、东地区的电厂发电和冬季取暖使用，而西部地区的电煤消耗以蒙东调入煤来弥补。辽宁是东北地区煤炭消费中心。鞍山、辽阳、沈阳、本溪 4 个工业城市交通发达，电煤和冶金煤的需求量都很大。吉林省煤炭需求量远小于辽宁，煤炭消费电煤占 50% 左右，冶金用煤只占 15%。由于煤炭供给增长相对需求增长而言较为缓慢，目前吉林和辽宁增量煤炭需求主要依靠蒙东煤调入来解决。这也构成了东北煤炭价格上涨的主要推动力。此外，东北煤价长期低于关内，本身也具备涨价的诉求。

图表 12 对 2010 年全国煤价走势的预测



资料来源：天相投顾研究整理

3. 投资策略：注重低估值和高成长个股

3.1 期待电价机制改革

影响电力行业利润的三大要素：需求、煤价和电价中，目前最压制行业表现的是对煤价的担忧，市场化的煤价变动是正常现象，但电价对煤价的传导机制不完善严重影响到了电力行业的利润实现。

从中短期角度看，由于 2009 年 11 月电价刚刚得到调整，从全国经济大局出发，发改委近半年内不太可能再次进行电价调整，但销售电价上调，弥补 2008 年 8 月不均衡电价调整的缺口使得发电厂转移煤价风险扫除了一个潜在的拦路虎。

从长期的角度看，电价机制改革是必然要进行的。一方面，煤价已经完全市场化，“市场煤、计划电”的矛盾更加激化，作为关乎国计民生的重要行业，电力全行业的低利润和高风险不利于行业发展，并且会进一步影响能源供应，并最终拖累宏观经济发展，这是政府不允许的；另一方面，建设低碳经济，实现可持续发展首先要使电力这个二氧化碳排放大户大幅减排，现有电价机制下电力行业盈利能力低下，利润波动很大，要求电力行业大幅降低污染物排放太过勉为其难。从实际运作来看，大用户直购电试点在不断推进，这表示电价机制改革正在稳步推进。完成电价机制改革之后，电力行业将再度成为市场的宠儿。

3.2 行业盈利能力回升有不确定性

2010 年在经济复苏特别是重工业恢复的大背景下，电力需求回升态势比较确定，预计全年发电量增速达到 12.3%。同时由于电力行业自 2004 年以来固定资产投资持续下降，根据行业固定资产投资情况预计 2010 年机组装机增速下降至 6.9%。2010

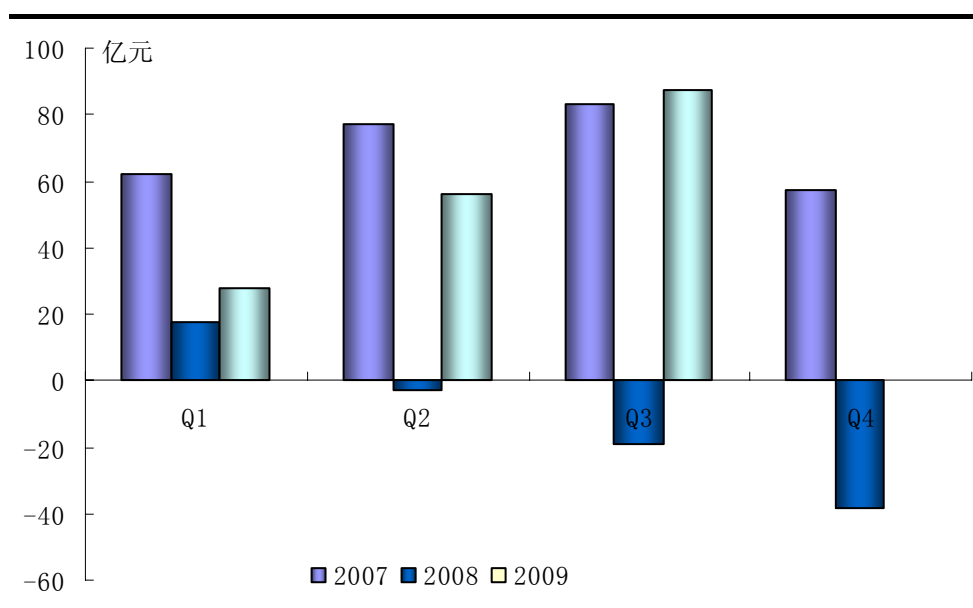
年装机增速低于需求增速，机组利用小时将止跌回升。但产能利用率回升在不同地区的差异也比较明显，综合目前的机组利用率水平和明年的预测装机增速，我们认为东部沿海省份的情况更加乐观，江苏、山东、广东等省区的机组利用率情况将领先全国。

2010 年煤炭运力仍紧张，将制约三西地区煤炭产能的释放，港口煤价倾涨，并带动坑口煤价上涨，但坑口煤价涨幅或小于港口，整体来看，煤价的上涨可能会吞噬发电量增长带来的利好。而如果煤价大幅上涨而电价不能及时上调，我们认为电力行业盈利能力可能受到影响。

3.3 电力指数表现难追大盘

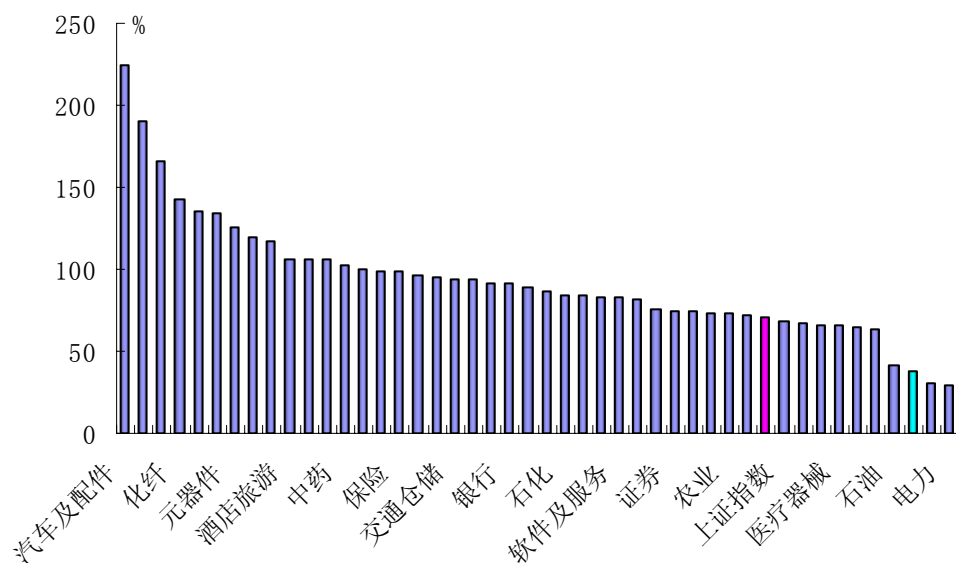
2009 年电力行业的整体盈利能力在一个上升的趋势当中，前三个季度全行业上市公司单季分别实现归属于母公司净利润 28 亿、56 亿和 87 亿元，其中第三季度的净利润已经超过 2007 年同期 83 亿元的水平。但电力行业在资本市场的表现仍然乏善可陈，全年天相电力指数累计涨幅为 37.5%，排在所有行业的倒数第三位，大约只有上证指数涨幅 71.02%的一半。我们认为行业不受市场追捧的关键原因还是在于对煤价上涨的担忧，第四季度国内煤炭价格再次快速上扬也验证了投资者的担心。

图表 13 2009 年第三季度电力行业发净利润已超过 2007 年



数据来源：天相投资分析系统

图表 14 2009 年内电力行业涨幅处于全市场倒数第三位



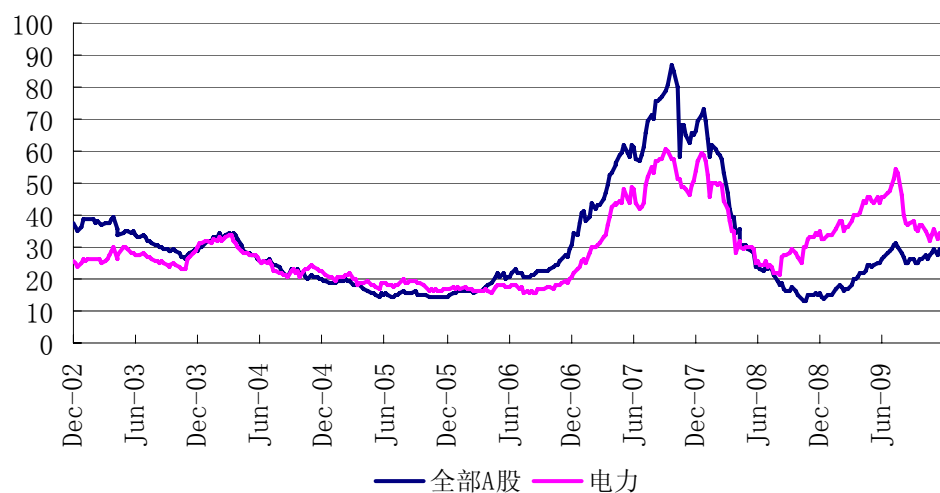
数据来源：天相投资分析系统

从历史估值水平的角度来看，电力行业在市场情绪高涨时通常会被市场给予低于平均的估值水平，而在市场悲观期会被给予高于平均的估值水平，这与公用事业行业的防御性特征是符合的。

2009 年是市场由极度悲观转向逐渐乐观的阶段，电力行业的市盈率、市净率与全市场的比值也在逐渐走低，目前电力行业市净率已低于市场整体水平，市盈率也快要被市场超越。

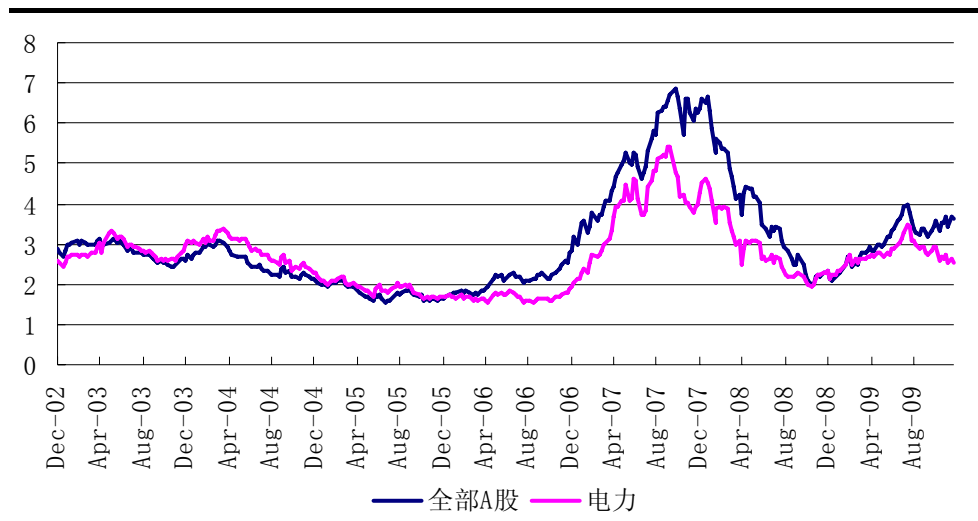
2010 年，在宏观经济继续向好的大背景下，电力上市公司盈利能力将继续回升。其股价也能得到上涨，但是防御性特点使其很难追上大盘的涨幅。

图表 15 电力行业历史市盈率水平



数据来源：天相投资分析系统

图表 16 电力行业历史市净率水平



数据来源：天相投资分析系统

3.4 关注低估值和高成长性的上市公司

我们认为 2010 年电力行业整体性投资机会将会不太明显，但行业利润水平不会有大的下降，维持电力行业“增持”评级。

个股投资机会的选择上我们重点关注低估值和高成长性的个股。

从低估值的角度，我们建议关注低估值的东部电厂如深圳能源、申能股份等。

从高成长的角度，看好在建项目充足，规模将得到快速增长的黔源电力，以及 2010 年业绩有望大幅增长的内蒙华电，这两个公司同时具有资产整合的预期。

黔源电力（002039）：投资价值源于高成长和重组预期

成长性较好。公司在建的可控装机容量共计 138.55 万千瓦，权益装机容量共计 66.765 万千瓦。这些项目在未来三年内将陆续投产。如果所有在建项目投产，则公司的可控装机容量将增长 76.67%至 319.25 万千瓦，三年年均复合增长率为 20.89%；而权益装机容量将增长 58.65%至 180.6 万千瓦，三年年均复合增值率为 16.63%。届时公司发电能力将明显增强。

资产重组值得关注。公司作为华电集团在西南地区唯一水电上市公司，资产重组值得关注，同时，我们也不排除乌江水电仍将是重组主体的可能性。贵州乌江水电开发有限公司是华电集团的控股子公司，主要负责乌江干流贵州境内河段梯级电站开发，目前，已投产运营的可控水电装机容量为 593.25 万千瓦，是黔源电力已运营装机容量的 328.31%，在建的可控水电装机容量为 273.25 万千瓦。

上调为“买入”评级。我们预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.09 元、0.70 元和 1.31 元，以 12 月 18 日的收盘价 17.54 元计算，对应的动态市盈率分别为 195 倍、25 倍和 13 倍。考虑到公司的成长性和重组预期，我们认为给予公司 2010 年 35—40 倍的 PE 是比较合理的，对应的合理价格区间应该为 24.5—28 元，上调“买入”评级。

内蒙华电（600863）：业绩成长与资产注入值得期待

资产置换后，伴随运行环境好转，盈利能力显著提升。今年 7 月公司完成与大股东北方联合的资产置换，置出待关停的小火电机组，置入较优质机组，并表口径单机容量提升 16%。伴随蒙西地区坑口煤价的滞后回落，今年以来公司的毛利率水平出现逐季大幅提升，并且第三季度在上半年已实现 18%较高水平的基础上，进一步提升 14 个百分点，净利率同样也是 12 个百分点的大幅提升，我们认为这与公司三季度完成资产置换调整并表口径有关，可以见得公司置入资产的较强盈利能力。

良好的发电项目规划思路保障未来三五年发展。公司目前有四块项目储备（魏家崙煤电一体化、和林电厂、上都三四期、丰镇四期），权益装机容量共 410 万千瓦，相当于目前在运权益容量的 65%。规划权益容量中 70%分布在外送电源点上，这是保障项目盈利和公司业绩成长的重要基础，也是公司的重要亮点，主要源于：（1）外送电上网价高于蒙西网 26%；（2）蒙西地区发电产能过剩，火电利用小时逐年回落，外送发电机组利用小时稳定且高于蒙西网内机组 10%以上。最快的魏家崙煤电一体化项目有望 2011 年中期投产，当前可增厚公司 EPS0.045 元，之后产能全释放年份可贡献 0.09 元

母公司丰富煤矿项目储备存在注入上市公司可能。母公司控股的煤矿项目除魏家崙外，包括吴四圪堵、黑城子、高头窑和铎尖，产能共计 1940 万吨，2010 年有望实现 1000 万吨，电厂燃煤自给率达到 20%。目前公司控股电厂燃煤统一由北方联合燃料公司采购，随着母公司煤矿项目逐渐达产，未来关联交易将会增加。我们认为，大股东可能会择机将煤矿资产注入上市公司。此外，母公司多数在建、规划项目的投资期在 2009-2010 年，较高负债率使之存在股权融资的需求。

上调为“增持”评级。预计公司 2009-2011 年 EPS 分别是 0.22、0.34 和 0.39 元，以 12 月 18 日收盘价 7.59 元计算动态 PE 分别是 35、22 和 19 倍，基于公司未来良好的成长性及资产注入预期，我们上调公司评级至“增持”。提示投资者注意公司参股的岱海二期和托克托四期项目核准时间过度延后降低公司 2010-2011 年投资收益的风险。

3.5 重点公司盈利预测与评级

图表 17 电力行业重点公司盈利预测与评级

公司代码	公司简称	每股收益			收盘价	市盈率			投资评级
		2008A	2009E	2010E	2009-12-18	2008A	2009E	2010E	
000027	深圳能源	0.47	0.99	0.76	12.86	27	13	17	增持
000690	宝新能源	0.32	0.49	0.44	9.12	29	19	21	增持
000767	漳泽电力	-0.73	0.02	0.29	5.61	-8	281	19	增持
002039	黔源电力	0.86	0.09	0.7	17.54	20	195	25	买入
600027	华电国际	-0.43	0.22	0.25	5.12	-12	23	20	增持
600236	桂冠电力	0.02	0.21	0.4	7.83	392	37	20	增持
600578	京能热电	0.26	0.39	0.52	9.65	37	25	19	增持
600642	申能股份	0.21	0.62	0.64	11.16	53	18	17	增持
600674	川投能源	0.56	0.36	0.52	16.26	29	45	31	中性
600795	国电电力	0.03	0.34	0.41	6.98	233	21	17	增持
600863	内蒙华电	-0.4	0.22	0.34	7.59	-19	35	22	增持

600886	国投电力	0.12	0.34	0.38	9.82	82	29	26	中性
600900	长江电力	0.42	0.56	0.71	12.89	31	23	18	增持
600995	文山电力	0.37	0.3	0.43	8.02	22	27	19	增持
601991	大唐发电	0.07	0.14	0.2	8.63	123	62	43	中性

数据来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100