

推荐 (维持)

解决同业竞争或成板块上涨催化剂

2010 年 10 月 8 日

电力行业9月月报 (下)

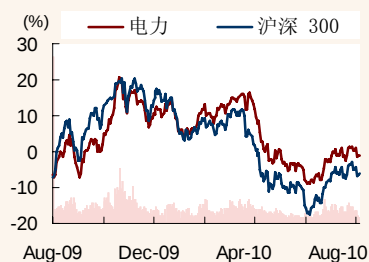
上证指数 2655

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	54	3.3
总市值 (亿元)	5981	2.7
流通市值 (亿元)	4049	2.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.7	-12.2	6.0
相对表现	-1.4	0.6	8.3



相关报告

- 1、《电力行业 8 月月报 (下) - 经济回暖保业绩增长, 节能减排仍形势严峻》2010/8/31
- 2、《电力行业 9 月月报 (上) - 用电增速继续回落, 煤炭价格小幅下跌》2010/9/14

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

从近期宏观政策的导向、市场环境的变化以及电力企业的盈利情况来看, 我们认为, 行业环境正逐渐趋好, 电力板块行业性机会已经隐现。投资者可把握两个主题性投资机会, 一是在煤电联动中有电价调整预期的个股, 一个是证监会解决同业竞争过程中, 有资产注入预期的重组性个股。

- **多家公司公布资产重组方案, 解决同业竞争问题日益紧迫。**9 月份, 之前停牌的建投能源、通宝能源及九龙电力纷纷公布资产重组方案, 股票复牌。三家公司资产重组都将通过非公开增发的方式进行, 将大股东或集团的资产注入上市公司, 推动公司未来发展。此外, 在证监会“解决同业竞争, 减少关联交易”的背景下, 有相关问题的川投能源和京能热电都发布了相应集团资产注入的承诺函, 集团资产承诺注入将为公司未来增长提供保障。
- **新能源产业成国家战略性新兴产业, 多项环保政策酝酿出台。**国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 审议并原则通过《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》, 确定节能环保、新能源等七个产业为现阶段战略性新兴产业。此外, 国家正在酝酿出台有利于环境保护的多项政策, 在节能减排的目标下, 国家正在酝酿制定税收、信贷、价格、保险、证券、贸易, 政府采购, 生态补偿等有利于环境保护的各项政策。新能源、节能环保产业在政策支持下前景大好。
- **电力板块 9 月份以来跑输大盘 3 个百分点。**电力板块 9 月份以来跑输大盘 3 个百分点, 过去六个月跑输大盘 2.8 个百分点。目前电力行业 2010 年平均 PE 为 25 倍, 高于金融服务、采掘、黑色金属、化工等 9 个行业; 电力行业平均 PB 为 2.5 倍, 高于黑色金属、金融服务、采掘三个行业, 在 23 个行业中处于中等偏下的位置, 估值继续在低位徘徊。
- **解决同业竞争或成板块上涨催化剂。**证监会今年重点解决同业竞争问题, 电力行业或多或少都存在这一问题, 我们建议关注有融资需求, 并且集团资产质量较好的京能热电, 详细内容可以参考我们 9 月份的深度报告《京能热电 - 集团承诺资产注入, 未来发展空间广阔》。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
长江电力	7.6	0.23	0.46	0.48	16	16	2.1	强烈推荐 A
国电电力	3.3	0.29	0.18	0.22	18	15	2.2	强烈推荐 A
京能热电	10.4	0.30	0.63	0.75	16	14	3.1	强烈推荐 A
深圳能源	10.1	0.91	0.77	0.89	13	11	1.8	强烈推荐 A
粤电力 A	6.7	0.44	0.37	0.45	18	15	2.0	强烈推荐 A
金山股份	8.9	0.12	0.22	0.75	40	12	3.0	强烈推荐 A
金马集团	19.5	-0.07	0.69	1.03	28	19	13	强烈推荐 A
华能国际	6.1	0.42	0.33	0.40	18	15	1.8	审慎推荐 A
内蒙华电	8.1	0.20	0.43	0.48	19	17	4.6	审慎推荐 B

资料来源: 招商证券

正文目录

一、公司动态及分析	3
1、三家公司公布资产重组方案，注入集团资产助推未来增长	3
2、解决同业竞争问题日益紧迫，少数公司发布相应承诺函	3
3、新项目顺利核准或投产，个别火电企业收购煤矿延伸产业链	4
二、行业动态及影响分析	7
1、新能源产业成国家战略性新兴产业，产业规划将出台	7
2、多项环保政策酝酿出台，减排督查力度将越来越大	7
三、行业估值比较	11
1、电力板块 9 月份以来跑输大盘 3 个百分点	11
2、不同板块的 PE 和 PB 比较	12
四、10 月份投资思路探讨	13

图表目录

图 1: 电力板块与沪深 300 指数 2010 年 9 月份以来走势比较	11
图 2: 电力板块与沪深 300 最近一年走势比较	11
图 3: 各行业市盈率比较	12
图 4: 各行业市净率比较	12
表 1: 重点公司 9 月份动态汇总	4
表 2: 电力行业 9 月份要闻及点评	8
表 3: 龙头公司估值表	14
附表 1: 重点电力上市公司成长性指标比较	14

一、公司动态及分析

1、三家公司公布资产重组方案，注入集团资产助推未来增长

9 月份，之前停牌的建投能源、通宝能源及九龙电力纷纷公布资产重组方案，股票复牌。三家公司资产重组都将通过非公开增发的方式进行，将大股东或集团的资产注入上市公司，推动公司未来发展。

- 建投能源：拟向大股东建投集团发行不超过 4.24 亿股，发行价格 4.78 元，收购集团持有的宣化热电 100%股权、建投燃料 58%股权、秦热发电 40%股权、沧东发电 40%股权、三河发电 15%股权。本次收购完成后，公司控股装机容量将由 300 万千瓦增加至 360 万千瓦，权益装机由 258.6 万千瓦增至 462.9 万千瓦。集团传统火电资产将全部进入公司，合计持有公司的股权比例由 55.01%增至 69.27%，对公司的控股地位得到巩固，有利于增强集团未来对公司的支持力度。而且，本次交易资产中，参股的沧东发电、三河发电均为盈利能力较强的优质资产，能有效地提升公司的盈利能力，将在原有基础上实现翻倍。
- 通宝能源：拟向山西国电和国电资产发行不超过 2.7 亿股，发行价 5.63 元，收购山西国电持有地电股份 99%股权，国电资产持有地电股份 1%股权。本次收购完成后，公司大股东山西国电全资和控股企业已运营火电资产和配电资产将全部注入上市公司。优质的地方电网资产的注入，有助于扩展公司的主营业务，防止单一火电业务带来的经营风险，提升盈利能力。
- 九龙电力：拟向大股东中电投集团定向增发 1.85 亿股，发行价格为 9.17 元/股，用于收购中电投集团平顶山鲁阳发电等 9 个项目的脱硫资产（含 4 个在建项目），以及对上述在建项目的后续投入。收购完成后，公司脱硫机组将快速提升至 1226 万千瓦，脱硫资产容量增加 284%，公司主营业务将发生巨大转变，环保业务比重大幅提升，快速转型为科技环保上市公司，成为中电投集团环保产业的平台。未来，公司享有国家政策支持，并依托集团资源优势，成长空间广阔。

2、解决同业竞争问题日益紧迫，少数公司发布相应承诺函

证监会“解决同业竞争，减少关联交易”的要求，存在相关问题的企业都需要通过股权转让、股权收购、企业合并等方式解决关联交易；通过并购重组、改变经营范围等方式解决同业竞争。因此，9 月份，有相关问题的川投能源和京能热电都发布了相应集团资产注入的承诺函，集团资产承诺注入将为公司未来增长提供保障，值得关注。

- 川投能源：公司接到控股股东川投集团《关于进一步解决与川投能源同业竞争问题有关事项的函》，确定将公司作为川投集团发电业务和新能源业务的整合平台，承诺于 2011 年 6 月底前与公司签署天威四川硅业 35%股权的《股权委托管理合同》，在公司可转债发行一年内，启动将四川电力开发公司注入工作，在可转债发行三年内，启动把其他符合资产注入条件的资产（包括多晶硅业务资产和发电业务资产）注入的工作。
- 京能热电：公司发布公告，接到实际控制人北京能源投资（集团）有限公司（以下简称“京能集团”）《北京能源投资（集团）有限公司关于解决与北京京能热电股份有限公司同业竞争问题有关事项的函》，承诺力争用 3 年左右时间，将京能集团煤电

业务资产及燃煤热力项目注入京能热电。京能集团是北京大型的能源企业，资产规模是公司的 12 倍，火电权益装机是公司的 6.2 倍，盈利水平是公司的 8.9 倍，拥有岱海、上都、三河、托克托等优质电厂股权，盈利能力强。在集团的支持下，京能热电未来发展空间较大。

3、新项目顺利核准或投产，个别火电企业收购煤矿延伸产业链

9 月份，两火电机组通过试运行顺利投产，一水电项目获得国家发改委核准。

- 金山股份：公司持有 31% 股权的白音华金山发电#2 机组通过 168 小时试运行，开始并网发电。
- 吉电股份：公司白城发电分公司#1 机组（1×60 万千瓦）顺利通过 168 小时试运，正式投入运营。
- 国投电力：公司收到国家发改委《关于四川雅砻江官地水电站项目核准的批复》，同意建设四川雅砻江官地水电站。官地项目将安装 4 台 60 万千瓦水轮机组，总装机容量 240 万千瓦。项目建成后，公司控股装机容量将进一步增加。

此外，华电国际与金沃公司签订股权转让协议，以人民币 9.39 亿元收购权辉公司（沙图章煤矿）35% 的股权，在上海庙矿区的收购煤矿数量达到五个，收购金额超过 24.5 亿元。公司产业链不断向上游延伸，有助于公司保障火电煤炭供应及控制成本。

表1：重点公司9月份动态汇总

公司名称	事项	事件内容	简评
建投能源 (000600)	关联交易 预案公告	8 月 30 日，公司发布了重大资产重组暨关联交易公告。拟向大股东建投集团发行不超过 4.24 亿股，发行价格 4.78 元，收购集团持有的宣化热电 100% 股权、建投燃料 58% 股权、秦热发电 40% 股权、沧东发电 40% 股权、三河发电 15% 股权。	本次收购完成后，公司控股装机规模由 300 万千瓦增加至 360 万千瓦，增长 20%，权益装机由 258.6 万千瓦增至 462.9 万千瓦，提升 79%。集团传统火电资产将全部进入公司，合计持有公司的股权比例由 55.01% 增至 69.27%，对公司的控股地位得到巩固，有利于增强集团未来对公司的支持力度。而且，本次交易资产中，参股的沧东发电、三河发电均为盈利能力较强的优质资产，能有效地提升公司的盈利能力。收购完成后，公司盈利能力将在原有基础上实现翻倍。
通宝能源 (600780)	关联交易 预案公告	8 月 31 日，公司公告发行股份购买资产暨关联交易公告。拟向山西国电和国电资产发行不超过 2.7 亿股，发行价 5.63 元，收购山西国电持有地电股份 99% 股权，国电资产持有地电股份 1% 股权。	本次收购完成后，公司大股东山西国电全资和控股企业已运营火电资产和配电资产将全部注入上市公司。优质的地方电网资产的注入，有助于扩展公司的主营业务，防止单一火电业务带来的经营风险，提升盈利能力。
九龙电力 (600292)	非公开发 行预案	公司 9 月 20 日发布非公开发行预案，拟向大股东中电投集团定向增发 1.85 亿股，发行价格为 9.17 元/股，用于收购中电投集团平顶山鲁阳发电等 9 个项目的脱硫资产（含 4 个在建项目），以及对上述在建项目的后续投入。	本次定向增发涉及 908 万千瓦脱硫资产，收购完成后，公司脱硫机组将快速提升至 1226 万千瓦，脱硫资产容量增加 284%，公司主营业务将发生巨大转变，环保业务比重大幅提升，快速转型为科技环保上市公司，成为中电投集团环保产业的平台。未来，公司享有国家政策支持，并依托集团资源优势，成长空间广阔。

公司名称	事项	事件内容	简评
川投能源 (600674)	解决同业竞争有关事项的公告	公司近日接到《关于进一步解决与川投能源同业竞争问题有关事项的函》，确定将公司作为川投集团发电业务和新能源业务的整合平台，承诺于 2011 年 6 月底前与公司签署天威四川硅业 35% 股权的《股权委托管理合同》，在公司可转债发行一年内，启动将四川电力开发公司注入工作，三年内，启动把其他符合资产注入条件的资产（包括多晶硅业务资产和发电业务资产）注入的工作。	在证监会“解决同业竞争，减少关联交易”的大背景下，存在相关问题的企业都需要通过股权转让、股权收购、企业合并等方式解决关联交易；通过并购重组、改变经营范围等方式解决同业竞争，川投能源就是其中之一。公司作为集团发电和新能源业务的整合平台，将受到集团更大的支持，多晶硅业务受益于未来太阳能发电的增长，也将有较好的发展前景。
京能热电 (600578)	解决同业竞争有关事项公告	9 月 30 日，公司发布公告，接到实际控制人北京能源投资（集团）有限公司（以下简称“京能集团”）《北京能源投资（集团）有限公司关于解决与北京京能热电股份有限公司同业竞争问题有关事项的函》，承诺力争用 3 年左右时间，将京能集团煤电业务资产及燃煤热力项目注入京能热电。	京能热电转发控股股东京能集团的承诺，为消除同业竞争问题，用三年左右时间，将煤电资产注入上市公司。这与我们之前的判断相符。京能集团是北京大型的能源企业，资产规模是公司的 12 倍，火电权益装机是公司的 6.2 倍，盈利水平是公司的 8.9 倍，拥有岱海、上都、三河、托克托等优质电厂股权，盈利能力强。在集团的支持下，京能热电未来发展空间较大。
华能国际 (600011)	股东大会决议	9 月 10 日，公司召开 2010 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于调整公司非公开发行 A 股股票和非公开发行 H 股股票方案的议案》，议案还需再等待证监会审核通过。	本次非公开发行拟定向增发不超过 15 亿股，增发价不低于 5.57 元；募集资金不超过 86 亿元，投向干河口、桥湾、康保等风电项目，金陵、福州、平凉、岳阳等火电项目以及偿还金融机构借款。项目实施后，有助于公司进一步提升装机规模，提高盈利能力，而且，风电装机的项目还能够优化公司电源结构。
三环股份 (000883)	董事会决议	9 月 16 日，公司董事会审议通过《关于同意与湖北省人民政府国有资产监督管理委员会、中国长江电力股份有限公司、中国国电集团、三环集团公司签订〈关于湖北三环股份有限公司重大资产重组交易价格之补充协议〉的议案》和《关于同意与湖北省国资委、长江电力、国电集团签订〈关于业绩补偿的协议〉的议案》。	由于置入资产、置出资产补充评估值与原评估值差额不大，因此，交易价格还是按照原重大资产重组协议执行。同时，在业绩补充协议中约定，若湖北能源集团全部股权价值项目资产评估报告书中盈利预测数据未实现时，湖北省国资委、长江电力、国电集团将按持股比例向三环股份补足。
长江电力 (600900)	半年度报告	8 月 31 日，公司发布了 2010 半年度报告，公司上半年实现销售收入 79.0 亿元，同比增长 138%；营业利润 19.8 亿元，同比减少 12%；投资收益 5.0 亿元，同比减少 47%；归属于上市公司净利润 19.8 亿元，同比增长 1%，折合每股收益 0.12 元，略低于预期。	受益于去年收购三峡电站，公司营业收入大幅增长。但同时折旧费用及各项财政规费也相应增加，导致成本费用大幅上升，而且公司报告期内未处置可出售金融资产，投资收益同比减少，以上因素共同影响了公司净利润和净利率。随着来水逐渐好转，公司盈利快速恢复，二季度营业收入环比大增 72%，毛利水平也快速恢复至 59%。由于汛期水量丰沛，公司全年发电量依然乐观。公司目前成长性和防御性兼备，仍值得重点关注。
中能股份 (600642)	半年度报告	8 月 31 日，公司发布半年度报告，上半年实现销售收入 92.9 亿元，同比增长 36%；营业利润 13.9 亿元，同比减少 14%；投资收益 6.2 亿元，同比减少 5%，归属于上市公司净利润 9 亿元，同比减少 16%，折合每股收益 0.31 元。	受益于公司售气量增加、售电量增加以及申能燃料公司燃煤销售价格的上涨，公司营业收入同比增长。但由于上半年煤价高位运行，公司下属煤电企业成本大幅增加导致利润下滑。下半年，煤炭价格的走势仍是影响公司盈利的关键。

公司名称	事项	事件内容	简评
哈投股份 (600864)	半年度报告	8月31日,公司发布半年度报告,上半年实现销售收入4.0亿元,同比增长8%;营业利润0.3亿元,同比减少90%;归属于上市公司净利润0.85亿元,同比减少62%,折合每股收益0.16元。	公司营业利润大幅下跌主要是由于投资收益大幅减少,公司去年同期出售了民生银行股票获得了2.3亿元的净收益,今年没有出售股票。下半年公司全年发电量2亿千瓦时的目标能否达到以及能否择时出售民生银行股票,是影响公司收入和利润的重要因素。
	股东大会决议	9月15日,公司召开2010年第三次临时股东大会,审议通过了《关于出售公司持有中国民生银行股票的议案》及《关于哈尔滨开发——化工区集中供热项目实施的议案》。	公司上半年由于没有出售民生银行股票,导致投资收益大幅减少,营业利润大幅下跌。因此,下半年公司若能择时出售民生银行股票,将对公司全年的利润提供一个保障。
华电国际 (600027)	股权收购公告	8月31日,公司与金沃公司签订股权转让协议,以人民币9.39亿元收购权辉公司(沙图章煤矿)35%的股权。	本次收购完成后,公司在上海庙矿区的煤矿数量将增加到五个,收购金额超过24.5亿元。公司产业链不断向上游延伸。大量收购煤矿有助于公司保障火电煤炭供应及控制成本,对公司业绩形成一定利好。
金山股份 (600396)	项目进展公告	9月1日,公司持有31%股权的白音华金山发电#2机组通过168小时试运行,开始并网发电。	#2机组并网发电,标志着白音华金山发电有限公司一期工程2×600MW机组全面竣工,实现了投产发电目标。公司权益装机容量进一步提升。
国投电力 (600886)	官地水电站项目核准的公告	9月15日,公司收到国家发改委《关于四川雅砻江官地水电站项目核准的批复》,同意建设四川雅砻江官地水电站。	官地项目将安装4台60万千瓦水轮机组,总装机容量240万千瓦。项目建成后,公司控股装机容量将进一步增加。
吉电股份 (000875)	股权协议转让获国资委批复公告	中电投集团向国资委报送的《关于向吉电股份协议转让吉林里程协和和吉林泰合国有股权有关问题的请示》已获得国资委批复,同意内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限公司持有的吉林泰合风电51%股权和吉林里程协和风电51%股权转让给吉电股份。	本次股权协议转让是公司非公开增发中电投的特别承诺。两家风电企业资产的注入有利于公司进一步优化电源结构,发展清洁能源,提升盈利能力。
	项目进展公告	9月24日,公司白城发电分公司#1机组(1×60万千瓦)顺利通过168小时试运行,正式投入运营。	公司近年来一直在积极推进“上大压小”,本项目投产后,公司又将增加新的利润增长点,促进业绩提升。
内蒙华电 (600863)	董事会决议	公司9月21日公告董事会决议,审议批准了公司《关于合资建设上都三期工程的议案》,京能集团也加入出资参与建设上都三期工程,内蒙华电出资比例仍为51%,不受影响。	上都电厂三期工程规划建设两台66万千瓦燃煤机组,公司于2010年4月就与北方公司签订了投资建设工程协议书,本次新议案只是加入了京能集团到合资建设中,公司出资比例不变。上都电厂盈利能力较好,出资建设大容量燃煤机组,也有利于进一步调整公司机组结构。

资料来源:公司公告,招商证券整理

二、行业动态及影响分析

1、新能源产业成国家战略性新兴产业，产业规划将出台

9月8日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》。会议确定节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业为现阶段战略性新兴产业。

发展战略性新兴产业是我国推进产业结构升级和经济方式转变的重要措施。而为了实现2015年非化石能源占一次能源比重达到15%，单位GDP二氧化碳排量下降40%-50%的目标，新能源和节能环保产业需要承担重任。新能源、节能环保等产业被确定为战略性新兴产业后，必将受到国家政策、投资等各方面的支持，利好行业未来发展。可再生能源发电补贴、新能源发电并网标准政策等就是各项政策中的一部分。

- **发改委要求发放09年下半年可再生能源发电补贴。**中国发改委和电监会发出通知，要求各省级电网对2009年下半年国内可再生能源发电进行电价附加补贴，总额约达41亿元人民币。其中，秸秆直燃项目的补贴标准仍为每千瓦时0.1元人民币。通知要求，去年下半年电价附加有结余的省级电网企业，在通知下发后10个工作日内，对可再生能源发电项目结清2009年下半年电费。我们认为，本次补贴发放在一定程度上，增加了可再生能源电企的现金流，缓解了资金压力，对今后的发展具有一定的积极意义。
- **电监会摸底风电光伏发电等新能源发电并网。**从国家电力监管委员会了解到，电监会开始在全国全面摸底风电、光伏发电等新能源发电并网情况。此次调查主要涉及全国风电、光伏发电工程项目建设总体情况，尤其是2009年1月~12月和2010年1月~6月期间，风电和光伏发电工程已并网发电设施受电网因素影响而未能上网的电量。新能源发电并网标准的合理制定，有利于新能源的充分利用，促进行业健康发展。

此外，已上报国务院的《新兴能源产业发展规划》有望于今年底出台。国家能源局新能源和可再生能源司新能源处处长梁志鹏表示，其中提到的2011-2020年累计直接增加投资5万亿元不只限于新能源领域，还包括核电和水电。除核电和水电外，可再生能源投资将达到2万亿-3万亿元，其中风电约占1.5万亿，太阳能2000-3000亿。可以看到，核电、水电、风电是产业投资的重点方向，相关企业的发展值得重点关注。

2、多项环保政策酝酿出台，减排督查力度将越来越大

国家环境保护部政策法规司司长杨朝飞指出，国家正在酝酿出台有利于环境保护的多项政策。他表示，在节能减排的目标下，国家正在酝酿制定税收、信贷、价格、保险、证券、贸易、政府采购，生态补偿等有利于环境保护的各项政策。由于环境风险上升，国家对于环境保护将越来越重视。税收、信贷、价格、生态补偿等环保政策若出台，将是对环保产业的重大利好，有利于促进环保产业在“十二五”期间快速发展。同时，与政策相应的节能减排力度在环境压力下也将越来越大。与环保、减排相关的环保类企业将有所受益，建议关注。

- **“十二五”将增设环保和节能减排指标。**在主要污染物减排方面，环境保护部环境

规划院副院长兼总工王金南透露，在“十二五”规划中，将纳入污染空气的氮氧化物和导致水污染的氨氮指标，减排量在 5%-10% 之间。

- **环保部要求 16 类重污染行业上市公司发布环境年报。**环保部有关负责人 14 日通报，环保部近日将出台《上市公司环境信息披露指南》，火电、钢铁、水泥、电解铝等 16 类重污染行业上市公司应该发布年度环境报告，定期披露污染物排放情况等环境信息。
- **环保部发改委曝光八家电厂违法超排二氧化硫。**国家发改委价格监督检查司介绍，山西、广西、四川、贵州、湖南等省区 8 家燃煤电厂去年违反大气污染防治设施必须保持正常使用的法律要求和有关技术规范，脱硫设施长期不正常运行，超标排放二氧化硫等污染气体，9 月 25 日公开曝光这 8 家企业和相关处理结果。为了有效防治二氧化硫等的污染，改善大气环境质量，我国在改变燃料构成，推广使用天然气及优质煤的同时，大力推广节能、脱硫及高效除尘等措施。脱硫、除尘等环保类企业将受益于此，如九龙电力等，建议关注。

表2: 电力行业9月份要闻及点评

时间	行业事件	内容	简评
2010.09.03	我国将大力推动内陆核电站开发建设	从国家能源局人士处获悉，正在制定中的《核电管理条例》有望于今年年底前上报国务院。《核电管理条例》将重点体现对未来核电开发的支持，其中将大力推动内陆核电站的开发建设。短期内，我国核电开发控股门槛不会出现实质性降低。	一直以来我们都看好清洁能源中核电在未来的发展。近期有较多核电产业发展利好消息，由于核电耗能少、产能达的特点，较风电、太阳能等清洁能源更具发展优势。为实现 2020 年非化石能源比重 15% 的目标，核电产业还需大步发展。
2010.09.06	多项环保政策酝酿出台	国家环境保护部政策法规司司长杨朝飞指出，国家正在酝酿出台有利于环境保护的多项政策。他表示，在节能减排的目标下，国家正在酝酿制定税收、信贷、价格、保险、证券、贸易、政府采购，生态补偿等有利于环境保护的各项政策。	由于环境风险上升，国家对于环境保护将越来越重视。税收、信贷、价格、生态补偿等环保政策若出台，将是对环保产业的重大利好，有利于促进环保产业在十二五期间快速发展。其中，水务、固废等环保子行业都将有所受益。
2010.09.07	中国发改委要求发放 09 年下半年可再生能源发电附加补贴	中国发改委和电监会发出通知，要求各省级电网对 2009 年下半年国内可再生能源发电进行电价附加补贴，总额约达 41 亿元人民币。其中，秸秆直燃项目的补贴标准仍为每千瓦时 0.1 元人民币。通知要求，去年下半年电价附加有结余的省级电网企业，在通知下发后 10 个工作日内，对可再生能源发电项目结清 2009 年下半年电费。	近几年，我国逐步建立了可再生能源电价补贴制度，鼓励支持可再生能源的发展。近几年补贴标准逐年提高，2009 年为每千瓦时 2 厘钱，2010 年提高至每千瓦时 4 厘钱，体现了国家对可再生能源的重视程度。本次补贴总额 41 亿元，我们认为，在一定程度上，增加了可再生能源电企的现金流，缓解了资金压力，对今后的发展具有一定的积极意义。
2010.09.07	电监会摸底风电光伏发电等新能源发电并网	从国家电力监管委员会了解到，电监会开始在全国全面摸底风电、光伏发电等新能源发电并网情况。此次调查主要涉及全国风电、光伏发电工程项目建设总体情况，尤其是 2009 年 1 月~12 月和 2010 年 1 月~6 月期间，风电和光伏发电工程已并网发电设施受电网因素影响而未能上网的电量。	尽管国家规定对可再生能源要全额购买，但由于某些可再生能源不稳定、转换率低等缺点，风电光伏等新能源并网的调度压力都较大，甚至在用电低谷，有很多风机弃风停转的现象。为了更好地利用新能源，新能源并网发电的标准可能将会调整，预计更加严格。

时间	行业事件	内容	简评
2010.09.08	“十二五”将增设环保和节能减排指标	“十二五”规划中，将增设环境保护和节能减排指标。在主要污染物减排方面，环境保护部环境规划院副院长兼总工程师王金南透露，在“十二五”规划中，将纳入污染空气的氮氧化物和导致水污染的氨氮指标，减排量在 5%-10% 之间。	环保和节能减排指标的增加，对于排放量较高的企业而言，污染治理的压力将更大，环保成本将增大。与此同时，这一政策又有助于扶持一批环保企业的发展，对环保产业的发展还是利好。
2010.09.09	国务院定新能源等七大产业发展政策	8 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》。会议确定节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业为现阶段战略性新兴产业。	发展战略性新兴产业是我国推进产业结构升级和经济方式转变的重要措施。新能源、节能环保等产业被确定为战略性新兴产业后，将受到国家政策、投资等各方面的支持，利好行业未来发展。
2010.09.14	环保部：16 类重污染行业上市公司应发布环境年报	环保部有关负责人 14 日通报，环保部近日将出台《上市公司环境信息披露指南》，火电、钢铁、水泥、电解铝等 16 类重污染行业上市公司应该发布年度环境报告，定期披露污染物排放情况等环境信息。	近年来，为促进企业环境信息公开，我国先后颁发了《环境信息公开办法（试行）》等一系列规范性文件，本次环境信息披露指南的发布，将进一步推动我国企业环境信息工作的开展，利好环保产业未来发展。
2010.09.14	发改委公布 2010 年 1-7 月各地区节能目标完成情况晴雨表	通过对各地单位地区生产总值耗能预测，确定了各地的预警等级，其中辽宁、江苏、河南、广西、贵州、陕西、青海、宁夏、新疆等 9 个地区被列为一级预警地区，节能形势十分严峻，须及时、有序、有力启动预警调控方案。	广西、宁夏等地区都是高耗能产业集中地区，青海、宁夏 8 月用电增速仍然位于全国前两位，这些地区下半年节能压力都较大，调控力度可能会加大，影响用电增速。
2010.09.15	各电企明确“十二五”自给目标	中电投集团指出要确保实现“十二五”末煤炭自给率达到 50% 的目标。大唐国际则正寻求收购内蒙古地区的煤矿项目，计划到 2015 年将煤炭自给率从 20% 提高到 40%。华电国际预计到 2013 年实现煤炭自给率超过 30%。华能集团规划到 2010 年使自给率提高到 20% 以上，国电集团预计到 2015 年前后自给率达到 30%-40%。	上半年，大多数火电企业受制于煤价高位运行，成本大幅上涨，业绩受拖累。为了提高自身的议价能力，提高煤炭自给率是一个重要手段。电企涉煤，可以在一定程度上减轻企业的燃料成本压力，保障业绩。
2010.09.21	电力央企 6500 亿元投向山西，晋电外送扩大电力市场容量	五大电力集团以及华润集团与山西签订了投资额高达 6500 亿元的合作协议，其中的大部分投资将用于在未来五年加快山西的电源建设。山西省省长王君透露，山西将大力实施晋电外送战略，加快建设一批大容量高参数热电联产和煤矸石发电项目，变输煤为输电。	我国能源生产过度依赖煤炭的运输，高昂的运输费用加剧了煤炭价格的上涨，也挤压了电企的盈利空间。此次电力央企大举投资山西，加大晋电外送，扩大电力市场容量，长远来看，减少了中间环节的运输成本，提高了电厂的盈利能力，对保障我国能源供给的可靠性和持续性具有积极的意义。

时间	行业事件	内容	简评
2010.09.21	张国宝: 加快发展核电是调整我国能源结构必然选择	发改委副主任、能源局局长张国宝在核电发展高层论坛上表示, 在当前情况下加快核电发展是调整我国能源结构的必然选择。核电站没有二氧化碳、二氧化硫、氮氧化物和烟尘的排放, 发展核电可以有效替代煤炭的消费, 有助于缓解我国大量使用煤炭造成的地质灾害、酸雨等空气污染, 减少温室气体排放。	在各种清洁能源中, 核电具有耗能少, 产能大的优势, 同时具备干净、无污染, 几乎零排放的优点, 因此, 在我国能源结构调整中必须承担重任。未来, 核电产业链上的相关企业都将得到大的发展, 如核电设备等。
2010.09.26	环保部发改委曝光八家电厂违法超排二氧化硫	国家发改委价格监督检查司介绍, 山西、广西、四川、贵州、湖南等省区 8 家燃煤电厂去年违反大气污染防治设施必须保持正常使用的法律要求和有关技术规范, 脱硫设施长期不正常运行, 超标排放二氧化硫等污染气体, 9 月 25 日公开曝光这 8 家企业和相关处理结果。	为了有效防治二氧化硫等的污染, 改善大气环境质量, 我国在改变燃料构成, 推广使用天然气及优质煤的同时, 大力推广节能、脱硫及高效除尘等措施。脱硫、除尘等环保类企业将受益于此, 如九龙电力等, 建议关注。
2010.09.28	新兴能源产业规划有望年底出台	已上报国务院的《新兴能源产业发展规划》有望于今年底出台。国家能源局新能源和可再生能源司新能源处处长梁志鹏表示, 其中提到的 2011-2020 年累计直接增加投资 5 万亿元不只限于新能源领域, 还包括核电和水电。除核电和水电外, 可再生能源投资将达到 2 万亿-3 万亿元, 其中风电约占 1.5 万亿, 太阳能 2000-3000 亿。	为实现 2015 年非化石能源占一次能源比重达到 15%, 单位 GDP 二氧化碳排量下降 40%-50% 的目标, 国家要求大力发展核电、水电、风电等清洁能源。新能源领域投资的加大, 也是为了保障这一目标的实现。其中, 核电、水电、风电是产业投资的重点方向, 利好相关企业的发展。

资料来源: 招商证券

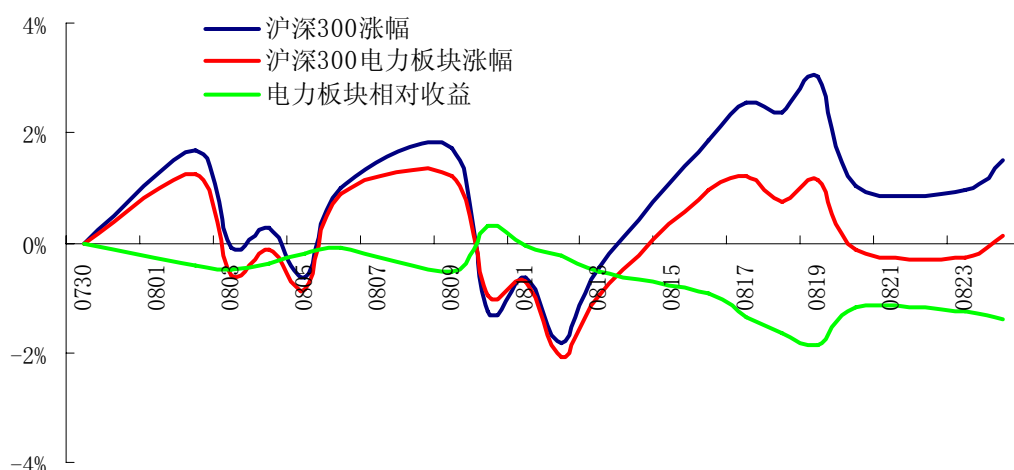
三、行业估值比较

1、电力板块 9 月份以来跑输大盘 3 个百分点

- 9 月以来，沪深 300 指数上涨 0.8%，电力板块下跌 2.2%，跑输市场 3 个百分点。
- 过去三个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 10.5 个百分点。
- 过去六个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 2.8 个百分点。
- 过去一年，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 7.8 个百分点。

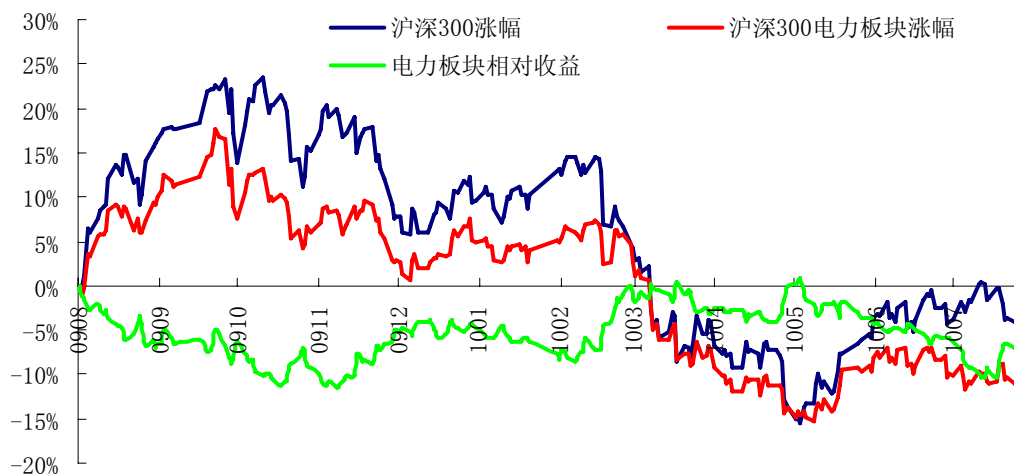
九月份市场延续了八月份的震荡之势，小有上涨，沪深 300 指数上涨 0.8%。但由于经济增速回落、用电增速放缓以及节能减排影响增大的预期，电力板块上涨动力不足，跑输市场 3 个百分点。但部分公司受集团支持，未来增长动能显著，成长性明确。具有进攻之势。

图1：电力板块与沪深300指数2010年8月份以来走势比较



资料来源：wind，招商证券（截至 9 月 28 日收盘价）

图2：电力板块与沪深300最近一年走势比较



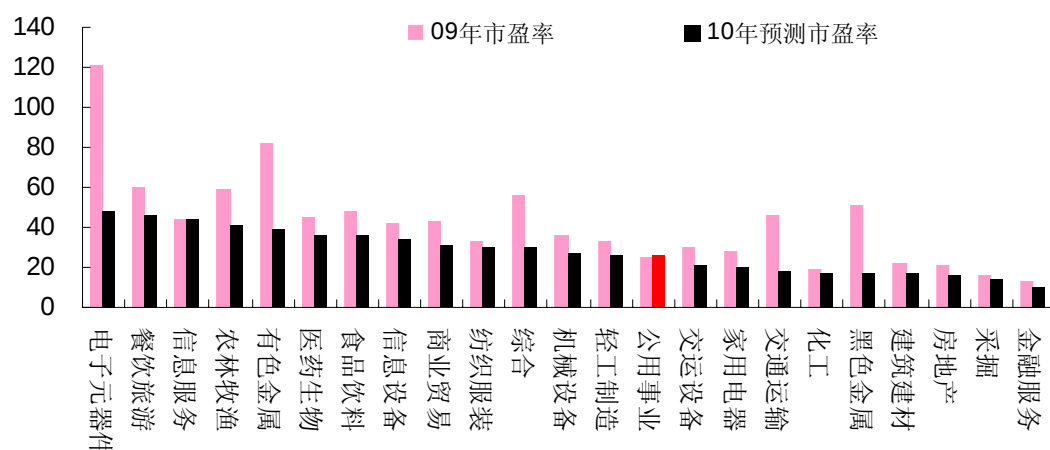
资料来源：wind，招商证券（截至 9 月 28 日收盘价）

2、不同板块的 PE 和 PB 比较

按照 9 月 28 日收盘价, 对不同行业之间的 PE 和 PB 进行比较, 按照当前价格计算的 2010 年预测市盈率和按照最新年报公布的每股净资产计算的市净率比较, 电力板块估值整体估值在 23 个行业中仍处于中等偏低位置。

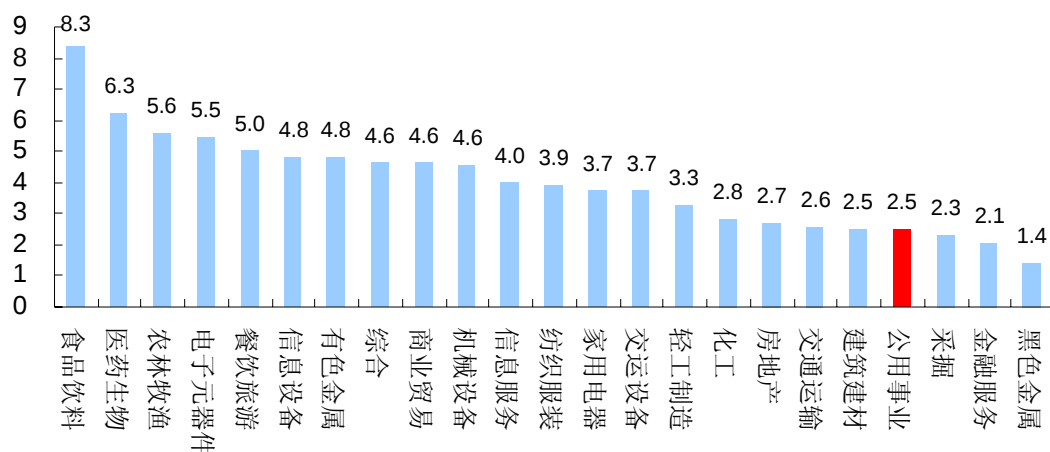
- 按照 2010 年预测市盈率计算, wind 显示的电力行业平均 PE 为 25.6 倍, 较上月有小幅下调, 高于金融服务、采掘、黑色金属、化工等 9 个行业。
- 按照最新净资产计算, 电力行业平均 PB 为 2.5 倍, 高于黑色金属、金融服务、采掘三个行业, 从 PB 来看, 电力行业 PB 估值较低, 在 23 个行业中相对位置较上月下跌了一位。
- 总体来讲, 在 8 月份多数板块 PE 小幅上调后, 多数板块 PE 在 9 月份有所下调, 市场谨慎观望情绪依然仍然较重。电力板块 PE 也小有下调, 估值依然处于低位, 在市场震荡中, 电力板块防御性依然较好。随着未来国家电力体制改革的推进, 电价等各方面政策的调整支持, 上市公司业绩随之提升, 电力行业绝对价值期待显现。

图3: 各行业市盈率比较



资料来源: wind, 招商证券 (截至 9 月 28 日收盘价)

图4: 各行业市净率比较



资料来源: wind, 招商证券 (截至 9 月 28 日收盘价)

四、10 月份投资思路探讨

长期以来，解决同业竞争问题一直是中国证监会的监管主题之一，今年，证监会对同业竞争的监管力度日益严格，近期证监会开展了“解决同业竞争、减少关联交易”的专项活动，要求存在相关问题的上市公司，通过股权转让、股权收购、企业合并等方式解决关联交易；通过并购重组、改变经营范围等方式解决同业竞争。

同业竞争是指上市公司的控股股东所从事的业务，与该上市公司业务构成或可能构成竞争关系。其形成过程有一定的历史原因，在我国资本市场发展早期，市场容量相对较小，大型国有企业往往只拿出一部分相对优质的资产上市，从而造成了大量同业竞争问题。目前，解决同业竞争、取消关联交易，主要有以下几种方式：

- **方式一：收购竞争方的竞争性业务。**该方式是最常见，也是证监会鼓励的方式，由于最终实现了集团主业的整体上市，是解决同业竞争，减少关联交易最好的途径。该方式常见运用是通过定向增发股份，把大股东具有相同业务的资产注入到上市公司来。
- **方式二：将同业竞争的业务委托给上市公司经营。**当集团由于某些特殊原因，无法在近期彻底消除同业竞争时，可采用该种方式，并承诺待条件具备时，将同业竞争业务转至上市公司。9 月 14 日，川投能源《关于解决与川投能源同业竞争问题有关事项的公告》就采用了此种方式。
- **方式三：改变经营范围。**这种情况比较特殊，一般不能采用第一种方法实现主业的整体上市，而通过改变经营范围达到目的。9 月 20 日，九龙电力就通过收购集团脱硫资产，逐步转型为中电投的科技环保平台，从而避免同业竞争
- **方式四：签署市场分割协议，合理划分竞争双方的市场范围。**由于该方法，并不能真正意义上避免同业竞争，因此，证监会对于市场分割合理性和必要性审查非常严格，目前，实务中仅限于中国大陆与台湾及国际市场划分。

电力行业解决同业竞争动力较大。电力行业上市公司，多数规模庞大，且上市较早，不可避免存在一定的同业竞争关系。在 A 股市场进入全流通时代后，很多电力集团做大做强的愿望较为强烈，注入资产、优化上市公司平台以及推进整体上市的动力较大。今年，在证监会的严格监管下，一些地方性的发电公司如粤电力、建投能源、通宝能源等均通过第一种方式，逐步收购集团资产，积极迈上整体上市之旅。而一些大型央企如国电电力、华能国际等，也已发布公告，集团承诺在未来几年内将相关资产全部注入上市公司。

关注有再融资需求的相关公司。按照相关规定，不仅拟上市公司在 IPO 过程中要坚决避免同业竞争，而且已上市的公司，在日常的规范运作和再融资等活动中，也要严格贯彻避免同业竞争的原则和要求。因此，我们分析，对上市公司与大股东存在同业竞争或者大量上下游关联交易，未能实现主营业务相关资产整体上市，又没有制定和公开披露明确的解决方案的，当上市公司再融资时，证监会在审核过程中势必要对以上情况作为重点问题进行特别关注。

对于这一主题的深入分析，请参考我们的四季度投资策略。在此主题下，我们建议重点关注京能热电，详细内容可以参考我们 9 月份的深度报告《京能热电 - 集团承诺资产注入，未来发展空间广阔》。

表3: 龙头公司估值表

类型	代码	名称	投资评级	股价	每股盈利			P/E			PB
					09E	10E	11E	09E	10E	11E	
水电	600900	长江电力	强烈推荐 A	7.58	0.23	0.46	0.48	33	16	16	2.1
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	4.59	0.22	0.24	0.27	21	19	17	4
	600795	国电电力	强烈推荐 A	3.32	0.29	0.18	0.22	11	18	15	2.2
	600578	京能热电	强烈推荐 A	10.37	0.3	0.63	0.75	35	16	14	3.1
	000027	深圳能源	强烈推荐 A	10.13	0.91	0.77	0.89	11	13	11	1.8
	000539	粤电力 A	强烈推荐 A	6.71	0.44	0.37	0.45	-	18	15	2
	600396	金山股份	强烈推荐 A	8.88	0.12	0.22	0.75	74	40	12	3
火电	000602	金马集团	强烈推荐 A	19.54	-0.07	0.69	1.03	-279	28	19	12.5
	600011	华能国际	审慎推荐 A	6.06	0.42	0.33	0.4	14	18	15	1.8
	600863	内蒙华电	审慎推荐 B	8.09	0.2	0.43	0.48	40	19	17	4.6
	600098	广州控股	审慎推荐 B	6.3	0.34	0.3	0.36	19	21	18	1.6
	000600	建投能源	审慎推荐 B	5.96	0.08	0.08	0.15	75	75	40	2
	600886	国投电力	审慎推荐 B	7.3	0.27	0.24	0.28	27	30	26	1.8
	600642	申能股份	审慎推荐 B	8.01	0.55	0.51	0.57	15	16	14	1.6
	000690	宝新能源	审慎推荐 B	5.83	0.33	0.23	0.36	18	25	16	3.2
	600027	华电国际	审慎推荐 B	3.84	0.17	0.03	0.1	23	128	38	1.7
	601991	大唐发电	中性 A	6.97	0.16	0.13	0.17	44	54	41	2.9
电网	600995	文山电力	审慎推荐 B	9.95	0.2	0.28	0.38	50	36	26	4.4

资料来源: 招商证券 (截至 9 月 28 日收盘价)

附表1: 重点电力上市公司成长性指标比较

公司名称		主营收入 (亿元)			净利润 (亿元)			主营收入增长率			净利润增长率		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
火电	深圳能源	103.6	106.4	113.9	19.4	11.6	23.2	10%	3%	7%	3%	-35%	100%
	粤电力 A	103.9	116.2	122.3	8.3	-1.3	13.6	19%	12%	5%	-10%	-95%	1148%
	宝新能源	12.8	14.4	29.5	3.3	3.6	5.6	27%	12%	105%	26%	25%	55%
	华能国际	504.3	678.3	797.4	64.2	-42	53.9	14%	34%	18%	-6%	-179%	228%
	上海电力	77.9	92.6	111.0	7	-19	5.0	-1%	19%	20%	13%	-676%	126%
	华电国际	204.9	319.6	366.7	15.5	-30	1.6	39%	33%	15%	13%	-371%	105%
	广州控股	71.5	82.1	75.7	13.9	5.9	10.2	18%	15%	-8%	31%	-64%	73%
	金山股份	15.2	18.1	19.1	1.8	0.3	0.5	128%	19%	6%	81%	-90%	63%
	申能股份	82.6	129.2	154.0	24.3	9	23.3	-7%	56%	19%	23%	-66%	170%
	国电电力	174.7	164.4	194.5	25.4	2.2	21.2	20%	-6%	18%	38%	-90%	865%
	内蒙华电	68.2	72.9	72.0	3.8	-6.1	8.4	5%	7%	-1%	-4%	-617%	237%
	国投电力	66.5	65.8	119.2	9.2	1.7	10.1	7%	-1%	81%	-4%	-77%	494%
	大唐发电	328.3	368.4	357.0	44.1	6.2	17.5	32%	12%	-3%	18%	-74%	182%
水电	桂冠电力	33.6	27.3	30.8	5.1	1	3.9	3%	-19%	13%	6%	-91%	294%
	长江电力	87.4	88.1	110.2	53.7	39.3	46.2	24%	1%	25%	49%	-20%	18%
热电	滨海能源	3.9	4.9	5.7	0.1	0	-0.5	8%	26%	17%	-73%	-38%	-
	京能热电	16.4	17	18.5	1.9	1.5	1.7	7%	3%	9%	34%	-23%	13%
电网	郴电国际	13.5	12.5	14.4	1.1	-1.5	1.1	32%	-8%	15%	-1112%	-631%	175%
	文山电力	8.7	10.3	11.5	1.3	1.5	0.9	46%	18%	12%	64%	-1%	-37%
全行业均值		104.1	125.7	143.3	16.0	-0.9	13.0	18%	12%	20%	15%	-169%	239%
全行业中值		71.5	82.1	110.2	8.3	1.5	8.4	10%	12%	15%	-10%	-77%	148%

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。