

电力行业

估值区间下行后，股息率初具吸引力

报告写作缘由：电力行业因为“市场煤、计划电”这一半市场化盈利模式，在煤价不断上行的趋势下，盈利空间一直受到挤压，目前处于行业景气底部的现状也使得整个行业的股价和估值区间不断下行。但事物总有其两面性，在全行业股价连创新低后，作为公用事业特有属性的高分红率，使得现金流相对稳定的个别优质水电股和火电股的股息率开始凸显。

研究结论

- **行业估值下移至 08 年以来最低水平：**
 - ✓ 从行业指数来看，2008 年 10 月以来电力上涨落后于大盘，但下跌与大盘同步，行业“抗涨不抗跌”的表现是对发电市场半计划半市场化这一机制缺陷所存在的机制风险的体现；
 - ✓ 从个股股价来看，主要电力股股价已跌至 08 年最低水平附近，但 10 年预期盈利水平显著好于 08 年煤价飙涨全行业深度亏损的境况，估值区间下行明显；
 - ✓ 即使考虑增发扩股的影响，从个股市值来看，全部 A 股中市值较 08 年最低位置还有缩水的个股极少，其中长江电力从 2008 年到 2010 年装机规模扩 2.5 倍，同期市值缩水 9%；
 - ✓ 从重置成本来看，主要火电商的企业价值已在重置成本附近。
- **股息率=股息/股价=分红率/2010PE，估值下行，股息率初具吸引力：**公用事业高分红率的属性，使得在估值区间下行时股息率普遍高于一年期存款利率。行业龙头股长江电力、华能国际、粤电力、国电电力股息率超过银行一年期存款利率 2.75%。如果考虑年中分发上年股息的惯例，只需投入资金半年，至 11 年年中分得 10 年全年股利后即半年内就可获得至少 2.8% 的投资收益，以长江电力为例，年化收益可至 8.6% 以上。
- **投资建议：**从股息率水平及行业目前处于景气周期底部的条件来看，部分优质蓝筹股已具有长期投资价值。优选业绩稳健、规模有成长的高股息率行业龙头股**长江电力、华能国际、粤电力、国电电力**，10 年 PE 分别为 15、14、14、15 倍。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶

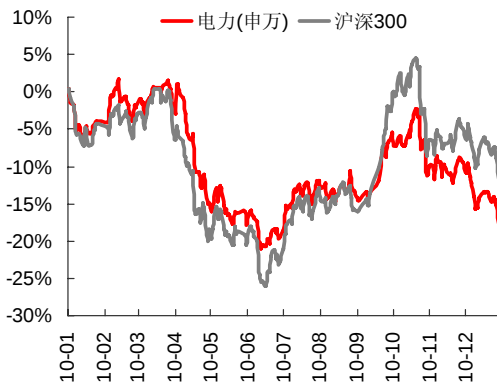
石油与化工行业首席分析师
执业证书编号：S0860200010013

联系人

陈舒薇
8621-63325888 x 6067
chenshuwei@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 电力
报告发布日期 2011 年 1 月 25 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
川投能源	0.27	0.50	0.56	14.40	买入
国电电力	0.29	0.19	0.26	2.91	买入
长江电力	0.47	0.50	0.51	7.55	买入
内蒙华电	0.20	0.39	0.45	9.90	买入
粤电力	0.44	0.40	0.53	5.72	买入
华能国际	0.42	0.37	0.42	5.27	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《2010 年电力行业投资策略》	2010 年 1 月 6 日
《从西南大旱看广东火电商机》	2010 年 3 月 31 日
《高差别电价或影响工业用电量》	2010 年 4 月 29 日
《水电攻守两相宜，火电仍在路上》	2010 年 6 月 22 日
《寂静的行业，希望在悄悄蔓延》	2010 年 12 月 23 日
《煤电一体化是不是好的投资逻辑》	2010 年 12 月 29 日

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

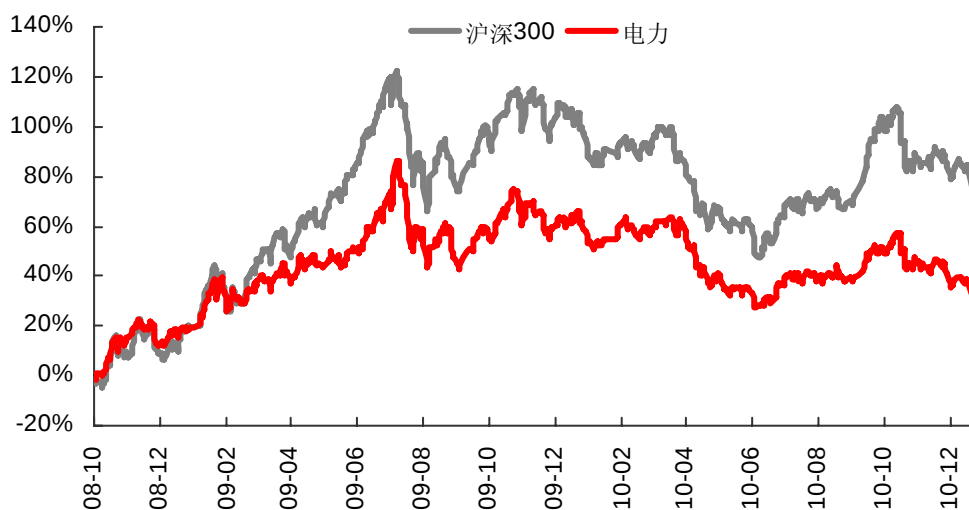
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

行业估值下移至 08 年以来最低水平附近

08 年 10 月以来电力上涨落后于大盘，但下跌与大盘同步

沪深 300 指数目前较 08 年最低 1607 点尚有 85% 的涨幅，但电力行业指数同期仅存 37% 涨幅。行业“抗涨不抗跌”的表现是对发电市场半计划半市场化这一机制缺陷所存在的机制风险的体现。

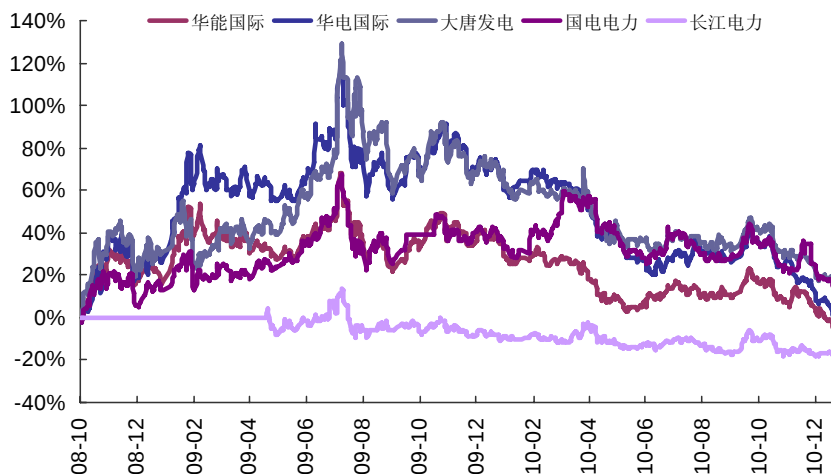
图 1 2008 年 10 月以来电力上涨落后于大盘，但下跌与大盘同步



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

从个股股价来看，电力龙头股已回到 08 年以来的最低水平附近

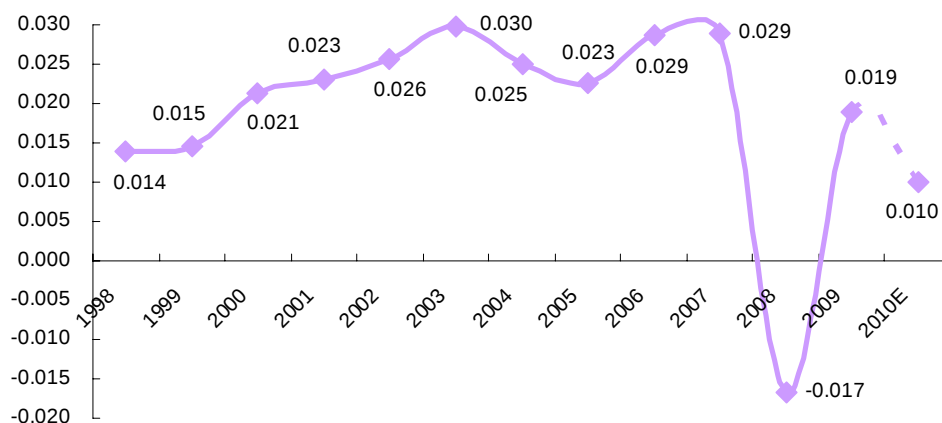
不论是受压于电煤成本不断上行的火电还是毛利水平稳定的水电，都被市场贴上“制度性牺牲品”的标签，逐步不被市场关注。但仔细分析，盈利状况有区别。08 年急速攀升的煤价带来全行业度电近 2 分钱的深幅亏损，经历了 09 年的短暂回落后，10 年煤炭供给偏紧的状况又重使煤价步入快速上涨的通道，10 年秦皇岛大同优混年平均平仓价同比 09 年上涨 23.8% 至 789 元/吨，重回 08 年水平，但两年内合同煤价已经上涨 20% 以上，综合来看，10 年的煤价水平是创出历史新高的。得益于 08 年下半年的 2 次上网电价上调，全行业仍实现度电 1 分的微利局面。

图 2 目前电力龙头股价重回 08 年 10 月最低水平


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

图 3 火电行业度电盈利滑入 1 分利时代

单位：元/千瓦时



注：为统一可比口径，07-09 年数据为根据 1-11 月的年化数据

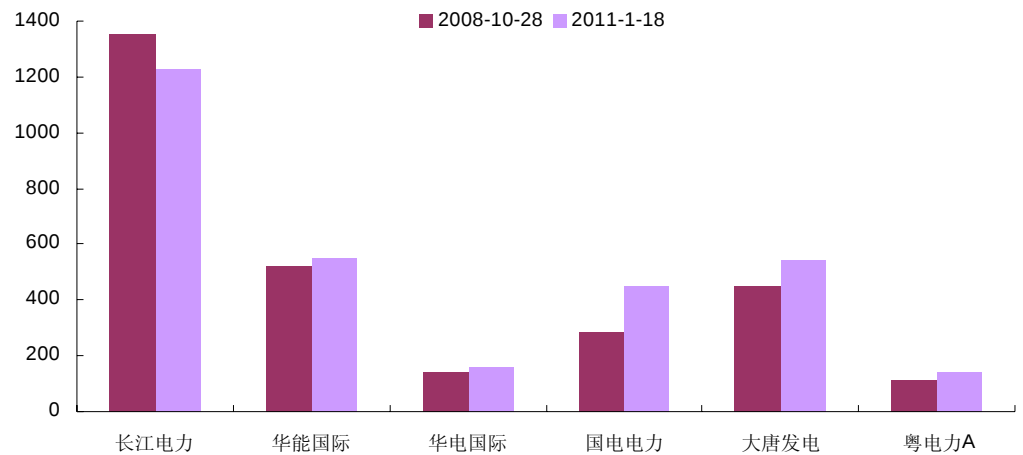
资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

从个股市值来看，电力股市值缩水严重

即使考虑增发扩股后对业绩有所摊薄，股价合理区间下移，那么综合考虑了股价和股本因素的市值变动，就可以明显发现被低估程度。从 2008 年到 2010 年，长江电力装机规模扩 2.5 倍，同期市值缩水 9%。

图 4 最新市值同 2 年前 08 年市场底部时个股市值比较

单位：亿元



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

长江电力已经充分反映市场对电力行业的悲观预期，我们通过现行股价倒推三峡发电利用小时数仅有 **3500**，低于历史上任何时候的开工率：目前股价下长江电力三峡电站隐含利用小时数为 3500，远低于三峡设计时 1954-1985 年水文情况下任何年份的利用小时，更远低于三峡 26 台机组全部投产后的多年平均利用小时数 4650。

表 1 长江电力利用小时及折现率敏感性测试

		WACC							
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
利用小时	3200	16.83	11.98	8.91	6.79	5.24	4.05	3.13	2.38
	3400	17.82	12.76	9.55	7.33	5.71	4.48	3.51	2.72
	3600	18.82	13.54	10.19	7.88	6.19	4.9	3.89	3.07
	3800	19.82	14.32	10.83	8.43	6.67	5.33	4.27	3.42
	4000	20.82	15.1	11.48	8.97	7.14	5.75	4.65	4.65
	4200	21.82	15.89	12.12	9.52	7.62	6.17	5.03	5.03
	4400	22.82	16.67	12.76	10.07	8.1	6.6	5.42	5.42
	4600	23.82	17.45	13.4	10.61	8.57	7.02	5.8	5.8
	4800	24.82	18.23	14.05	11.16	9.05	7.44	6.18	6.18
	5000	25.82	19.01	14.69	11.71	9.53	7.87	6.56	6.56
	5200	26.81	19.79	15.33	12.25	10	8.29	6.94	6.94
	5400	27.81	20.57	15.97	12.8	10.48	8.71	7.32	7.32

资料来源：公司公告，东方证券研究所

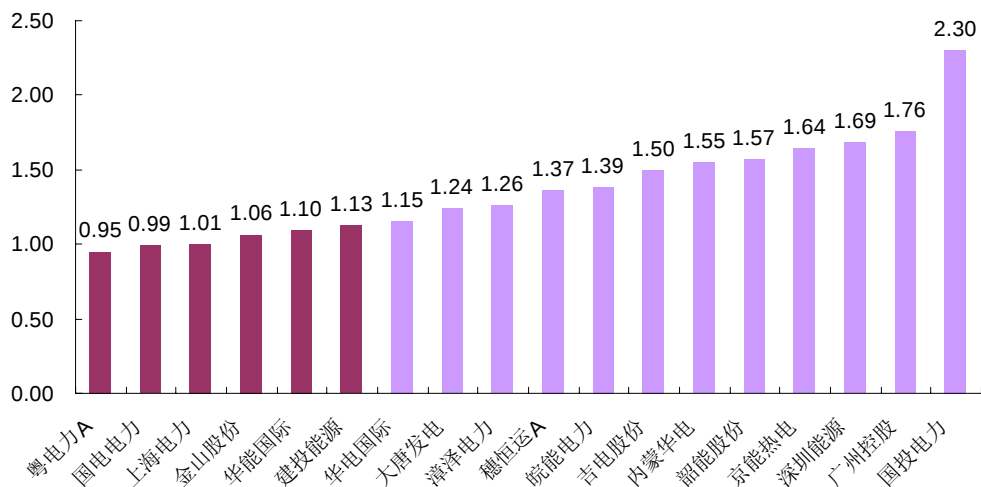
图 5 长江电力目前股价隐含利用小时与历史利用小时比较 (WACC=8%)


注：1954-1985 年数据为三峡设计时根据长江历史水文数据得到的利用小时

资料来源：公司公告、东方证券研究所

企业价值几近重置成本

假设燃煤机组的单位平均造价水平在 4000 元/kW 左右，水电 8000 元/kW，风电 10000 元/kW，煤矿的单位可采储量价值 8 元/吨，不考虑参股其他行业如券商、环保等的股权价值，单从发电机组和煤炭的重置成本来看，虽然煤炭价格的飙升抑制了火电商的盈利水平，但主要火电商的企业价值已在重置成本附近。

图 6 主要火电商总市值相对重置成本比例水平


资料来源：国家统计局、WIND 资讯、东方证券研究所

产业资本对于目前股价的态度

- ✓ **10 年定向增发不断**，在股价低位时增发注入资产，可以获得更多的公司股权；
- ✓ **大股东开始坚定增持自家上市公司股份**：在 08 年行业最萧条时，各发电集团出于产业资本对行业的远见，出现首轮全行业性的对上市公司股份的增持，时隔 2 年，增持潮再现：中国国电 2010 年 9 月起至 12 月，3 个月中累计增持国电电力 1.4 亿股；三峡总公司自 2010 年 8 月起将在二级市场增持不超过 9 亿股股份，合计持有股份约占公司总股本 75%，进一步显示出集团对公司资产盈利能力、长期发展前景以及目前股价的信心；华能集团自 2010 年 12 月开始一年内拟增持华能国际不超过 2.8 亿股，在此之前，华能集团没有进行过任何二级市场的增持行动。

表 2 2010 年以来电力股增发情况

公司	发行状态	融资方式	募集资金 (亿元)	发行价格 (元/股)	募投项目	通过股东大会 审议的时间
桂东电力	已获证监会核准	向十名特定投资者增发，大股东不参与	4.63	17.01	注入桂源公司 56.03% 股权；增资上程电力	2010 年 1 月
申能股份	已获证监会核准	公开增发	22.06	8.39	在建工程：临港燃气、大漕泾、组建航运公司	2009 年 12 月
湖北能源	已获证监会核准	资产置换，向湖北省国资委、长江电力、国电集团发行股份置入湖北能源	102.8	5.77	置入湖北能源（其中清能置业已转出）	2010 年 1 月
国电电力	已获证监会核准	公开增发	95.7	3.19	大股东资产注入：北仑三发 50%、新疆公司 100%、谏壁公司 100%、江苏公司 20%	2010 年 8 月
华能国际	已获证监会核准	向包括大股东在内的十名特定投资者增发	83.55	5.57	在建工程：甘肃及康保风电、金陵电厂、福州电厂 #5 机组、平凉二期、岳阳三期	2010 年 9 月
京能热电	已获证监会核准	向包括大股东在内的十名特定投资者增发	8.2	9.92	在建工程：酸刺沟煤矸石电厂、右玉煤矸石电厂	2010 年 6 月
黔源电力	已获证监会核准	向包括大股东在内的十名特定投资者增发	10.8	17.05	在建项目：北盘江光照、董箐、善泥坡水电站	2010 年 5 月
大唐发电	已获证监会核准	向包括大股东在内的十名特定投资者增发，大唐集团以现金认购发行股份数量的 10%	不超过 80	不低于 6.8	在建项目：克旗、阜新煤制天然气；宁德核电一期；乌江银盘水电站；胜利东二号露天煤矿一期；3 个	2010 年 6 月

穗恒运 A	已获证监会并购重组委通过	仅向大股东定向增发收购资产	11.8	15.53	风电项目 恒运 C 厂 50%、恒运 D 厂 45%	2010 年 3 月
通宝能源	已过股东大会	向山西国电和国电资产发行股份	15.36	5.63	收购地电股份 100%	2010 年 11 月
粤电力 A	已过股东大会	仅向大股东定向增发收购资产	60.52	不低于 6.1	收购母公司广前 60%、惠州 35%、石碑山 40%、云浮 90%、平海 45%、云河 90%、台山 20%	2010 年 12 月
九龙电力	已过股东大会	仅向大股东定向增发收购资产	17	9.17	大股东资产注入：9 个脱硫资产项目	2010 年 1 月
建投能源	已过董事会	仅向大股东定向增发收购资产	20.3	4.78	大股东资产注入：宣化 100%，秦热 40%，沧东 40%，三河 15%，建投燃料 58%	
韶能股份	已过董事会	向不包括大股东在内的十名特定投资者增发	6.3	4.05	在建工程：韶关生物质发电	
吉电股份	证监会发审委未通过	向包括大股东在内的十名特定投资者增发	20.68	4.26	在建工程：白城电厂、长岭风电	2010 年 8 月

资料来源：公司公告、东方证券研究所

股息率在行业市盈率不断下挫后初具吸引力

股息率=股息/股价=分红率/2010PE，显而易见的是，高分红率下，估值区间不断下行后，股息率渐超银行一年期存款利率，投资机会初具吸引力。

表 3 主要发电商近几年分红率及预期股息率情况

	2006	2007	2008	2009	2010E	2010PE	股息率
长江电力	61.27%	52%	51.69%	76.71%	65%	15	4.3%
华能国际	56.98%	60.14%	-	49.83%	50%	14	3.6%
粤电力	64.24%	48.44%	550.58%	45.64%	50%	14	3.6%
国电电力	25.45%	19.11%	91.37%	26.64%	50%	15	3.3%
深圳能源	30.47%	49.63%	21.29%	33.08%	35%	13	2.7%
广州控股*	58.74%	50.98%	51.24%	52.08%	50%	19	2.6%
桂冠电力*	71.97%	75.07%	621.21%	54.54%	50%	19	2.6%
大唐发电*	46.22%	38.77%	157.49%	58.26%	50%	39	1.3%
国投电力*	17.83%	26.51%	98.56%	30.30%	30%	27	1.1%

注：2010PE 中股价为 2011 年 1 月 24 日收盘价；表*号公司尚未覆盖，盈利预测来自 wind 一致预期。

资料来源：公司公告、WIND 咨询、东方证券研究所

行业龙头股长江电力、华能国际、粤电力、国电电力股息率超过银行一年期存款利率 2.75%；大部分电力蓝筹股，甚至在 08 年出现亏损或微利的年份，仍然慷慨分红，华能国际 08 年每股亏损 0.31 元，现金分红每股 0.10 元；粤电力 08 年每股微利 0.01 元，现金分红每股 0.06 元。

如果考虑年中分发上年股息的惯例，只需投入资金半年，至 11 年年中分得 10 年全年股利后半年即可获得至少 2.8% 的投资收益，以长江电力来看，年化收益可至 8.6% 以上。

投资建议

从股息率水平及行业目前处于景气周期底部的条件来看，部分优质蓝筹股已具有长期投资价值。优选业绩稳健、规模有成长的高股息率行业龙头股长江电力、华能国际、粤电力、国电电力。

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn