

电力



陆凤鸣 刘建刚

电力行业研究员

021-3856 5913

lufm@xyzq.com.cn

整体中性，兼顾攻守

——主要电力公司 09 全年业绩预测及年度策略

中性 (维持)

2010 年 2 月 25 日

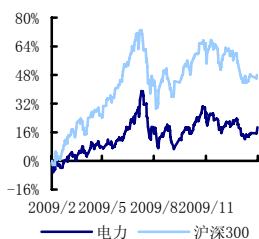
重点公司

重点公司	09E	10E	评级
长江电力	0.46	0.72	强烈推荐
国电电力	0.28	0.25	推荐
华能国际	0.41	0.18	推荐
漳泽电力	0.08	0.31	推荐
文山电力	0.28	0.43	推荐

投资要点

- 09 年 3 季度以来用电需求增长迅猛，从而导致总体发电增速高于我们此前的预期。其中，因为下半年来水偏枯导致水电减发，所以火电机组利用小时仅同比下降 46 小时，明显小于我们的预期。从上市火电公司已经公布的 09 年全年各季度发电量数据来看，也基本符合这一趋势。
- 09 年前 3 季度的火电企业盈利因为煤价持续维持在低位，同时上网电价的基础比较因素，其单季毛利率甚至要高于 08 年年初的水平。水电公司毛利率因为下半年来水不理想而有所下滑，电网也因为水电可调度量减少而毛利率略有下降。
- 09 年 4 季度以来国内电煤因为受到下游需求旺盛推动，加之冬季取暖等因素，电煤价格再次出现飙升。按照目前的上网电价和煤价水平，火电企业可能再次出现全国大面积亏损。由于成本因素变化较少，水电和电网公司的未来盈利相对稳定。
- 我们对整个电力行业的投资评级为中性，同时根据各子行业的盈利变动及当前估值水平，遵循“进可攻，退可守”的原则，我们推荐的进攻组合为国电电力、漳泽电力、文山电力；防守组合为华能国际、长江电力。其中，重点推荐具有高分红收益率和抗风险性的长江电力。

行业走势



相关报告

电力：《用电增速飙升，重申通胀主题》2010-1-6

电力：《用电需求复苏正逐步稳固》2009-7-25

电力：《寻找下一夜最闪亮的星》2009-7-21

目 录

火电篇	- 3 -
一、前 3 季度业绩回顾	- 3 -
二、09 全年发电量	- 4 -
三、09 年 4 季度行业背景	- 5 -
四、行业展望及上市公司业绩预测	- 6 -
水电篇	- 8 -
一、前 3 季度业绩回顾	- 8 -
二、09 全年发电量	- 8 -
三、09 年 4 季度行业背景	- 9 -
四、行业展望及上市公司业绩预测	- 9 -
电网篇	- 10 -
一、前 3 季度业绩回顾	- 10 -
二、行业背景回顾及展望	- 10 -
三、上市公司业绩预测	- 11 -
电力行业前景综述及投资策略	- 12 -
一、子行业景气综述	- 12 -
二、子行业估值比较	- 13 -
三、子行业投资策略	- 15 -
图 1、主要全国性公司毛利率变化及秦皇岛电煤平仓价变化（2008-2009/9） ..	- 4 -
图 2、09 年 11 月 20 日各地火电标杆上网电价调整幅度一览	- 5 -
图 3、2009 年第二产业单月用电增速及秦皇岛电煤平仓价变化	- 6 -
图 4、电力子行业投资节奏	- 13 -
图 5、电力子行业与沪深 300 的 PB 估值折价率（2003-2010）	- 14 -
图 6、电力子行业 PB 估值（2003-2010）	- 14 -
表 1、上市火电公司前三季度单季发电量、收入同比增速	- 3 -
表 2、上市火电公司单季销售毛利率（08Q1-09Q3）	- 3 -
表 3、上市火电公司各季存货周转天数（08Q1-09Q3）	- 4 -
表 4、全国性火力发电公司发电量数据（单位：亿千瓦时）	- 4 -
表 5、2009 年发电量同比大幅增加的火电厂（单位：亿千瓦时）	- 5 -
表 6、秦皇岛山西优混平仓价冬季变动规律（单位：元/吨）	- 6 -
表 7、2010 年火电行业主要数据预测	- 7 -
表 8、上市火电公司业绩预测	- 8 -
表 9、上市水电公司前三季度单季发电量、收入同比增速	- 8 -
表 10、上市水电公司单季销售毛利率（08Q1-09Q3）	- 8 -
表 11、上市水电公司业绩预测	- 10 -
表 12、上市电网公司前三季度单季售电量、收入同比增速	- 10 -
表 13、文山电力单季自发电量/售电量比率、销售毛利率（08Q1-09Q3）	- 10 -
表 14、以往历次电价调整方案(单位：元/度)	- 11 -
表 15、09 年 11 月 20 日详细各地电价调整方案(单位：分/度)	- 11 -
表 16、上市电网公司业绩预测	- 11 -
表 17、不同经济阶段的特征及最优电力子行业选择理由	- 13 -
表 18、电力子行业相对沪深 300PB 估值折溢价率（2003-2010）	- 14 -
表 19、电力子行业 PB 估值	- 15 -

火电篇

一、前3季度业绩回顾

为了更好地对主要上市公司的 09 全年及 10 年业绩进行预测，这里我们首先回顾一下其前三季度的盈利盈亏。

1、观察指标一：收入（发电量）增速。扣除部分公司新增装机容量、地区用电需求差异等因素外，09 年前 3 季度，各家上市公司的收入增速大多都快于发电量增速，主要就是得益于 08 年 7、8 月的两次上网电价的调整。而这些全国性的火电公司的发电量增速变化，则大多与全国的总体水平一致。

表 1、上市火电公司前三季度单季发电量、收入同比增速

项目	09Q1		09Q2		09Q3	
	发电量	收入	发电量	收入	发电量	收入
华能国际	-9.28%	19.08%	-2.34%	1.37%	19.76%	2.75%
大唐发电	-5.08%	3.98%	1.66%	32.25%	18.67%	49.39%
华电国际	-1.48%	13.90%	12.23%	8.59%	-5.49%	15.46%
国电电力	-9.92%	23.25%	-4.58%	-10.50%	-4.98%	11.41%
国投电力	-24.11%	-13.37%	-11.30%	-0.24%	-8.17%	-12.93%
全国火电	-7.48%		-3.23%		10.06%	

资料来源：兴业证券研发中心

2、观察指标二：毛利率。如下表所示，上市公司的毛利率普遍在经历 08 年中期的大幅下滑之后，09 年前三季度的各个季度都明显好转，毛利率基本回复到 08 年之前的较高水平。

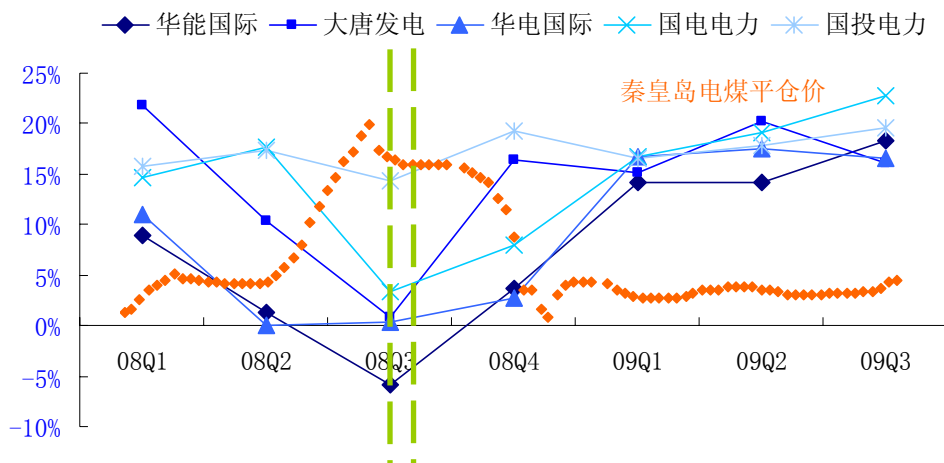
表 2、上市火电公司单季销售毛利率（08Q1-09Q3）

项目	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
华能国际	8.96%	1.35%	-5.87%	3.60%	14.13%	14.21%	18.25%
大唐发电	21.75%	10.43%	0.75%	16.33%	15.16%	20.30%	16.13%
华电国际	11.04%	-0.04%	0.38%	2.67%	16.70%	17.52%	16.51%
国电电力	14.59%	17.66%	3.32%	8.01%	16.79%	19.14%	22.81%
国投电力	15.76%	17.42%	14.41%	19.26%	16.52%	17.89%	19.58%

资料来源：兴业证券研发中心

结合秦皇岛煤价的走势可以看到，主要全国性发电公司（火电机组占比较多）的毛利率基本与煤价完全负相关。而 09 年其营业利润率较 08 年明显好转，主要得益于 08 年下半年 2 次上网电价上调的累计效应、以及 08 年下半年以来煤价回落而维持在相对低位。

图 1、主要全国性公司毛利率变化及秦皇岛电煤平仓价变化（2008-2009/9）



数据来源：兴业证券研发中心（绿色线为 08 年 7、8 月的两次上网电价调整）

3、观察指标三：燃料存货。由于各火电公司采取的电煤采购策略不同，因此反映在其存货周转天数上也各有不同。从下表可以看到，由于 09 年上半年国内用电需求同比大幅下降，因此在存货周转天数上，各企业都要明显高于 08 年同期。而在 09 年三季度国内水电发电不足的情况下，火电增发导致其库存较上年明显减少。

表 3、上市火电公司各季存货周转天数（08Q1-09Q3）

项目	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
华能国际	78.00	46.00	36.75	29.23	121.34	53.42	31.31
大唐发电	71.95	36.99	26.94	24.37	101.76	42.10	23.60
华电国际	55.08	31.48	23.52	21.08	76.36	33.99	24.48
国电电力	199.41*	67.58	24.35	25.19	120.78	60.82	42.80
国投电力	61.16	48.08	42.11	38.91	148.15	51.48	31.79

资料来源：兴业证券研发中心（注：国电电力 08 年下半年开始不再并表科环集团）

二、09 全年发电量

截至 1 月 14 日，全国性火电上市公司陆续公布了 2009 年全年的发电量数据，在此我们通过同业间横向、纵向比较，同时结合火电行业的运行状况进行具体分析。

表 4、全国性火力发电公司发电量数据（单位：亿千瓦时）

项目	09Q4	08Q4	同比增速	2009A	同比增速
华能国际	588.16	442.53	32.91%	2035.20	10.23%
大唐发电	400.58	303.08	32.17%	1418.68	11.98%
华电国际	290.75	230.93	25.90%	1074.68	6.75%
国电电力	173.95	122.09	42.48%	624.29	3.31%
国投电力	133.53	70.67	88.95%	366.31	6.45%
全国火电	8466.4	6552.6	29.21%	29867	6.75%

资料来源：兴业证券研发中心

从全国性上市公司的总体发电情况来看，基本与行业一致——由于 08 年 4 季度基数低的原因，均出现大幅同比攀升。而国电电力和国投电力的同比增速尤其突出，主要得益于 09 年下半年来水偏枯、水电机组减发，因而其下属的火电机组利用小时同比大幅提升。

表 5、2009 年发电量同比大幅增加的火电厂（单位：亿千瓦时）

上市公司	下属电厂	所处地区	09Q4	08Q4	同比增速
国电电力	宣威电厂	云南	28.57	12.23	133.60%
国投电力	曲靖电厂	云南	23.40	9.27	152.52%
	北部湾电厂	广西	12.06	3.60	234.95%

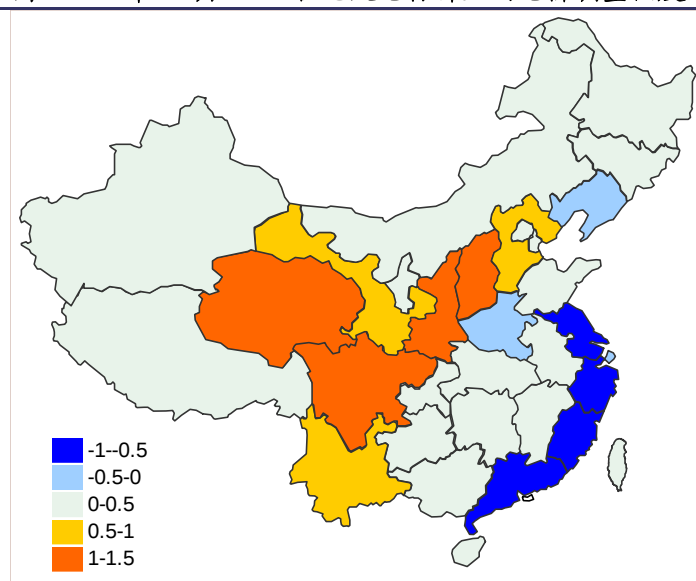
资料来源：兴业证券研发中心

三、09 年 4 季度行业背景

影响火电企业盈利变化的因素主要是：电价、煤价、机组利用小时。正如前文对上市公司 09 年 4 季度发电量所示，全国火电机组利用小时同比都有所提升。

1、电价方面：09 年 11 月 20 日发改委出台新的电价调整方案，对不同地区的火电机组上网电价则有升有降。从地区特征来看，原先点电价差（上网电价与度电燃料成本）较大的地区（如沿海各省市）其上网电价都微幅下降，反之略有上调，从而总体上各地火电机组的度电盈利将趋于一致。

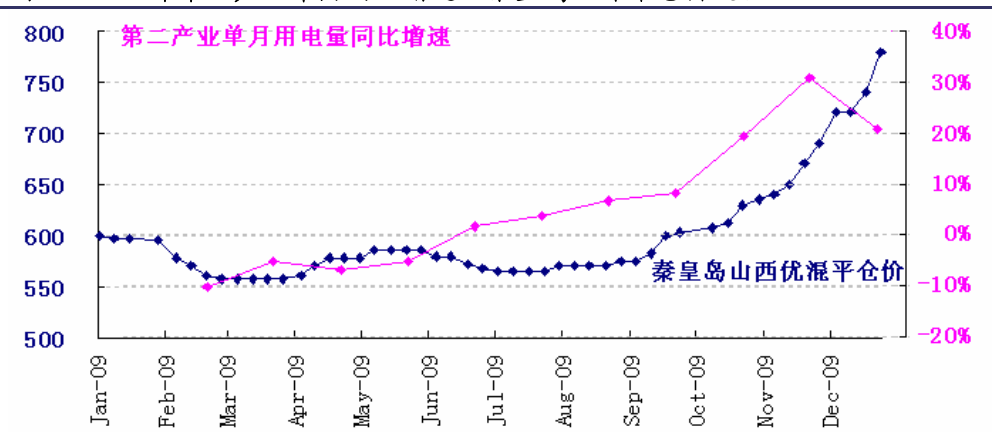
图 2、09 年 11 月 20 日各地火电标杆上网电价调整幅度一览



资料来源：兴业证券研发中心

2、煤价方面：从 09 年 9 月开始秦皇岛电煤平仓价开始缓慢上升，进入 11 月之后上升速率明显加快。我们认为，9 月开始煤价打破年初以来的盘整格局背后主要的推动力，应该是国内的第二产业用电需求的快速上升。而进入 11 月之后，上述工业生产“热潮”叠加上冬季用煤高峰，从而使得煤价攀升势头更为迅猛。

图 3、2009 年第二产业单月用电增速及秦皇岛电煤平仓价变化



数据来源：兴业证券研发中心

表 6、秦皇岛山西优混平仓价冬季变动规律（单位：元/吨）

项目	2004	2005	2006	2007	2009
9 月平均价	370	408.5	421	470	590
10 月平均价	376	412	428.6	485	616.7
10 月环比	1.62%	0.86%	1.81%	3.19%	4.53%
11 月平均价	422.5	416	446	494.5	657
11 月环比	12.37%	0.97%	4.06%	1.96%	6.53%
12 月平均价	424	416	457	505	740
12 月环比	0.36%	0.00%	2.47%	2.12%	12.63%

资料来源：wind、兴业证券研发中心（注：扣除 08 年因为经济增速大幅下滑，数据不可比）

四、行业展望及上市公司业绩预测

1、影响因素综述：

综合来看，2009 年，由于国家在年初出台的多项刺激经济政策生效，同时下半年来水不足造成水电减发，火电机组的累计利用小时下降幅度要小于我们此前的预期。而临近年底出台的上网电价微调，对主要上市公司当年的影响较小，对 2010 年的业绩影响较大。09 全年电煤价格较 08 年均价大约下降 15%，这与我们此前的预期基本一致。

2、未来变化展望：

从用电需求变化来看，伴随宏观经济的过热，参照以往的情况，预计 2010 年全年用电增速在 10%-12%之间，考虑到新机组的投产进度，火电机组利用小时有望同比基本持平到略增 100 小时左右。

在电煤供给方面，虽然山西已经在 09 年完成对省内小煤矿的整顿，产能处于持续释放中，但内蒙、陕西等省也有意对煤炭资源进行整合，因此预计总体煤炭供给将是缓慢增长；而当前宏观经济持续升温，可能会导致重工业对上游原材料（原煤等）的需求继续快速增长，如果信贷收紧政策并不能平滑经济增速，则不排除 2010 年中期电煤价格会重蹈 08 年的覆辙。

从电价走势来看,由于 09 年底的用电数据显示国内经济增长有过热的迹象,因此短期内,电价进一步上调可能会加剧市场对通货膨胀的预期(类似 08 年年初的情况),所以我们预计即使因为再次煤电联动,2010 年内电价的调整时间窗口可能也要到 3 季度末。

3、2010 年行业综述:

根据上述我们对火电行业所面临的盈利影响因素的变化,我们主要做出这样的三种情景假设:

A、悲观情况下:通过宏观调控,2010 年全年国内经济增速为 8%,火电机组利用小时同比下降 100 小时;市场煤涨幅为 5%,合同煤涨幅为 10%,综合煤价上涨 7%;电价全年不调整。

B、中性情况下:宏观调控效果一般,2010 年全年国内经济增速为 10%,火电机组利用小时与 09 年持平;市场煤涨幅与合同煤相同,涨 10%;电价不调整。

C、乐观情况下:宏观调控失效,2010 年全国国内经济增速为 12%,火电机组利用小时同比上升 100 小时;市场煤涨幅达到 15%,合同煤涨幅 10%,综合煤价上涨 12%;电价在 3 季度末上调 5%。

表 7、2010 年火电行业主要数据预测

项目	2008A	2009E	2010 (悲观)	2010 (中性)	2010 (乐观)
全部发电量	33718	35965	39561.5	40280.8	41359.75
水电装机	17261	19679	23179	23179	23179
水电机组利用小时	3589	3264	3600	3600	3600
水电发电量	4915	5127	6557	6557	6557
核电发电量	692	700	700	700	700
风电装机容量	839	1613	2913	2913	2913
风电机组利用小时	2001	1861	2000	2000	2000
风电发电量	131	269	532	532	532
火电部分	2008A	2009E	2010 (悲观)	2010 (中性)	2010 (乐观)
装机容量 (万千瓦)	60132	65205	69705	70205	70705
发电量 (亿度)	27978	29867	31772	32491	33570
机组利用小时	4885	4839	4758	4847	4990
收入 (亿元)	8082	8254	9240	9915	10608
收入同比变化			565	778	1263
发电煤耗 (克/度)	322	317	315	315	315
耗用标煤量 (亿吨)	9.01	9.47	10.01	10.23	10.57
原煤市场均价 (元/吨)	720	612	654.84	673.2	703.8
燃煤成本 (亿元)	7762	6933	7842	8244	8905
燃煤成本同比变化			909	1311	1972
财务费用 (亿元)	618	583	639	673	716
财务费用同比变化			56	90	133
利润总额 (亿元)	-450	530	224	101	124
利润同比变化			-306	-429	-406

资料来源:兴业证券研发中心

4、业绩预测调整:

考虑到各家上市公司当前电煤库存水平的差异、以及未来机组容量的变化情况，我们将主要火电上市公司的业绩略作调整，主要基于以下几个假设：

表 8、上市火电公司业绩预测

项目	2009E	2010E(悲观)	2010E(中性)	2010E(乐观)	2011E(中性)
华能国际	0.41	0.22	0.18	0.21	0.22
大唐发电	0.14	0.19	0.18	0.20	0.10
华电国际	0.25	0.10	0.09	0.11	0.15
国电电力	0.28	0.25	0.25	0.27	0.35

资料来源：兴业证券研发中心（均按增发后股本摊薄）

水电篇

一、前 3 季度业绩回顾

1、观察指标一：收入（发电量）增速。从 09 年各季度发电量变化来看，我们重点关注的水电公司长江电力下属的葛洲坝水电站、三峡水电站的同比增速都呈现出前高后低，这与全国的水电机组发电情况基本类似。

表 9、上市水电公司前三季度单季发电量、收入同比增速

项目	09Q1		09Q2		09Q3		09Q4
	发电量	收入	发电量	收入	发电量	收入	发电量
长江电力	10.76%	13.34%	-4.23%	-7.96%	-2.21%	-0.05%	70.33%
葛洲坝	15.67%		0.11%		-4.15%		-22.33%
三峡	30.83%*		9.97%*		0.40%*		-28.12%
全国水电	28.04%		8.94%		-16.87%		

资料来源：兴业证券研发中心（*有新机组投产因素）

2、观察指标二：毛利率。如下表所示，水电公司的单季度销售毛利率具有比较强的季节性，在 2-3 季度的丰水期其毛利率要远高于 1、4 季度的枯水期。而 09 年由于长江来水同比有所减少，所以毛利率同比有所下滑。

表 10、上市水电公司单季销售毛利率（08Q1-09Q3）

项目	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
长江电力	42.50%	66.98%	76.54%	40.11%	46.75%	62.75%	72.03%

资料来源：兴业证券研发中心

二、09 全年发电量

1 月 7 日长江电力公布了全年发电量为 513.67 亿千瓦时，同比增长 28.99%，从前表 7 可以看到，三峡和葛洲坝单独的 4 季度发电量均为同比大幅下降，而长江电力由于收购母公司 18 台发电机组，从 09 年 9 月 28 日开始并表，因此归属其的三峡发电量大幅增加。

整体来看，葛洲坝和三峡水电站的 09 全年发电量，在 08 年明显偏丰之后回归常年均值附近。假设在上游来水正常的情况下，预计 2010 年由于 09 年新机组陆续投产原因，三峡水电站的总体发电量将同比略增 6% 左右，葛洲坝持平。

三、09 年 4 季度行业背景

对于水电机组而言，主要的盈利影响因素是装机容量的变化、上网电价和水资源费等成本变化。

1、装机容量方面：长江电力由于 2009 年 4 季度完成了对集团剩余三峡机组的收购，因此 2010 年的前 3 季度的发电量有望同比大幅增加。

2、电价方面：在 2009 年 11 月 20 日的发改委电价调整方案中提到，葛洲坝电厂送湖北基数电量上网电价调整为每千瓦时 0.18 元，其余上网电量执行电价调整为每千瓦时 0.24 元，较原先上涨约 30%。

3、成本方面：2009 年 7 月 6 日发改委出台的中央直属和跨省、自治区、直辖市水利工程的水资源费征收标准为：水力发电用水每千瓦时 0.3-0.8 分钱（该规定自 2009 年 9 月 1 日起执行）。长江电力下属的葛洲坝电站和三峡电站所在的湖北省，纳适每千瓦时 0.3 分钱征收水资源费。根据公告，公司已经相应计提。

四、行业展望及上市公司业绩预测

1、影响因素综述：

从 09 年水电行业的总体运行状况来看，较 08 年有所下滑，主要表现为：机组利用小时同比大幅下降，同时在 7 月出台对大型水电站的水资源费征收标准出台，而 11 月则略微上调部分水电站上网电价。

2、未来变化展望：

由于水力发电受气候因素影响较大，因此，我们只能从历史上经验来大致判断，从最近 5 年全国水力发电的表现来看，预计 2010 年总体来水将与常年值持平，水电机组利用小时有望同比增长 100-200 小时。

由于水资源费已经在 09 年出台，因此预计短期内出台新的水电税费、或调整当前税费标准的可能不是很大，水电企业的成本构成 2 年内应该不会改变。

关于此前市场有传言的“水、火同价”，我们还是维持此前的观点——微幅调整水

电上网电价是可能的（此次 11 月 20 日调整就是这样），但一下子大幅提升水电上网电价是当前电网企业无法承受的。因此，从未来 2 年来看，水电上网电价仍将是微调为主。

3、业绩预测调整：

考虑到长江电力 2010 年机组装机容量的同比变化、及葛洲坝电价调整效应，我们调整对其未来 2 年的盈利预测如下：

表 11、上市水电公司业绩预测

项目	2009 (E)	2010 (E)	2011 (E)
长江电力	0.46	0.72	0.73

资料来源：兴业证券研发中心

电网篇

一、前 3 季度业绩回顾

1、观察指标一：收入（售电量）增速。从 09 年各季度发电量变化来看，我们重点关注的电网公司文山电力，其各季度售电的增速变化基本与全国用电情况相同。造成其收入增速并没有同步变动的主要原因是，云南电网在 08 年 12 月到 09 年 3 月底执行特殊电价（平均下降 0.07-0.08 元/千瓦时）以刺激当地用电需求，并对文山电力丰水期的时间跨度和电价波动幅度进行调整。

表 12、上市电网公司前三季度单季售电量、收入同比增速

项目	09Q1		09Q2		09Q3	
	售电量	收入	售电量	收入	售电量	收入
文山电力	40.07%	19.18%	-1.56%	7.05%	9.58%	11.24%
全国用电	-4.02%		-0.67%		7.99%	

资料来源：兴业证券研发中心

2、观察指标二：毛利率。如下表所示，由于今年下半年云南地区来水偏枯，导致文山电力在 09 年 3 季度可调用的地方小水电资源有限，需要从云南电网采购成本更高的火电，从而造成其单季度毛利率有所下滑。

表 13、文山电力单季自发电量/售电量比率、销售毛利率（08Q1-09Q3）

项目	2005	2006	2007	2008	09Q1	09Q2	09Q3
自发/售	--	20%	--	22.47%	18%*	20%	16%
毛利率	29.62%	33.73%	38.59%	21.93%	30.57%	30.86%	30.52%

资料来源：兴业证券研发中心（注*为估算值）

二、行业背景回顾及展望

作为电网企业，其主要的盈利模式就是获取买卖电价差。在 11 月 20 日最新的一次电价调整方案中，我们再一次看到上网电价和销售电价的不对称调整，可以说，

电网始终是电价调整最大的获益者。

这与近年来我国为扶持国家电网和南方电网加大电网基础设施建设直接相关，在当前特高压、智能电网等项目加快建设的背景下，我们认为短期内这样“变相”的优惠政策仍将延续。因此，相较于其他电力子行业，电网公司的盈利增长稳定性非常确定。

表 14、以往历次电价调整方案(单位：元/度)

年份	上网电价 调幅	宣布时间	实施时间	终端电价 调幅	宣布时间	实施时间
2005 年	0.0178	4 月 22 日	5 月 1 日	0.0252	4 月 22 日	5 月 1 日
2006 年	0.01174	6 月 28 日	6 月 30 日	0.02494	6 月 28 日	6 月 30 日
2008 年	0.017	7 月 2 日	7 月 1 日	0.025	6 月 19 日	7 月 1 日
	0.02	8 月 19 日	8 月 20 日			
2009 年	差别化	11 月 20 日	11 月 20 日	差别化	11 月 20 日	11 月 20 日

资料来源：兴业证券研发中心

表 15、09 年 11 月 20 日详细各地电价调整方案(单位：分/度)

所属电网	地区	销售电价 调幅	上网电价 调整幅度	所属电网	地区	销售电价 调幅	上网电价 调整幅度
南方	广东	1.9	-0.8	西北	陕西	3.67	1.20
	广西	2.4	--		甘肃	2.01	0.50
	云南	2.28	0.7		青海	2.02	1.50
	贵州	2.61	--		宁夏	2.23	--
	海南	3.45	0.32	东北	辽宁	2.80	-0.38
华中	江西	2.84	0.2		吉林	2.80	--
	四川	2.24	1.0		黑龙江	2.50	--
	重庆	3.20	0.4		蒙东	2.60	--
	河南	3.45	-0.3		山西	3.88	1
	湖北	3.20	--	华北	北京	3.97	--
华东	湖南	2.70	--		天津	3.35	--
	上海	3.60	-0.5		河北北	3.0	--
	浙江	2.90	-0.87		河北南	2.99	--
	江苏	3.10	-0.58		山东	3.28	--
	福建	3.32	-0.80		蒙西	2.40	--
	安徽	2.72	--				

资料来源：发改委、兴业证券研发中心

三、上市公司业绩预测

考虑到文山电力下属境内小水电的投产进度，以及下游高能耗行业用电的需求增速变化，我们调整文山电力的业绩预测如下：

表 16、上市电网公司业绩预测

项目	2009 (E)	2010 (E)	2011 (E)
文山电力	0.28	0.43	0.47

资料来源：兴业证券研发中心

注：由于云南省出现多年不遇大旱，公司 2010 年业绩存在较大下滑风险，但并不改变公司业务盈利模式的优越性本质。

电力行业前景综述及投资策略

一、子行业景气综述

正如我们在前期行业深度报告中所分析的那样，在当前宏观经济有过热倾向的背景下，电力行业中最优的子行业是带有投资品业务的企业（如投资煤炭、有色金属等）。这主要是基于我们前面的分析：

1、短期内电价调整难度较大。

无论是上调火电上网电价、还是水电上网电价，其势必会影响到电网的盈利能力，进而影响到其对基建的投资力度，与国家长期能源发展战略相悖；而上调上网电价的同时，上调销售电价，虽然不会影响电网公司的盈利，但是在当前通货膨胀预期抬头的时刻，无疑将进一步加剧市场对通胀加剧的强烈预期，与控制通胀的宏观意图相悖。最后即使迫于无奈进行调整，也一定会滞后于煤价上涨。

2、煤价上涨使得火电盈利再度恶化。

无论是以短期的气候因素为借口所推动的季节性煤价上涨，还是以经济增速高企带来对基础能源的快速拉动，我们目前面对的现实就是电煤价格在 09 年 3 季度之后的飙升。从最新了解到的情况来看，近阶段的煤价涨幅已经再次吞噬了 08 年 7、8 月两次上调上网电价所带来的盈利空间。而在北方运煤大港秦皇岛港受到浮冰影响锁港的消息刺激下，煤价的继续上扬显然已是火电企业“不能承受之重”。

3、电力需求短期仍较旺盛。

在前面的 09 年电力数据分析报告中，我们指出 09 年 12 月单月的工业企业用电量已经创出历史新高，意味着经济短期过热势头愈加明显。短期内，09 年所启动的大量刺激经济的工程项目仍在持续进行中。而且由于担心经济二次探底，宏观调整政策的缓慢退出将使得 2010 年整体的投资增速继续保持高位，并成为下游重工业对电力需求的持续拉动力。

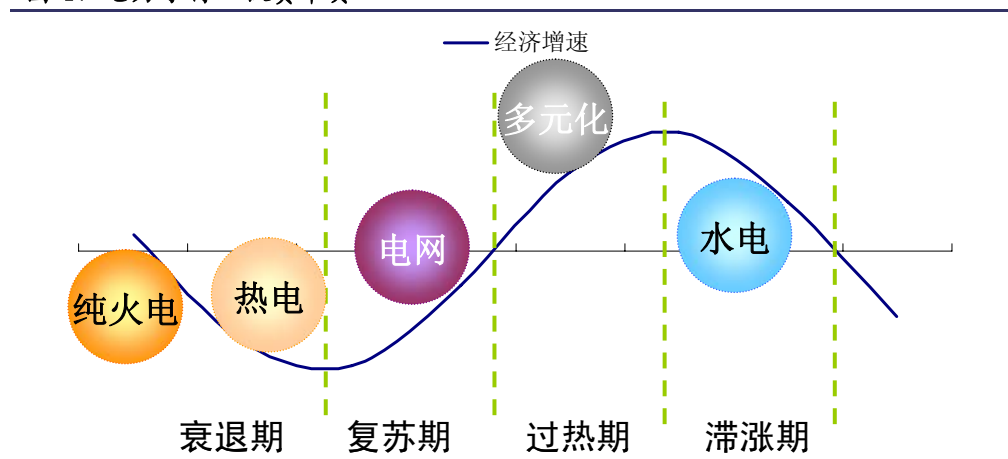
因此，我们推荐能享受大宗商品价格飙升的多元化电力公司。因为虽然他们的火电业务也会因为煤炭价格上涨带来负面相应，但至少还有另一部分业务帮助其弥补损失，其相对业绩会表现较好。

表 17、不同经济阶段的特征及最优电力子行业选择理由

经济周期	衰退	复苏	过热	滞胀
经济环境特征	经济增速放缓， 产能过剩，大宗 商品价格下跌	经济缓慢攀升， 继续消化产能， 商品价格低迷	经济增速加快， 产品供不应求， 商品价格回升	经济增速放慢， 供应仍有缺口， 商品维持高价
货币政策	下调利率	维持低利率	上调利率	维持高利率
电价政策	维持	下调上网电价	维持	上调上网电价
最优电力子行业	火电	电网	上下游多元化	水电
选择理由	受益煤炭原料价 格下跌	受益用电量需求 复苏	分享大宗商品价 格波动	盈利受外界干扰 较小

资料来源：兴业证券研发中心

图 4、电力子行业投资节奏



数据来源：兴业证券研发中心

另外，基于近年来电网加快建设的背景，电网类企业的度电盈利将有相当的保障，同时考虑到经济过热时期对于电力需求的巨大增长，电网类公司也将是极好的投资标的。

二、子行业估值比较

由于我们对未来的宏观经济判断是过热，因此我们总体上的行业配置是以谨慎为主，在估值上也主要是考虑以 PB 估值的方法来测算其当前价格与估值底线之间的距离有多少，即安全边际有多少。

1、PB 估值的相对折价率

在投资股市的时候，我们往往希望至少能够获得相对受益，因此这里，我们将不同电力子行业与沪深 300 的 PB 估值进行比较，把其目前的相对折价水平与历史估值的相对折价率中枢进行比较，从而得出其当前的估值安全边际。

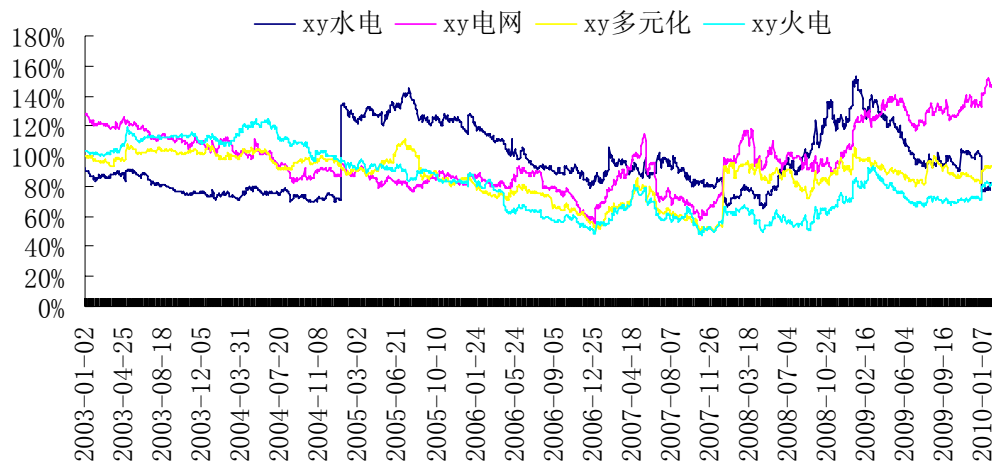
从下表和图中可以看到，当前火电企业和水电企业的估值与历史的估值中枢比较接近，相对估值安全边际更高。

表 18、电力子行业相对沪深 300PB 估值折溢价率（2003-2010）

	XY 火电	XY 水电	XY 电网	XY 多元化
当前折价率	83%	83%	150%	94%
历史折价率	82%	97%	98%	86%

资料来源：兴业证券研发中心（注：估值折溢价率=电力子行业 PB/沪深 300 总体 PB）

图 5、电力子行业与沪深 300 的 PB 估值折价率（2003-2010）



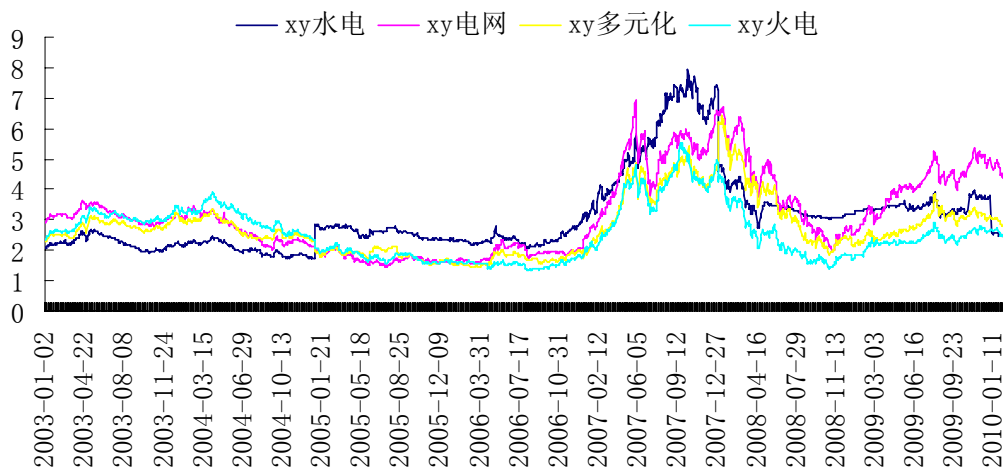
数据来源：兴业证券研发中心

2、PB 估值的绝对值

除了考虑到相对收益情况下，我们还要考虑绝对收益，因此，我们还对电力各子行业的 PB 估值的绝对值的历史数据和当前数据也进行了比较。

从下表和图中可以看到，就绝对估值水平来看，目前火电、水电已经低于历史估值中枢，安全边际相当高。

图 6、电力子行业 PB 估值（2003-2010）



数据来源：兴业证券研发中心

表 19、电力子行业 PB 估值

	XY 火电	XY 水电	XY 电网	XY 多元化
当前折价率	2.53	2.50	4.54	2.86
历史折价率	2.56	3.10	3.21	2.75
下跌空间	-	-	41%	4%

资料来源：兴业证券研发中心

三、子行业投资策略

基于我们对宏观经济的判断，未来一年刺激电力行业跑赢整体大盘的因素在短期内并不明朗，主要是作为防守配置，整体评级为中性。

而根据我们前文对电力各子行业未来盈利的判断，各子行业投资策略是“进可攻、退可守”——即在火电、水电、多元化和电网企业中，从业绩弹性的角度看，更适合投资多元化的公司和电网公司；而从当前的估值安全边际角度看，大型火电和水电公司具有一定的吸引力。

重点关注的公司主要有：进攻组合——多元化公司（漳泽电力、国电电力）、电网公司（文山电力）；保守组合——火电公司（华能国际）、水电公司（长江电力）。

个股推荐理由：

长江电力（600900，¥12.99，强烈推荐）-下跌空间有限，高分红收益率

1、目前的价格即大股东三峡集团增持价位。2009 年 8 月 19 日，大股东增持约 1000 万股（约占总股本 0.09%），当天交易均价为 12.92 元，最低 12.67 元。2010 年 1 月 26 日，大股东如我们所料再次增持累计 1 亿股。因此，如果跌破当前三峡集团的增持价格，未来其还将有 1 亿股的增持空间应对股价波动。

2、目前股价对应的分红收益率堪比 5 年期存款利率。根据公司的分红承诺，在 2010 年前（含 2010 年）分红比率不低于 65%，随后不低于 50%。根据我们的测算，不计算额外的金融资产出售，公司 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 0.72 和 0.73 元，对应每股分红为 0.47 元和 0.36 元。对应当前股价的分红收益率为 3.66% 和 2.8%，堪比 5 年期和 2 年期存款利率，具有相当高的安全边际。

3、目前公司还持有大量金融资产可随时变现。截至 09 年底，公司的可供出售金融资产总额为 76 亿元，包括长江证券、交通银行、建设银行、工商银行、中信银行。其中，占比最大的建设银行 H 股 10 亿股就价值 67 亿元，按照摊薄后股本 110 亿股，也有 0.6 元，足以平滑未来即使因为来水不足所产生的业绩下滑风险。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。