

行业平淡 关注同业竞争资产注入投资机会——2011 年电力行业投资策略 中性（维持）

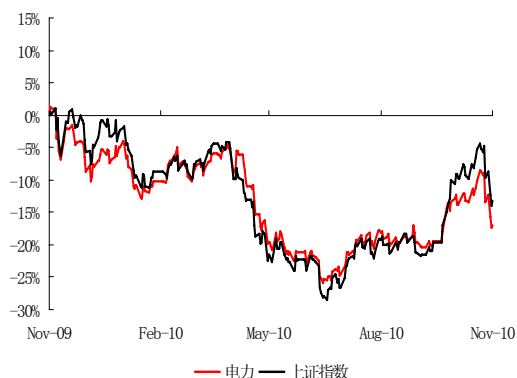
公用事业/电力

报告日期：2010 年 12 月 7 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	2558.64	0.95
天相流通指数	3770.34	0.88
上证指数	2875.86	1.31

行业指数近一年走势图



相关报告：

《从区域性角度把握行业机会——2010 年电力行业半年报综述》

2010-09-06

《利用率西部较高，电价短期难上调——2010 年电力行业中期策略》

2010-07-01

《火电扭亏，关注水电——2010 年电力行业年报暨一季报综述》

2010-05-07

天相基础能源组

联系人 天相电力组

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2010年电力行业表现欠佳，个股热点频现
- 2011年电力行业仍缺乏整体性投资机会，优选个股将是明年电力行业的投资逻辑
- 关注具有同业竞争题材个股的投资机会

投资要点：

- **行业景气较差，个股热点频现。**2010年煤价持续走强，全社会用电需求增速呈现前高后低态势，电力行业亏损面不断扩大。火电行业累计亏损比例由2009年底的9.76%连续上升至2010年前三季度的31.71%。与之相适应，电力行业指数表现在天相子行业中位居末流，在水电防御性走势带领下略好于大盘。行业整体不景气下，仍涌现出一些表现出色个股，其共同的特征是拥有优良的发电资产和出色的燃料成本控制能力如京能热电、内蒙华电和天富热电等。
- **明年行业景气回升仍待观察，关注优秀个股投资机会。**2011年调结构继续深化、经济增速下调或致用电量增速低于今年水平，同时在通胀压力下煤价维持上涨走势的可能性较高，行业整体性投资机会仍然缺失。行业整体景气回升可能仍需寄望电价阶段性调整，优选个股将是明年电力行业的投资逻辑。建议关注受益于区域用电需求高速增长、具有优秀发电资产和燃料成本控制能力的电力上市公司投资机会。
- **监管推动资产注入浪潮，2011年具有同业竞争题材的个股将演绎精彩行情。**今年证监会加强了对同业竞争和关联交易的监管力度，大唐集团、华能集团、国电集团等三大电力央企和地方性电力集团纷纷做出解决同业竞争承诺。预计2011年证监会对同业竞争的高压监管仍将持续，电力行业或将出现解决同业竞争、启动资产注入的高潮。从资产规模增长和质量提升角度测算，2011年，在多家具有明确同业竞争资产注入预期的上市公司中，京能热电和桂冠电力将是解决同业竞争最大的受益者，给予重点关注。
- **风险提示：**经济增速下滑，电力需求超预期下滑；煤价超预期上涨致行业盈利继续下滑；通胀率超预期走强，电价上调延后。



正文目录

1. 2010 年：行业景气较差，个股表现分化	3
1.1 煤价上涨压力仍存，火电行业亏损加重	3
1.2 水电业绩稳定，防御特征明显	5
1.3 电力行业市场表现差强人意	5
1.4 电力行业个股亮点频现	7
2. 2011 年：行业景气回升仍待电价调整，关注优秀个股	9
2.1 用电需求平稳增长，区域分化或将加深	9
2.2 2011 年煤价或将延续上涨趋势	10
2.3 电价上调呼之欲出，通胀趋缓或是调价良机	12
3. 2011 年：同业竞争题材个股将成市场新宠	13
3.1 电力行业同业竞争背景分析	13
3.2 明年多家上市公司将启动同业竞争资产注入	14
3.3 电力上市公司同业竞争解决路径分析	18
3.4 解决同业竞争对相关上市公司的影响	19
4. 风险提示	22

图表目录

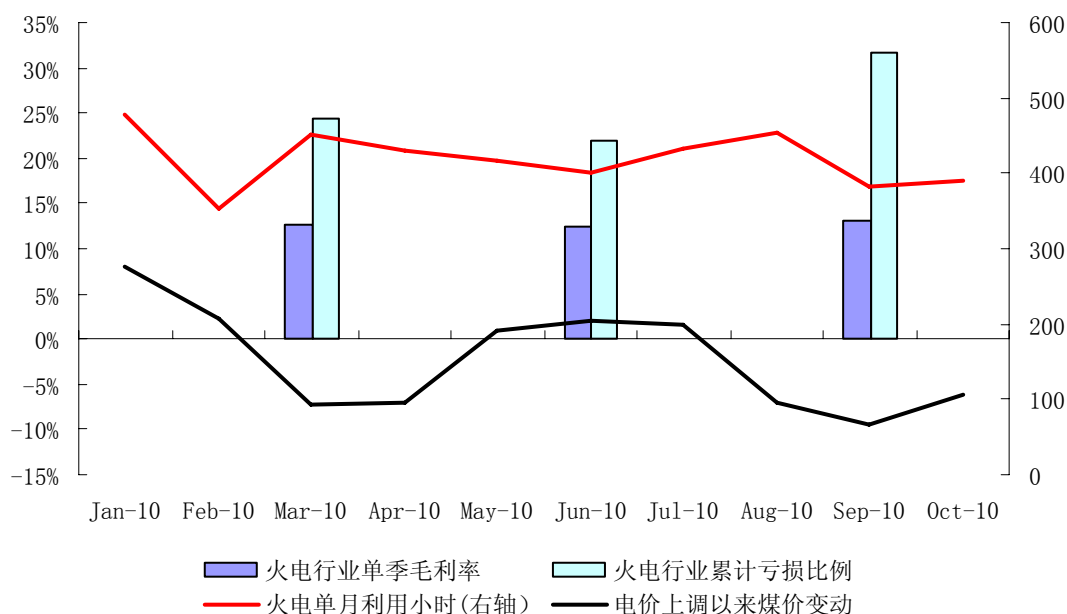
图表 1 2010 年初以来火电行业煤价（山西优混 5500 平仓价）、利用小时和盈利变动情况	3
图表 2 标煤山西坑口价、秦皇岛平仓价走势与CPI月度增速情况（2009.1-2010.11）	4
图表 3 全社会用电量、火电单月利用小时和装机容量变动情况（2009.1-2010.10）	5
图表 4 2009 年 1 月至 2010 年 10 月水电利用小时情况	5
图表 5 2010 年天相各行业股价累计涨幅（截止到 11 月 20 日）	6
图表 6 2010 年天相各行业股价累计涨幅（截止到 11 月 20 日）	7
图表 7 今年来主要地区火电平均点价价差和利用小时情况	8
图表 8 2010 年表现较好的火电行业个股及其前三季度各项指标	8
图表 9 2010 年表现较好的火电行业个股资产质量及煤炭供应能力	9
图表 10 工业用电累计增速情况（2008 年 1 月至 2010 年 9 月）	10
图表 11 电力消费弹性系数（2000 年至 2010 年 9 月）	10
图表 12 历年单位GDP能耗与煤炭消费比重情况（1990-2008）	11
图表 13 2008 年 1 月至 2010 年 9 月全国原煤累计产量增速	11
图表 14 三条主要西煤东运铁路通道运力增长情况（万吨）	12
图表 15 2007 年 1 月至 2010 年 10 月CPI单月同比和环比增速	13
图表 16 公布解决同业竞争承诺电力上市公司的公告时间及内容要点	15
图表 17 电力上市公司融资需求、主业盈利水平及母公司同业竞争资产情况	17
图表 18 具有同业竞争问题电力上市公司市值规模、资产负债率等指标	19
图表 19 同业竞争资产注入对电力上市公司影响	20
图表 20 京能集团主要参控股煤电资产（单位，万千瓦）	20
图表 21 大唐集团在广西、四川控股水电资产（单位，万千瓦）	22
图表 22 电力行业重点公司盈利预测和估值	22

1. 2010 年：行业景气较差，个股表现分化

1.1 煤价上涨压力仍存，火电行业亏损加重

综观今年火电行业业绩变动情况，在上网电价既定的条件下，燃料成本变动、设备利用小时仍是决定行业整体盈利水平的关键因素。自 2009 年 11 月 20 日发改委全面上调上网电价后，受煤价超预期高位运行的影响，2010 年火电行业盈利水平未有改善。相反，2010 年前三季度火电行业盈利水平总体上维持低位，行业平均毛利率仅为 12.78%；行业亏损程度继续恶化，累计亏损比例由 2009 年底的 9.76% 连续上升至 2010 年前三季度的 31.71%。

图表 1 2010 年初以来火电行业煤价（山西优混 5500 平仓价）、利用小时和盈利变动情况



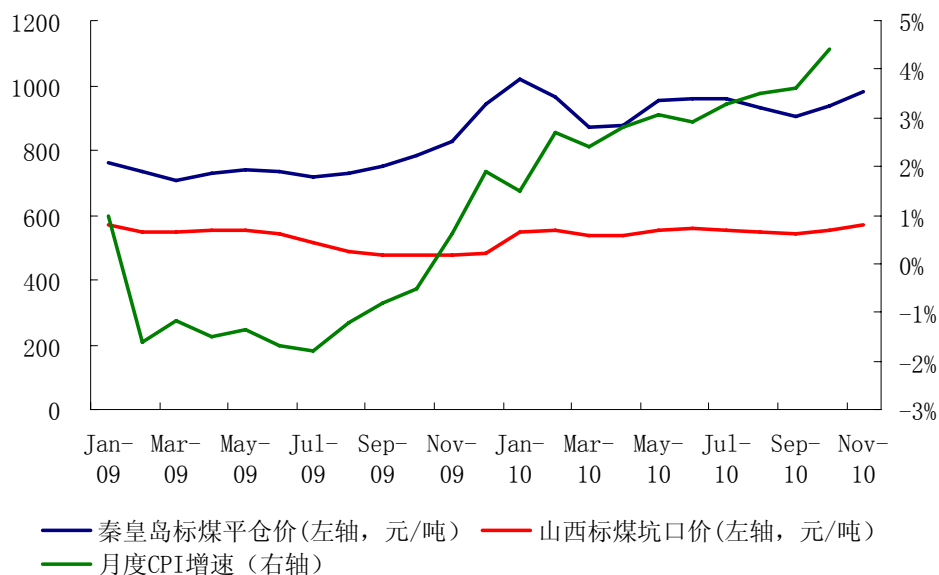
数据来源：中电联，天相投顾

综合看，煤炭价格上涨、用电需求持续回落是火电行业亏损面扩大的主要因素：

1. 煤价维持高位。以 2009 年 11 月 20 日（电价上调时点）煤价为分界线，将 2009 年 1 月至 2010 年 11 月煤价走势分为两个部分。可以看出，今年煤炭价格波动性较 2009 年更高，相比于 2009 年煤价一路上扬的趋势，今年煤价走势可以说一波三折：今年气候变化异于常年，早春寒冷拖长供暖期、西南大旱使来水量分布出现较大变化都加剧了煤价的波动。二季度来水量较往年偏枯，火电发电量增加使煤价淡季上涨。三季度来水量较 2009 年同期又偏丰，挤压火电发电量进而推动煤价下滑。进入 10 月份，冬储煤增加了煤炭的需求量；同时通货膨胀率自 7 月份确定上升趋势后于 10 月份超预期上扬，国际上美元贬值使流动性宽松预期增强、大宗商品价格迅速上涨，两方面原因共同作用致煤价急剧攀升。2010 年煤价总体维持高位，截止 11 月煤价同比涨幅为 28%，居高不下的煤

价已将去年上网电价上调对火电企业带来的收益侵蚀一空，并进一步压缩了火电企业的盈利空间。在通胀和需求双重因素刺激下四季度煤价强势上扬已成定局，今年煤价整体走势将维持震荡上行态势。

图表 2 标煤山西坑口价、秦皇岛平仓价走势与 CPI 月度增速情况（2009.1-2010.11）

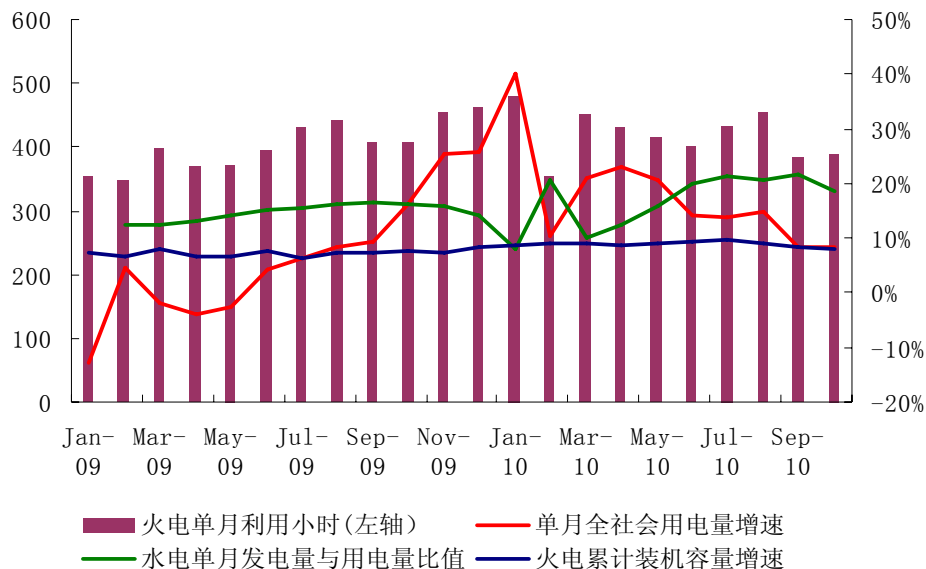


数据来源：天相投顾

- 发电设备利用小时前高后低，全年同比增幅略有增长。受 2010 年前 10 个月全社会用电量增速持续下滑、水电发电量占比持续增加以及火电装机容量增速维持平稳的综合影响，2010 年前 10 个月火电单月利用小时保持震荡下行趋势。其中，全社会用电量同比增速自 4 月 23.08% 高点持续下滑至 10 月份的 8.48%，拖累火电利用小时持续下滑；来水量的季节变动使水电发电量占比自 3 月持续增加至 10 月开始下滑，也挤压了火电发电量增长。火电全年发电设备累计利用小时同比增长 6.83%，不足以补偿煤价上涨对企业盈利的损害。受节能减排和调结构政策影响，高耗能产业增加值增速将继续下滑，四季度用电量增速下滑的可能性较高，全年利用小时同比增幅或将收窄。



图表 3 全社会用电量、火电单月利用小时和装机容量变动情况（2009.1-2010.10）

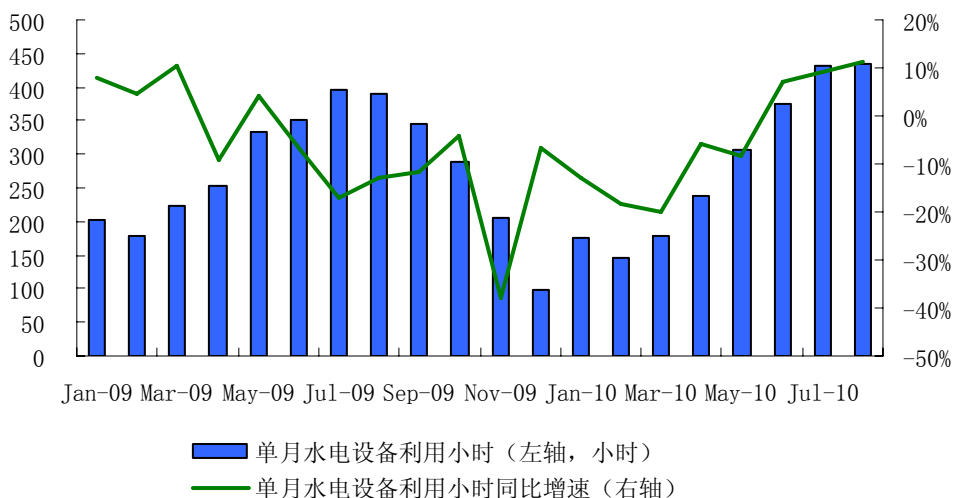


数据来源：中电联，天相投顾

1.2 水电业绩稳定，防御特征明显

水电企业盈利状况主要受气候、流域来水量的影响，来水量在年度间变化幅度较小、存在较强的季节性变动，这决定了水电公司发电量的季节性波动及由此带来的阶段性投资机会。在市场表现上，水电公司年度间业绩稳定、较少受经济周期影响的特征使其具备较强的防御性特点。同时，水电盈利水平季节性变化又提供了波段性的投资机会。可以说水电上市公司兼具防御和进攻的投资优势。

图表 4 2009 年 1 月至 2010 年 10 月水电利用小时情况



数据来源：中电联，天相投顾

1.3 电力行业市场表现差强人意

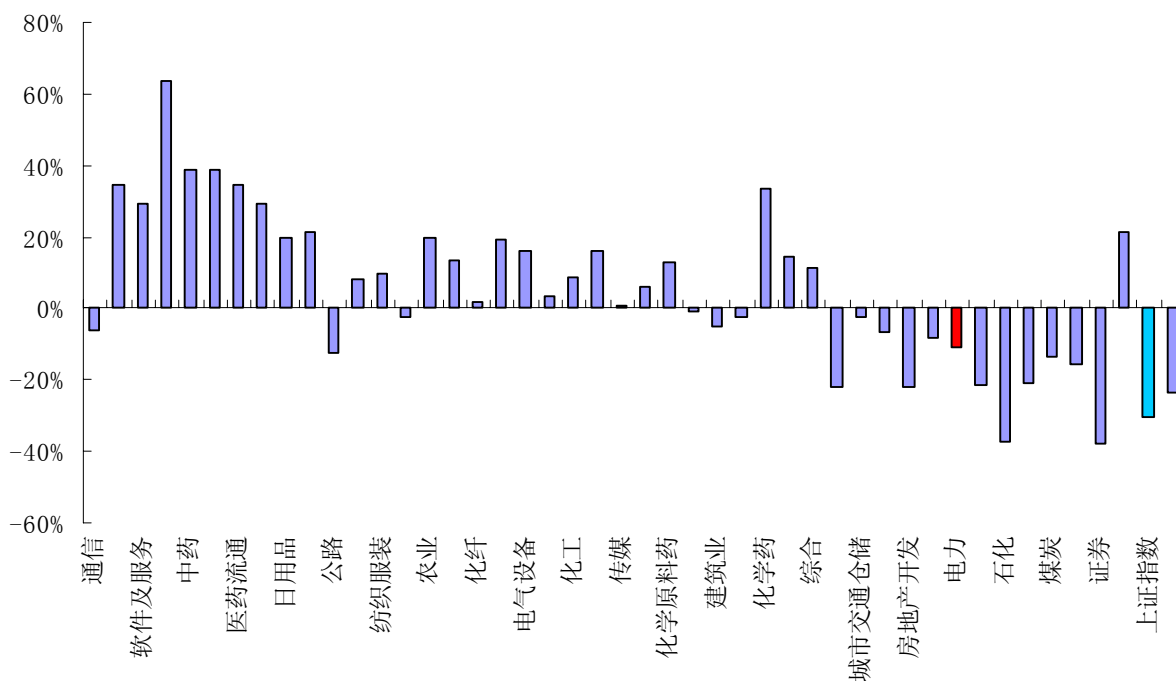
2010 年电力行业指数市场表现略好于上证指数，但在全部天相二级行业指数中

仍排在较后位置。2010 年政策走势多变、经济前景变得不明朗，市场对经济增长预期不稳定，股市走势呈现震荡格局，大盘整体表现差于 2009 年水平。在这样的市场环境下，电力行业以其较差的盈利水平难以有较好表现，但因为公用事业行业的防御性特征，整体表现仍略好于大盘。我们认为 2010 年电力行业市场表现较差主要源于市场对煤价上涨的担忧始终不能缓解，2010 年煤价持续走强也验证了这种担心的合理性。

具体分水火电行业市场表现来看，水电行业因盈利的稳定性防御性特征明显，2010 年持续跑赢大盘，截止 2010 年 12 月 1 日累计涨幅为-12.53%，高于大盘 1.31 个百分点；相对于水电行业，火电行业今年表现乏善可陈，年内煤价持续上涨使火电行业盈利水平不断下滑。截止 2010 年 12 月 1 日累计涨幅-18.59%，低于大盘 4.75 个百分点。

2011 年政府推动低碳经济发展和经济结构调整的力度将继续加强，用电量全年增速或将小幅回落。同时，由于通货膨胀率高企和煤炭资源整合的继续推进，明年煤价或仍将维持上升趋势。行业整体景气程度仍将低位徘徊，阶段性的上网电价上调或可形成火电行业交易性投资机会。此外，明年新增电力项目建设将更多向水电、风电、太阳能和核电倾斜，但在短期内对电力行业影响有限。

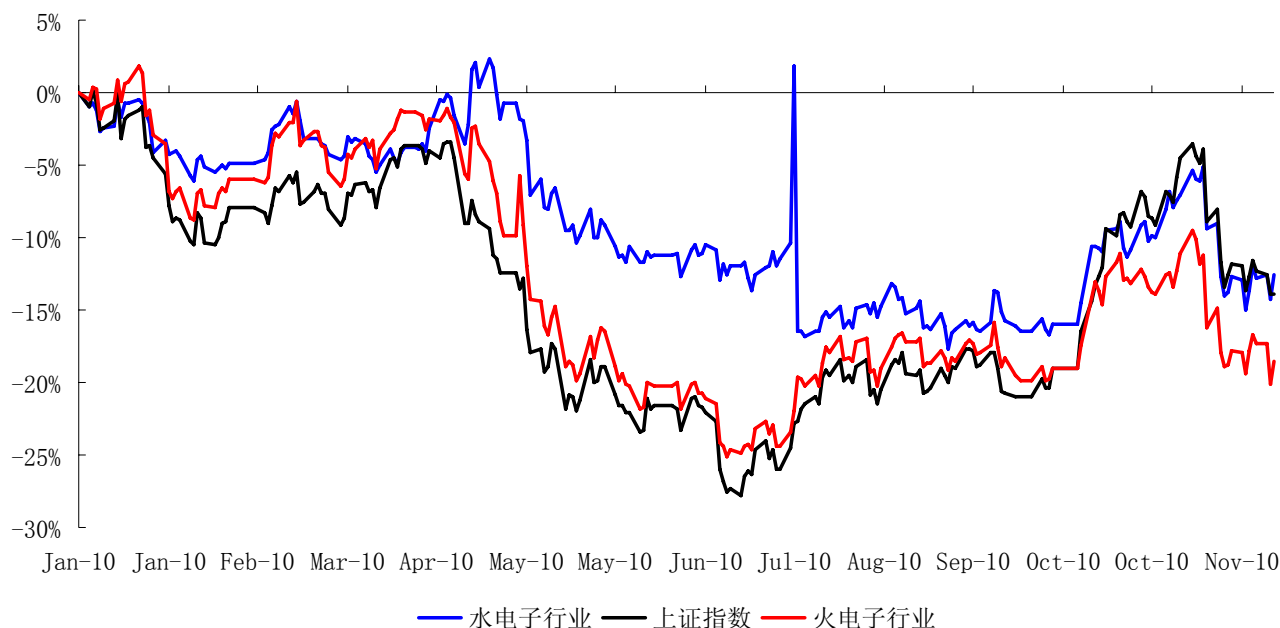
图表 5 2010 年天相各行业股价累计涨幅（截止到 11 月 20 日）



数据来源：天相投顾



图表 6 2010 年天相各行业股价累计涨幅（截止到 11 月 20 日）



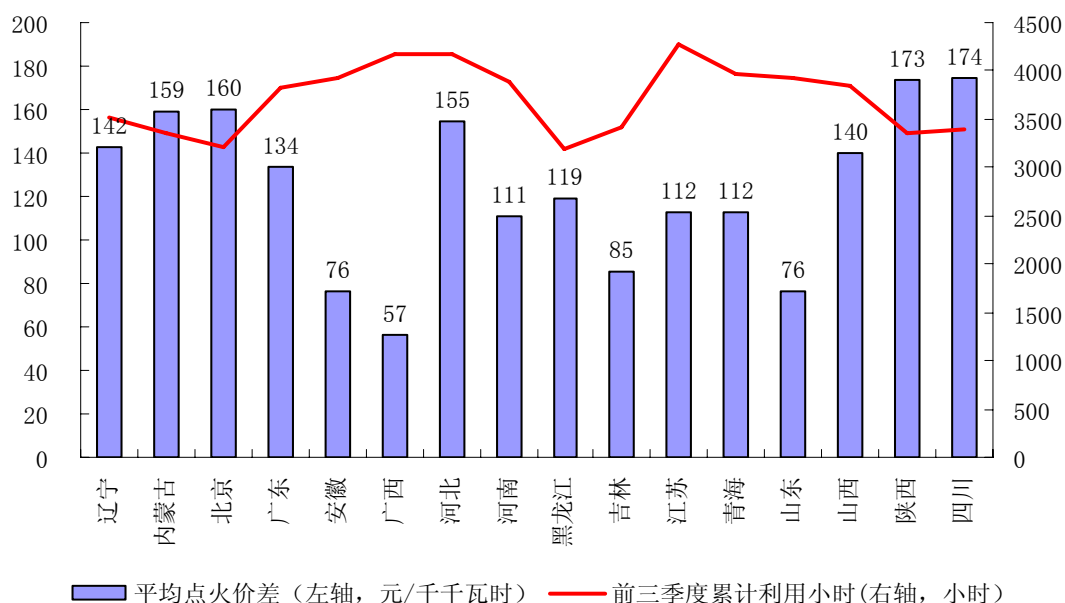
数据来源：天相投顾

1.4 电力行业个股亮点频现

在行业整体表现较差的背景下，一些经营战略适宜、资产质量较好且具有较强燃料成本控制能力的个股表现出色，如大连热电、京能热电、天富热电、金山股份、广州控股和内蒙华电等。这几家公司股价在 2010 年累计涨幅（截止 11 月 20 日）均超过 14%，远超电力行业-11%的涨幅。

这些行业个股之所以获得市场青睐，与其所在区域的用电需求和煤价水平有一定关系。从测算的主要地区平均点火价差看，辽宁、内蒙古、北京和广东地区的平均点火价差居于全国前列。从利用小时看，除辽宁、内蒙古和北京地区利用小时低于全国平均水平外，广东和新疆利用小时均高于全国平均水平。

图表 7 今年来主要地区火电平均点火价差和利用小时情况



资料来源：中电联，天相投顾

相比于区域因素，火电企业自身素质如优良的发电资产质量和较强燃料成本控制能力等是决定其盈利水平的更重要因素，也是获取高于市场平均溢价的主因。表现出色的几支火电行业个股多因为其发电资产质量优异而享受超出同地区平均水平的产能利用率（除广州控股外），另外，这几家公司的燃料成本控制能力也非常优秀，度电成本增速远低于全国平均水平。

图表 8 2010 年表现较好的火电行业个股及其前三季度各项指标

公司名称	机组服务区域	2010 年股价累计涨幅 (截止 11 月 20 日)	每股收益同比增幅	机组利用小时与同区域设备平均利用小时的差值 (2010 年上半年)	度电成本同比变化 (2010 年上半年)
大连热电	辽宁	26%	10%	281	-6%
天富热电	新疆	24%	125%	101	-22%
金山股份	辽宁	18%	43%	531	-3%
内蒙华电	内蒙	19%	200%	77	-5%
京能热电	内蒙、北京	14%	110%	466 (北京)	-
广州控股	广东	18%	12%	-263	6%
火电行业	全国	-11% (电力行业)	-22%	0	28% (山西优混 5500 大卡)

数据来源：公司公告，天相投顾

图表 9 2010 年表现较好的火电行业个股资产质量及煤炭供应能力

公司名称	发电资产质量	煤炭供应能力/其它
大连热电	2010 年上半年标准煤耗 295 克/千瓦时且均为热电机组，盈利质量较好，但机组平均容量较小。	存在资产重组预期
京能热电	石景山热电厂（占控股装机容量的近 50%）为热电机组，标准煤耗为 319 克每千瓦时，低于同区域火电机组平均水平；另外三分之一控股装机容量使用煤矸石发电且均为 30 万千瓦大容量机组。	除石景山热电厂外，均为坑口电厂，煤炭成本较低。同时参股酸刺沟煤矿，煤炭的稳定供应有较好保障。
金山股份	公司火电机组均采用煤矸石发电，且均为 30 万千瓦以上大容量机组，可享受利用小时保障和较低发电成本优势。	阜新金山电厂燃煤主要使用当地产煤矸石，煤价波动较小，价格保持在较低水平；通过签订长期采购协议，以较低价格采购当地煤；公司使用的霍林河褐煤受发热量影响以及运输半径限制，其价格波动较市场煤低。
内蒙华电	控股装机容量中 30 万千瓦以上高参数机组占比为 76%，2009 年标准煤耗为 317.95 克/千瓦时，低于同区域机组平均水平；权益装机容量中点对网送华北电网机组占比为 51.5%，盈利能力较好。	公司电厂均为坑口电厂，发电用煤就近使用蒙西煤炭，蒙西丰富的煤炭资源保证了公司煤炭稳定供应。
天富热电	所属火电机组均为热电机组，享受利用小时保障和上网电价优惠，但热电机组平均装机容量较小。	控股股东所属的塔西河煤矿、南山煤矿改扩建工程相继完工投产，产量可达 200 万吨/年，为公司煤炭供应提供了可靠保障。
广州控股	下属发电厂机组均为 30 万千瓦以上大容量机组。	公司发电用煤炭百分之百使用合同煤，形成了煤炭资源、运输、中转、销售的完整产业链。煤炭一体化产业链与电力业务形成了良好的协同效应，保障电力业务使用煤炭的有效供应。

数据来源：公司公告，天相投顾

2. 2011 年：行业景气回升仍待电价调整，关注优秀个股

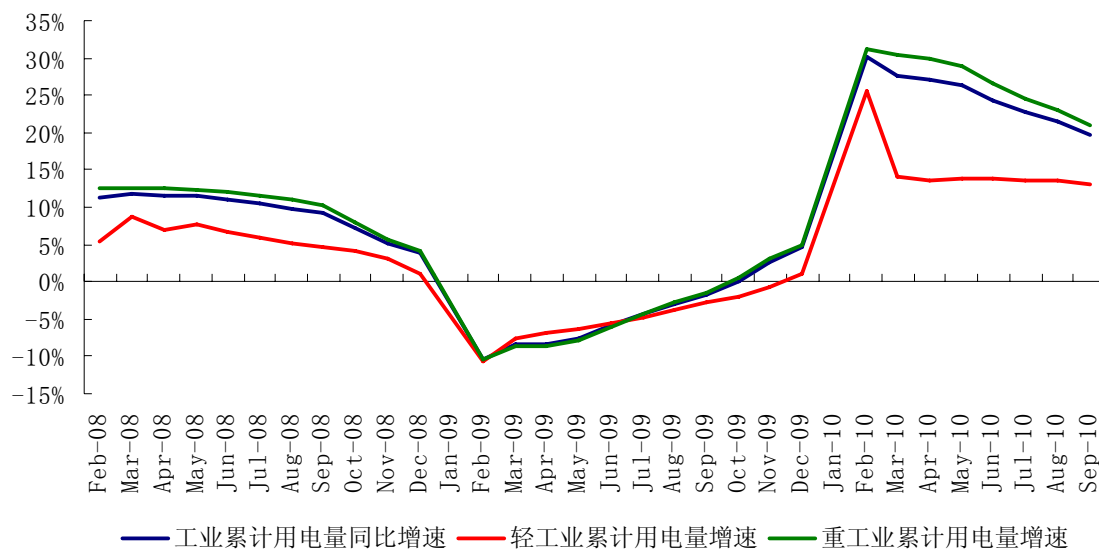
2.1 用电需求平稳增长，区域分化或将加深

受去年较低地比较基数和房地产调控的综合影响，2010 年全社会用电量同比增速持续下滑。下半年，政府节能减排政策压力有所加强，高耗能产业用电量增速进一步下降，全社会用电量增速加速下滑。预计明年节能减排短期压力将有所缓解，同时，产业结构调整在明年内尚构不成对用电需求大幅下挫的压力，2011 年用电需求增速或可改变今年下滑趋势开始缓慢回升，但全年用电量增速或将低于今年。此外，2011 年高耗能产业向中西部转移的趋势仍将持续，区域用电量增速将继续分化。

得益于经济转型，明年高耗能行业用电占比或将小幅下降，单位 GDP 电耗水平和电力消费弹性系数将可小幅回落。假设明年电力消费弹性系数下降至 1.1 左右（恢复至 2007 年水平并略有下降），单位 GDP 电耗下降 1%，GDP 增速保持在 9.5%。则 2011 年全社会用电量将维持年均 10% 的增长，中西部地区用电量增速仍将高于东部地区。同时，我们认为在现有装机容量已可满足用电需求的情况下，国家通过上大压小调整存量火电机组结构、保持现有装机规模的意图非常明显，2011 年设备利用小时应可享受用电需求增长带来的提升。重点关注新疆、宁夏、青海等西部地区以及东部广东、江苏等用电需求高增长地区电力上市公司的投资机会如天富热电、广州控股、深圳能源等。

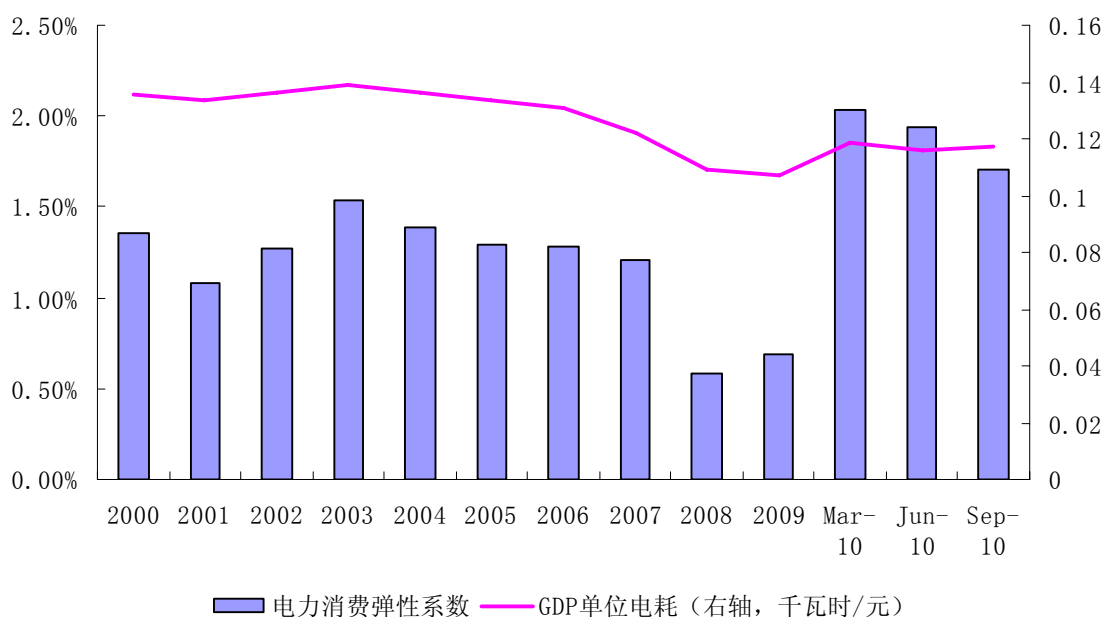


图表 10 工业用电累计增速情况（2008 年 1 月至 2010 年 9 月）



数据来源：中电联，天相投顾

图表 11 电力消费弹性系数（2000 年至 2010 年 9 月）



数据来源：国家统计局，天相投顾

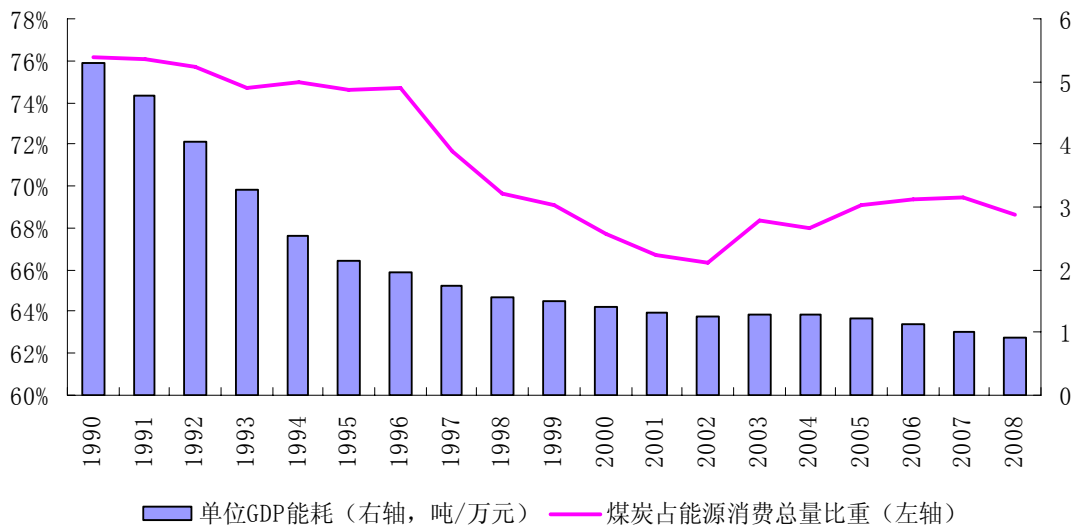
2.2 2011 年煤价或将延续上涨趋势

我们对2011年煤炭供需形势和价格的基本判断是：煤炭供需将基本平衡，不排除在需求旺季供需存在暂时偏紧的可能；煤炭价格将延续上涨趋势。

从煤炭需求方面看，根据天相煤炭组对2011年煤炭需求量的预测，预计2011年煤炭需求量将可达到36亿吨，较2010年预测值同比增长9%左右。



图表 12 历年单位 GDP 能耗与煤炭消费比重情况（1990-2008）



数据来源：国家统计局，天相投顾

从煤炭供给方面看，短期内运力瓶颈将限制新疆煤炭产能释放，未来煤炭新增产量将主要来自陕西、内蒙和山西地区。据了解，今年前三季度“三西”地区煤炭新增产量占全国煤炭产量增量的比重在75%，而在新增煤炭产量中约有90%外运至京津唐和东部沿海地区。根据天相煤炭组的预测，2011年煤炭的供给量约为35亿吨，较2010年预测值增长9%左右。煤炭运能方面，从三条主要西煤东运铁路通道的运力增长情况看，2011年煤炭运力将增长8%。从煤炭供应和需求方面判断，2011年煤炭总体供需形势将保持基本平衡，但在煤炭消费旺季仍将出现阶段性的供需失衡情况。

图表 13 2008 年 1 月至 2010 年 9 月全国原煤累计产量增速



数据来源：国家统计局，天相投顾

图表 14 三条主要西煤东运铁路通道运力增长情况（万吨）

铁路线	2009	2010	2011E
大秦线	33017	40000	45000
丰沙大	6000	6000	6000
京原线	2000	2700	2700
集通线	1500	1500	1500
朔黄线	14300	16000	18000
石太线	9000	9000	11000
邯长线	8000	8000	8000
侯月线	12000	17000	17000
太焦线	7000	8000	8000
年度运力合计	92817	108200	117200
年度运力增速	-	17%	8%

数据来源：天相投顾

在煤炭价格的变化上，两方面原因决定了煤价仍将维持上升趋势：1. 煤炭行业资源整合仍将继续，行业集中度提升将增强煤炭行业成本转嫁能力和产量、价格控制能力。2010 年，国家加大了对煤炭行业的资源整合力度，山西、河南、黑龙江在煤炭资源整合方面已取得阶段性成果，内蒙、陕西、云南、贵州地区的资源整合也将在 2011 年开局，届时，主要煤炭产区的资源整合势必将提升煤炭行业集中度。2. 2010 年通货膨胀将逐步传导推高煤炭开采的人工、材料等成本，也将对煤炭价格上升形成一定压力。同时，安全投入继续增加将进一步推高煤炭生产成本，在行业集中度提升的背景下，煤炭生产成本的上升向下游需求方的传导成为必然。

建议关注具有较强燃料成本控制能力的火电上市公司投资机会如广州控股、天富热电、内蒙华电和京能热电等。

2.3 电价上调呼之欲出，通胀趋缓或是调价良机

2010 年电力行业盈利能力下滑的主要原因是煤价超预期上涨抵消了 2009 年上网电价上调利好，煤价的持续坚挺削弱了电力行业特别是火电企业的盈利能力。2011 年煤价仍将维持上升趋势，火电行业盈利能力面临继续下滑的风险。在此背景下，上网电价上调显得愈加迫切。

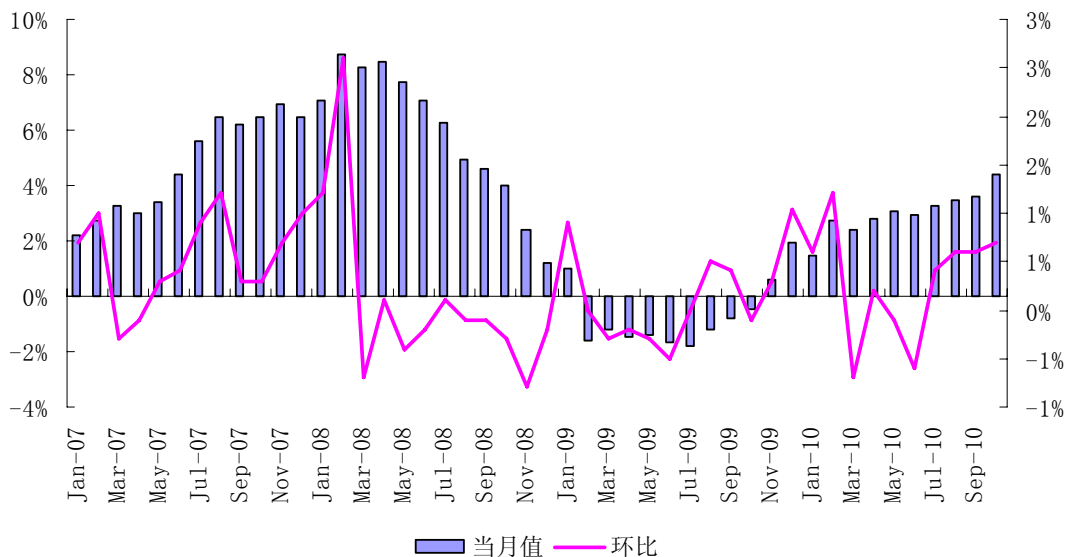
但是，电力作为一种公共品，其价格上调影响面广泛，除了行业盈利情况外，通胀因素也是发改委上调电价的重要考虑因素之一。

2010 年 CPI 增速一路攀升，10 月份更是创下了 4.4% 的高点。国家虽开始采取提高存款准备金率、加息等一系列收紧流动性的货币政策，同时出台行政性物价控制措施，但至 2011 年通胀压力仍将存在，通胀何时趋缓还需观察。在此背景下，电价的整体上调时机还不成熟。但是如果火电行业继续亏损到达不能维持基本生产的境地，为保障经济社会用电需求，不排除发改委选择单边上调上网电价而维持销售电价不变的可能，这样做既可减轻电力行业亏损压力也可避免电价上调对通货膨胀的负面影响。如此，电网公司将面临盈利水平下滑的风险，适当关注由此带来的对电网公司的投资风险以及对电价上调弹性较高的火电上市公司的投资机会如漳泽电力、华银电



力、华电能源和华能国际等。

图表 15 2007 年 1 月至 2010 年 10 月 CPI 单月同比和环比增速



数据来源：天相投顾

3. 2011 年：同业竞争题材个股将成市场新宠

在现行的电力定价体制下，电力行业整体盈利水平严重受制于煤炭等燃料价格的变化。在煤价持续上涨预期下，2011 年电力行业仍将处于景气低谷，行业缺乏整体性投资价值。在这种背景下，我们更加关注行业内优秀个股的投资机会，2010 年电力行业几支个股的优异表现也验证了这种投资逻辑。2011 年，鉴于行业景气程度仍然较低的预期，我们仍然坚持优选个股的投资逻辑，特别是具有同业竞争题材的个股将是我们建议关注的重点。这主要基于两点考虑：

1. 拥有盈利质量好的发电资产且具备较强燃料成本控制能力是我们识别价值股的主要标准，而在所有提升资产质量和燃料成本控制能力的方式中，资产重组无疑是最快的方式。鉴于资产重组是解决同业竞争的主要方式，证监会加强同业竞争监管打通了上市公司资产重组的通道。

2. 扩大资产规模是一切自然垄断行业提升竞争力、获取生存空间的不二法门。电力行业作为资本密集型行业天然具备自然垄断行业的特征，这决定了以规模、成本取胜是电力行业的一种竞争战略。通过资产重组扩大公司资产规模、降低成本也将提升公司竞争能力。

证监会加强同业竞争和关联交易的监管要求推动了主要发电集团加快整体上市步伐，将为市场带来持续的投资机会。

3.1 电力行业同业竞争背景分析

解决同业竞争问题是 2010 年中国证监会的监管主题之一。7 月份，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企业，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。

在证监会的严格监管下，一些地方性的发电公司开始积极筹备整体上市事宜。今年以来通过定向增发收购集团资产的上市公司有粤电力 A、建投能源、九龙电力和通宝能源等。截止目前，这四家公司均处于资产重组审批程序中。如不出意外，2011 年上半年完成重组的可能性较高，2011 年为解决同业竞争再次重启资产重组的可能性较小。此外，为解决同业竞争而启动的资产注入将提升上市公司业绩、给上市公司带来实质性利好，助推股价表现。

- 粤电力 A（000539）重组完成后，粤电力 A 可控装机容量将达 911 万千瓦，较重组前增长 36.1%，公司装机规模将实现大幅增长。
- 建投能源（000600）收购完成后，公司权益装机由 258.6 万千瓦提升 79%至 462.9 万千瓦。拟收购资产中，集团公司参股的沧东发电和三河发电均为盈利能力较强的优质资产。公司盈利能力将在原有基础上获较大提升。
- 九龙电力（600292）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重大转变，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。
- 通宝能源（600780）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。

此外，今年还有多家电力上市公司因增发股票等融资需求产生了较强的解决同业竞争压力，其大股东发布了解决同业竞争承诺函，承诺在一定期限内将符合注入条件的同业竞争资产注入上市公司，如华能国际、京能热电、川投能源、大唐发电、国电电力和国投电力。预计 2011 年证监会对同业竞争的高压监管仍将持续，电力行业或将出现解决同业竞争、启动资产注入的高潮。

3.2 明年多家上市公司将启动同业竞争资产注入

在同业竞争问题没有取得阶段性成果的前提下，我们预期 2011 年证监会仍将继续加强对同业竞争和关联交易方面的监管如在上市、增发股票融资方面设置限制。存在同业竞争问题的电力上市公司将有进一步解决同业竞争问题的压力，考察电力行业上市公司，除了在 2010 年重申解决同业竞争承诺的公司外，存在同业竞争问题且大股东有解决同业竞争承诺的公司还有吉电股份、ST 豫能、天富热电、华电能源、长江电力、内蒙华电、华电国际、桂冠电力和黔源电力等。

从集团公司解决同业竞争承诺内容上看，部分集团在解决与旗下上市公司同业竞争的范围、次序和时间安排上有明确的承诺，主要有华能国际、京能热电、川投能源、大唐发电、国电电力、国投电力、长江电力和桂冠电力。其他公司大股东在解决时间上均未作出明确承诺。在解决同业竞争问题时间上有明确承诺的公司中，明确在一年内启动资产注入的上市公司有长江电力、川投能源、国电电力；明确在二年内启动资产注入的上市公司有国投电力、桂冠电力（龙滩水电站预计 2011 年可全部投产）；余下的公司均未说明何时启动资产注入，其中，京能热电大股东明确承诺在三



年内完成资产注入。华能国际、国电电力大股东承诺在五年内完成资产注入。而大唐发电大股东大唐集团则承诺在 5-8 年内完成资产注入。单从各上市公司大股东承诺解决同业竞争的时点考虑，未来一年具有明确的资产注入预期的公司有长江电力、川投能源、国电电力、国投电力、桂冠电力和京能热电（按预期强弱程度排序）。

图表 16 公布解决同业竞争承诺电力上市公司的公告时间及内容要点

公司	大股东	大股东解决同业竞争公告时间及文件	解决同业竞争承诺内容要点
华能国际 (600011)	中国华能集团	2010 年 9 月 17 日,《关于中国华能集团公司进一步避免与华能国际电力股份有限公司同业竞争有关事项的公告》	1. 将华能国际作为华能集团常规能源业务最终整合的唯一平台; 2. 用 5 年左右时间将华能集团在山东省的常规能源业务资产, 在盈利能力改善且条件成熟时注入华能国际; 3. 用 5 年左右时间将华能集团在其他省的非上市常规能源业务资产, 在符合上市条件时注入华能国际。
京能热电 (600578)	北京能源投资(集团)有限公司	2010 年 9 月 30 日,《关于北京能源投资(集团)有限公司解决与北京京能热电股份有限公司同业竞争有关事项的公告》	1. 京能集团继续以京能热电作为煤电业务投融资平台, 逐步消除双方存在的同业竞争。2. 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。
川投能源 (600674)	四川省投资集团有限责任公司	2010 年 9 月 14 日,《四川省投资集团有限责任公司关于解决与川投能源同业竞争问题有关事项的公告》	1. 拟于 2011 年 6 月底前将川投集团持有天威四川硅业有限责任公司 35% 股权托管给川投能源。2. 在川投能源可转换公司债券发行后一年内, 启动将目前具备盈利能力的四川省电力开发公司注入川投能源的工作。3. 在川投能源可转换公司债券发行后三年内, 启动把其他符合资产注入条件的资产注入川投能源的工作。
大唐发电 (601991)	中国大唐集团公司	2010 年 11 月 2 日,《关于中国大唐集团公司进一步避免与大唐国际发电股份有限公司同业竞争有关事项的公告》	1. 大唐集团确定大唐发电作为大唐集团火电业务最终的整合平台; 2. 对于大唐集团非上市公司的火电资产, 大唐集团承诺用 5-8 年的时间, 在将该等资产盈利能力改善并且符合相关条件时注入大唐发电; 3. 对于大唐集团位于河北省的火电业务资产, 大唐集团承诺用 5 年左右的时间, 将该等资产在盈利能力改善并且符合相关条件时注入大唐发电。
国电电力 (600795)	中国国电集团公司	2010 年 4 月 22 日,《中国国电集团公司关于解决与国电电力同业竞争问题有关事项的公告》	1. 将国电电力作为中国国电火电及水电业务的整合平台。力争用 5 年左右时间, 通过资产并购、重组等方式, 将中国国电非上市发电业务资产注入国电电力。2. 在条件成熟的情况下, 中国国电拟在一年内再次启动注资工作, 将中国国电拥有的福建省、云南省和新疆维吾尔自治区的发电业务资产作为注入国电电力的备选项目, 进一步解决与国电电力的同业竞争问题。
国投电力 (600886)	国家开发投资公司	2010 年 10 月 12 日,《国家开发投资公司关于解决与国投电力同业竞争问题有关事项的公告》	拟在国投电力公开发行可转换公司债券完成后二年内, 再次启动电力资产整合工作, 将旗下符合上市条件的独立发电业务资产通过注资、出售等形式注入国投电力。
吉电股份 (000875)	吉林省能源交通总公司	2009 年 7 月 12 日,《关于公司优化股改部分特别承诺事项暨关联交易方案的公告》	中电投承诺待条件具备后将白山热电和通化热电注入上市公司。
ST 豫能 (001896)	河南投资集团公司	2009 年 4 月 9 日,《河南豫能控股股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》	对已存在与豫能控股有同业竞争关系的业务, 投资集团计划采取转让或委托豫能控股管理等方式, 达到减少和避免与豫能控股之间的同业竞争。



天富热电 (600509)	新疆天富电力集团有限责任公司	2007 年 11 月 30 日,《配股说明书》	集团将其自身及其控股子公司与公司生产经营相同或类似的经营性资产以委托经营、租赁的方式交由公司经营管理,或通过注资、出售等形式逐步注入公司。
华电能源 (600726)	中国华电集团公司	2006 年 7 月 24 日,《华电能源股份有限公司股权分置改革说明书》	承诺在公司股权分置改革完成后,以适当的方式将中国华电拥有的辽宁铁岭发电有限责任公司的 51%股权注入华电能源。
长江电力 (600900)	中国长江三峡集团公司	2009 年 9 月 28 日,《中国长江电力股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书》	承诺在地下电站首批机组投产发电前,将地下电站出售给公司。
桂冠电力 (600236)	中国大唐集团公司	2010 年 2 月 23 日,《广西桂冠电力股份有限公司重大资产重组及发行股份购买资产暨关联交易报告书》	1. 将桂冠电力定位为大唐集团在广西的水电资源整合平台; 2. 待龙滩水电站按照 400 米正常蓄水位方案全部建成投产发电后,启动将龙滩水电开发有限公司的发电资产逐步注入桂冠电力的工作。

数据来源:公司公告,天相投顾

判断一家公司在近期有无解决同业竞争的明确预期,除了考虑集团公司有无明确的承诺外,主要有四方面衡量标准:一是大股东对上市公司的持股比例和控制能力。对拥有多个上市公司的集团公司来说,大股东持股比例更高的上市公司将得到集团公司更多的重视,出于解决同业竞争而被集团公司注入资产的预期也将更为明确。二是与大股东存在同业竞争资产的盈利能力。可以注入上市公司的同业竞争资产必须具有较好的盈利能力,这是启动资产注入的首要条件。三是上市公司是否在近期有融资需求,由于证监会可能会在股票上市、增发融资方面对存在同业竞争问题的公司加强限制,有融资需求的公司更有压力解决同业竞争问题。最后一方面是上市公司主业盈利能力。盈利能力较差的上市公司具备启动资产重组改善盈利能力的动机,或可借同业竞争加速实现资产重组。

从同业竞争资产质量看,国投电力、ST 豫能、华电能源、川投能源、长江电力、华电国际、桂冠电力、华能国际、黔源电力、京能热电和国电电力等公司大股东同业竞争资产质量较好(火电机组中 30 万千瓦以上机组比重较高或清洁能源机组比例较高),明年或将具备被注入上市公司的条件;融资需求方面,吉电股份今年非公开增发预案未获证监会核准,明年将面临较大的解决同业竞争压力;上市公司电力主业盈利水平方面,吉电股份、ST 豫能、华电能源、华电国际今年前三季度业绩较差(其中,ST 豫能已连续三年亏损,面临停牌风险),有较强的通过资产注入提升盈利能力的需要。

综合资产质量、融资需求、公司业绩和集团公司解决同业竞争承诺的情况看,长江电力、川投能源、国电电力、国投电力、桂冠电力、京能热电、吉电股份、ST 豫能、华电能源、华电国际等十家公司在 2011 年启动资产注入以解决同业竞争问题的预期更强,应予重点关注。



图表 17 电力上市公司融资需求、主业盈利水平及母公司同业竞争资产情况

公司名称	机组主要服务区域	最近一年是否有融资需求	集团公司实际控制比例	集团公司存在的同业竞争资产情况				营业利润率（2010年前三季度）
				所在地区	控股装机容量（万千瓦）	火电机组中 30 万千瓦以上机组比例	水电等可再生能源比例	
国投电力	甘肃、云南、福建、广西、河北、四川和天津等 7 个省区、直辖市	无	70.53%	广西	120	100%	0%	18%
				河南	147	82%	0%	
				江苏	227	88%	0%	
				山西	57	0%	0%	
吉电股份	吉林	2010 年非公开增发股票未获证监会核准。	25.58%	吉林	100	60%	0%	6%
ST 豫能	河南	存在停牌风险	84.92%	河南	180	100%	0%	6%
天富热电	新疆	无	46.96%	新疆	与集团公司存在煤炭采购关联交易，大股东煤炭年产能 200 万吨。			34%
华电能源	黑龙江	无	44.80%	辽宁	120	100%	0%	3%
				黑龙江	10	0%	0%	
长江电力	湖北	无	46.36%	湖北	180	0%	100%	65%
内蒙华电	内蒙古	无	71.08%	内蒙古	120	100%	0%	27%
				集团公司有 240 万吨已投产煤炭产能与上市公司存在关联交易，存在注入可能。				
华电国际	全国	无	47.21%	天津	100	0%	0%	8%
				江苏	430	80%	0%	
				内蒙古	180	100%	0%	
桂冠电力	广西、四川、山东	无	50.51%	广西	630	0%	100%	34%
黔源电力	贵州	2010 年 4 月，公司公告非公开增发预案，11 月 26 日获证监会核准。	25.31%	贵州	754	0%	100%	52%
华能国际	全国	2010 年 1 月，公司公告非公开增发预案，11 月 2 日获证监会核准。	50.93%	山东	780	67%	1%	12%
				内蒙古	265	83%	0%	
				新疆	10	0%	100%	
				海南	204	—	6%	
				四川	147	0%	100%	
				陕西	120	100%	0%	
				云南	772	0%	100%	
				吉林	295	100%	9%	
京能热电	北京、内蒙古	2010 年 5 月推出非公开增发预案，11 月已获证监会核准。	50.56%	北京	240	74%	0%	22%
				山西	180	100%	0%	
				内蒙古	387	93%	0%	
川投能源	四川	2010 年 6 月发行可转换公司债券，尚需获得证监会核准。	63.88%	四川	261	100%	6%	47%



大唐发电	京津唐、山西、内蒙古、甘肃、云南、福建、浙江、广东、重庆、江西、江苏	2010年6月9日非公开增发预案获国资委核准,12月1日获证监会核准。	36.07%	河北	212	28%	2%	18%
				其它省市	2769	73%	3%	
				福建	180	100%	0%	
				云南	196	75%	18%	
国电电力	东北、华北、华东、西北、西南	2010年11月30日公司公开增发预案获证监会核准。	61.82%	新疆	182	66%	45%	15%
				其它省市	1468	-	5%	

数据来源：公司公告，天相投顾

3.3 电力上市公司同业竞争解决路径分析

一般地，解决同业竞争的方式以资产注入为主，上市公司在具体地资产收购方式上则有多种选择：增发股份购买母公司同业竞争资产，以自有资金或借贷资金收购母公司资产，或是多种形式结合的方式等。其中，增发股份方式适合于资产负债率较高、净资产收益率较低的上市公司，发行股票收购资产可以减少资产负债率，减轻上市公司财务压力。向母公司增发股份收购同业竞争资产还可进一步增强集团公司对上市公司的控股地位；而对于一些现金流充裕、净资产收益率高且资产负债率较低的上市公司，以自有资金或债务融资方式收购母公司同业竞争资产是更好的选择。这样可以提高公司财务杠杆率、增强净资产盈利能力，为股东创造更多的价值。

从资产负债率、净资产收益率指标考察，长江电力或将采用债务融资方式完成同业竞争资产的注入。京能热电、桂冠电力净资产收益率较高且收购规模较大，可能会采用债务融资和增发股份并举的方式收购母公司同业竞争资产。其它公司资产负债率较高且资产注入规模较小，采用定向增发方式收购大股东同业竞争资产的可能更高。

在大股东同业竞争资产注入次序和时间安排方面，一般地安排是根据资产规模、盈利能力和上市公司规模分阶段注入。其中，同业竞争资产的盈利能力是最关键的因素，有较好盈利能力的资产将被最先注入。考察具有明确资产注入预期上市公司，长江电力、华电能源、ST 豫能、吉电股份有望在明年完成大股东全部在役同业竞争资产注入，而国电电力、华电国际、京能热电、川投能源、桂冠电力、国投电力等六家公司首轮资产注入有望在明年启动。

图表 18 具有同业竞争问题电力上市公司市值规模、资产负债率等指标

公司	集团实际控制比例	资产负债率	净资产收益率	每股经营活动产生现金流量净额	总市值（亿元）
国投电力	70.53%	83.46%	5.08%	1.78	150
吉电股份	25.58%	79.46%	0.35%	-0.46	35
ST 豫能	84.92%	90.40%	-35.44%	0.45	32
华电能源	44.80%	83.20%	-10.44%	0.51	70
长江电力	46.36%	59.95%	11.01%	0.58	1249
华电国际	47.21%	82.70%	-2.30%	0.80	261
桂冠电力	50.51%	75.57%	16.35%	0.78	108
京能热电	50.56%	70.16%	12.22%	0.82	62
川投能源	63.88%	43.24%	5.97%	0.57	140
国电电力	59.86%	75.97%	7.02%	0.36	384

数据来源：公司公告，天相投顾

3.4 解决同业竞争对相关上市公司的影响

解决同业竞争顺应了证监会的监管要求和资本市场制度建设的需要，但更为重要的是对上市公司带来实质利好。解决同业竞争后，上市公司在股市的增发、配股等融资渠道将更为顺畅。除此之外，为解决同业竞争启动的资产注入也将使电力上市公司整体资产规模和质量得到较大提升，这也是同业竞争题材获市场追捧的主要原因。从行业个股的选择逻辑出发，我们认为在解决同业竞争过程中资产规模扩大、发电资产质量得到提升的电力公司将获得市场更多关注。

通过构造简单的指标，我们对同业竞争资产注入对上市公司资产规模、质量的影响做了测算。在指标设定上两点假设：一. 在注入的同业竞争资产质量上，30 万千瓦以下火电机组盈利质量一般，并且也是国家上大压小政策的主要淘汰对象。可能不具备资产注入的条件，因此在同业竞争资产方面只包括了 30 万千瓦以上（包括 30 万千瓦）火电机组。二. 在同业竞争资产注入完成的时间段上，从时效性出发，只考虑各家公司有望在近两年启动的首轮同业竞争资产注入的时间段。京能热电和川投能源则选择了同业竞争资产完全注入的时间，主要考虑京能热电和川投能源三年内完成资产注入预期明确。

依据这些指标，我们对前文提出的 10 家上市公司（2011 年有明确解决同业竞争预期）进行了简单的测算。结果显示，ST 豫能、京能热电、川投能源和桂冠电力受益于解决同业竞争程度最高，控股装机规模年复合增长率分别达到了 95%、76%、61% 和 59%。进一步考察，ST 豫能今年启动过一次资产注入，因煤价上涨盈利未有实质改善，大股东同业竞争资产的进一步注入对上市公司资产质量提升帮助已不大。川投能源在未来一年到两年时间料不会有实质性资产注入。据大股东承诺，2011 年将天威四川硅业托管给公司并启动四川省电力开发公司资产注入进程。明年资产规模增长和质量提升效果并不明显。

因此，在未来两年，京能热电和桂冠电力将是解决同业竞争最大的受益者，可重点关注。

图表 19 同业竞争资产注入对电力上市公司影响

公司	首轮启动的同业竞争资产注入预计完成时间	装机规模增长		发电资产质量提升	
		总装机规模增长率	年复合增长率	30 万千瓦以上火电机组容量比重增加（百分点）	清洁能源机组容量比重增加（百分点）
ST 豫能	1	94.74%	94.74%	0.00	0.00
京能热电	3	446.33%	76.12%	40.39	0.00
川投能源	3	314.42%	60.63%	95.73	-59.36
桂冠电力	2	151.52%	58.59%	0.00	12.16
吉电股份	1	26.46%	26.46%	9.44	-1.83
国电电力	1	23.17%	23.17%	1.51	0.10
华电国际	1	22.09%	22.09%	1.61	-0.30
华电能源	1	17.09%	17.09%	3.37	0.00
国投电力	2	36.05%	16.64%	0.00	-9.47
长江电力	1	8.54%	8.54%	0.00	0.00

数据来源：天相投顾

➤ 京能热电（600578）

大股东在役煤电资产规模可观且注入预期明确，公司未来业绩将进入加速增长期。大股东与上市公司存在同业竞争煤电资产控股装机容量共为 805 万千瓦，其中具备注入条件的机组容量为 795 万千瓦，为上市公司控股装机容量（178 万千瓦）的 4.46 倍。大股东明确承诺将同业竞争煤电资产在三年内注入上市公司，我们认为三年内注入具有可行性、明年启动资产注入预期较强。按三年注入期计算，京能热电控股装机容量年复合增长率在 76%，公司未来业绩高速增长通道被打开。

图表 20 京能集团主要参控股煤电资产（单位，万千瓦）

电厂名称	股权比例	所在地区	装机容量	装机结构	权益容量	电源类型
内蒙古岱海发电有限责任公司	51%	内蒙古	240	4*60	122	燃煤
京能（赤峰）能源发展有限公司	100%	内蒙古	27	2*13.5	27	热电
内蒙古京隆发电有限责任公司	100%	内蒙古	120	2*60	120	燃煤
北京京丰燃气发电有限责任公司	70%	北京市	78	2*39	55	天然气
北京太阳宫燃气热电有限公司	100%	北京市	70	2*35	70	天然气
北京京桥热电有限责任公司	100%	北京市	46.4	4*11.6	46	天然气
北京京丰热电有限责任公司	100%	北京市	15	1*5+1*10	15	热电
山西漳山发电有限责任公司	55%	山西	180	2*30+2*60	15	燃煤
内蒙古上都发电有限公司	49%	内蒙古	240	4*60	118	燃煤
内蒙古大唐托克托发电公司	25%	内蒙古	360	6*60	90	燃煤
内蒙古大唐托克托第二发电厂	25%	内蒙古	120	2*60	30	燃煤
内蒙古蒙达发电公司	47%	内蒙古	132	4*33	62	燃煤
大连庄河电厂	34%	辽宁	120	2*60	41	燃煤
山西兆光发电公司	45%	山西	60	2*30	27	燃煤
国电电力大同发电公司	40%	山西	240	4*60	96	燃煤

数据来源：公司公告，天相投顾

发电资产质量优秀，可大幅提升上市公司盈利能力。大股东存在同业竞争煤电资



产主要分布在内蒙古、山西和北京地区，内蒙古和山西地区电厂多为坑口电厂，并且内蒙古三家控股电厂中有两家所发电量送往上网电价较高的负荷中心京津唐地区，资产盈利能力较强；北京地区电厂除一家为热电厂外其余均为燃气电厂，可享受较高上网电价和利用小时。全部同业竞争资产进入公司后，公司控股机组中 30 万以上机组比重增加 40 个百分点，盈利能力将获大幅提升。

维持“增持”评级：相对于公司 62 亿元的总市值，集团公司注入的同业竞争资产规模偏大，考虑到京能热电较高的净资产收益率，公司采取增发与债务融资并举的方式收购集团资产的可能性较高。如此，同业竞争资产的注入将可进一步提升公司未来每股收益。因集团公司同业竞争资产注入时点无法明确，暂不考虑大股东同业竞争资产的注入效应，预计京能热电 2010 至 2012 年 EPS 分别为 0.56、0.69、0.76 元，按 12 月 2 日最新收盘价 10.85 元计算，每股收益分别为 19 倍、16 倍和 14 倍。估值偏低，投资的安全边际较大，维持“增持”投资评级。

➤ 桂冠电力（600236）

桂冠电力是一家以水电为主的电力上市公司。公司发电资产分布于广西、四川、福建和山东地区，在役机组容量共计 415.8 万千瓦。其中水电装机 340.9 万千瓦，火电装机 66 万千瓦，风电装机 8.9 万千瓦。公司水电机组主要分布在广西红水河流域、四川岷江流域和福建的闽江流域，装机容量占比分别为 59%、13%和 28%。

大唐集团已明确承诺待龙滩水电站全部建成投产后，将启动资产注入工作。龙滩水电站是红水河梯级开发的龙头骨干工程，规划总装机容量 630 万千瓦，安装 9 台 70 万千瓦的水轮发电机组。目前已投产 7 台 70 万千瓦的水轮发电机组，预计 2011 年将可实现全部投产。

我们认为龙滩电站注入公司后，公司资产规模和盈利能力将得到大幅提升：1）龙滩电站注入后，公司装机容量将达到 1046 万千瓦，增长 152%，考虑在二年内注入则年复合增长率在 59%（不排除在一年内完成注入的可能）。2）龙滩电站投产后将可使下游电站出力提升，预计可使下游电站增加发电量 12%。同时龙滩注入后公司水电装机容量比重将提高 12 个百分点至 92%，公司盈利能力将获大幅提升。

维持“增持”投资评级：我们认为，公司将采取自有资金、债务融资和增发股份并用的方式收购龙滩电站资产，可进一步提升公司主业盈利能力。因资产注入时点的不确定性暂不考虑龙滩电站注入对盈利的影响，预计 2010 至 2012 年 EPS 分别为 0.327 元、0.29 元和 0.329 元，按 12 月 2 日最新收盘价 4.92 元计算，每股收益分别为 15 倍、17 倍和 15 倍，估值偏低，维持“增持”评级。

图表 21 大唐集团在广西、四川控股水电资产（单位，万千瓦）

电厂名称	股权比例	所在地区	装机容量	权益装机容量
龙滩水电开发有限公司	65%	广西	630	409.5
西津水电站	65%	广西	24.22	17.44
山秀水电站	51%	广西	7.8	3.98
金鸡滩水电站	99%	广西	7.2	7.13
金牛坪水电站	100%	广西	6	6
宝坛水电站	68%	广西	3.77	2.55
草头坪水电站	75%	广西	2.8	2.1
厘金滩水电站	75%	广西	1.44	1.08
龙兴水电站	92%	广西	2.4	2.21
鲤鱼滩水电站	99%	广西	1.26	1.25
下六甲水电站	98%	广西	1.96	1.92
西岸水电站	98%	广西	1.8	1.77
城东水电站	100%	四川	8.4	8.4
川王宫水电站	70%	四川	2	1.4
嘉陵江亭子口水电公司	55%	四川	100	55

数据来源：公司公告，天相投顾

4. 风险提示

2011 年电力行业投资需关注两方面的风险：1. 全社会用电需求超预期下滑，火电机组利用小时加速下降；2. 动力煤价格超预期上涨，同时通胀压力持续高企使电价上调时点延后。

图表 22 电力行业重点公司盈利预测和估值

公司代码	公司简称	每股收益（元）			收盘价（元）	市盈率（倍）			投资评级
		2009A	2010E	2011E		2009A	2010E	2011E	
000027	深圳能源	0.91	0.817	0.828	11.06	12	14	13	增持
000531	穗恒运 A	0.95	0.742	1.07	14.42	15	19	13	增持
000539	粤电力 A	0.44	0.341	0.727	6.29	14	18	9	增持
000690	宝新能源	0.49	0.18	0.245	5.98	12	33	24	增持
002039	黔源电力	0.24	0.45	0.77	23.55	98	52	31	买入
600011	华能国际	0.42	0.322	0.409	5.98	14	19	15	增持
600236	桂冠电力	0.22	0.327	0.29	4.91	22	15	17	增持
600578	京能热电	0.3	0.56	0.69	10.85	36	19	16	增持
600642	申能股份	0.55	0.434	0.551	8.04	15	19	15	增持
600674	川投能源	0.26	0.568	0.587	15.25	59	27	26	增持
600795	国电电力	0.29	0.15	0.22	3.15	11	21	14	增持
600863	内蒙华电	0.2	0.433	0.462	10.02	50	23	22	增持
600900	长江电力	0.47	0.506	0.514	7.73	16	15	15	增持
600995	文山电力	0.2	0.325	0.404	11.41	57	35	28	增持

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：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040