

推荐 (维持)

细分板块盈利分化，火电行业盈亏平衡

2011年5月27日

电力行业1-3月份盈利分析报告

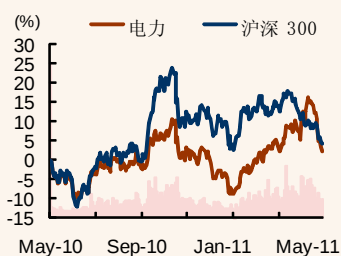
上证指数 2737

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	53	2.8
总市值 (亿元)	6379	2.6
流通市值 (亿元)	4980	2.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.8	-0.1	3.7
相对表现	3.0	6.7	-2.2



相关报告

- 1、《电力行业5月月报(上)-电力紧缺蔓延，倒逼政策出台》2011/05/17
- 2、《电力行业发展专题研究之四-全国、区域及各省供需形势的深度分析》2011/5/10

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

一季度，受益于旺盛的电力需求，电力、热力行业收益稳步增长，特别是供电业务和清洁能源盈利实现大幅增长。我们认为2011年电力紧缺将使全行业受益，同时，宏观政策或将向电力行业倾斜，利好行业发展，重点关注电网和清洁能源比重较高的公司，维持行业“推荐”评级。

- **1~3月份全国工业企业利润同比增长32%。**1~3月份，全国规模以上工业企业实现利润1.07万亿元，同比增长32%。我们认为，全国宏观经济实现了稳健开局，高耗能行业快速反弹，带动了上游行业利润大幅增长，预计全年工业企业利润仍将保持稳定。
- **电网撑起行业盈利，清洁能源领跑发电板块。**1~3月份电力、热力的生产和供应业实现利润总额275亿元，同比增长9%；3月当月实现利润总额114亿元，与去年同期基本持平。其中，供电业务占到了整个行业利润的69%，而水电、风电等清洁能源快速崛起，利润比重占到发电业务利润的49%。
- **电力需求淡季不淡，电网盈利稳步增长。**供电业务1~3月份实现营业收入6284亿元，同比增长16%；3月当月营业收入2131亿元，同比增长20%。良好的电力需求带动电网业绩稳步增长，3月虽为用电淡季，但用电量已接近去年夏季用电高峰峰值，全年宏观用电环境预期良好。
- **火电盈亏平衡，调价改善盈利。**火电业务1~3月份实现营业收入2926亿元，同比增长13%；3月营业收入1051亿元，同比增长12%。虽然火电发电量同比增长10%，但受煤价翘尾影响，企业增收不增利，处于盈亏平衡状态。
- **水电业绩大幅增长，全年盈利值得期待。**水电业务1~3月份实现营业收入352亿元，同比增长32%；3月当月营业收入108亿元，同比增长10%。一季度水电电量大幅增长32.9%，从而带动业绩快速增长，全年盈利值得期待。
- **受益电力紧缺，关注供电业务，看好清洁能源。**今年旺盛的用电需求以及电力紧缺的状态，使得全行业均有受益，特别是供电业务以及清洁能源将有不错的表现，另外，电力紧缺使得供需关系发生逆转，未来宏观政策或将向电力行业倾斜，从而利好行业发展。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
长江电力	7.3	0.50	0.53	0.57	14	13	1.8	强烈推荐 A
国电电力	3.0	0.21	0.18	0.22	17	14	1.8	强烈推荐 A
京能热电	10.2	0.47	0.54	0.61	19	17	2.3	强烈推荐 A
国投电力	7.4	0.25	0.30	0.35	25	21	1.6	强烈推荐 A
金山股份	8.9	0.02	0.30	0.51	30	17	2.9	审慎推荐 A
深圳能源	9.7	0.64	0.65	0.75	15	13	1.5	审慎推荐 A
粤电力 A	5.7	0.28	0.24	0.33	24	17	1.6	审慎推荐 A
内蒙华电	9.1	0.33	0.41	0.47	22	19	4.3	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、1~3月份全国工业企业利润同比增长 32%	3
二、电网撑起电力行业，清洁能源领跑发电板块	4
三、电力需求淡季不淡，电网盈利稳步增长	7
四、火电盈亏平衡，调价改善盈利	10
五、水电业绩大幅增长，全年盈利值得期待	13
六、受益电力紧缺，关注供电业务，看好清洁能源	16

图表目录

图 1: 主要行业 1~3 月份利润总额及增速对比	3
图 2: 主要行业 3 月单月利润总额及增速对比	3
图 3: 电力、热力及细分行业 1~3 月份利润总额及增速对比	4
图 4: 电力、热力及细分行业 3 月单月利润总额及增速对比	4
图 5: 电力、热力行业 1~3 月份经营指标及增速	5
图 6: 电力、热力行业 3 月单月经营指标及增速	5
图 7: 供电行业 1~3 月份经营指标及增速	7
图 8: 供电行业 3 月单月经营指标及增速	7
图 9: 火电行业 1~3 月份经营指标及增速	10
图 10: 火电行业 3 月当月经营指标及增速	10
图 11: 水电行业 1~3 月份经营指标及增速	13
图 12: 水电行业 3 月单月经营指标及增速	13
表 1: 电力热力行业累计盈利分析表	6
表 2: 电力热力行业阶段盈利分析表	6
表 3: 供电行业累计盈利分析表	8
表 4: 供电行业阶段盈利分析表	9
表 5: 火电行业累计盈利分析表	11
表 6: 火电行业阶段盈利分析表	12
表 7: 水电行业累计盈利分析表	14
表 8: 水电行业阶段盈利分析表	15
表 9: 电力、热力行业全年盈利统计表	16

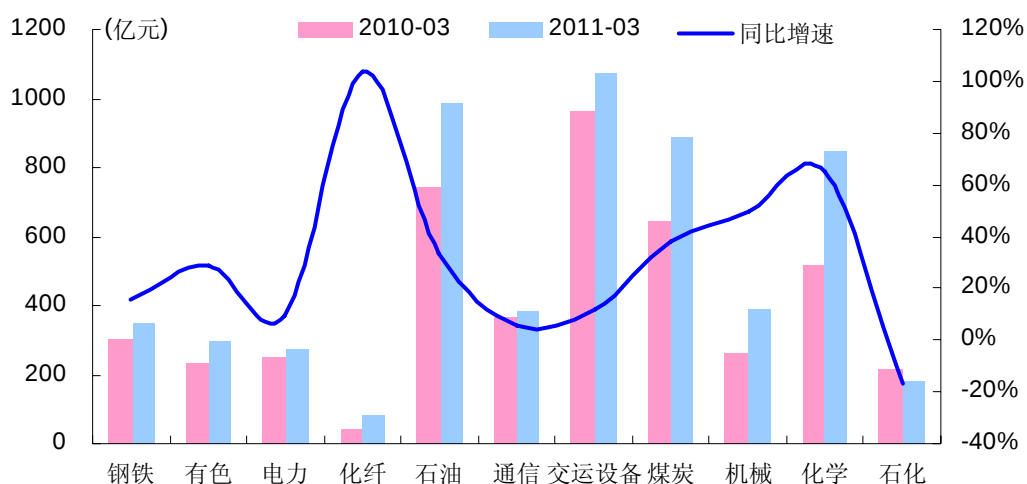
一、1~3 月份全国工业企业利润同比增长 32%

根据国家统计局公布的数据,1-3 月份,全国规模以上工业企业实现主营业务收入 17.45 万亿元,同比增长 31%;规模以上工业企业实现利润 1.07 万亿元,同比增长 32%。

在 39 个工业大类行业中,37 个行业利润同比增长,1 个行业利润下降,1 个行业亏损加剧。其中:石油和天然气开采业利润同比增长 33.1%,黑色金属矿采选业增长 80.1%,化学原料及化学制品制造业增长 65.1%,化学纤维制造业增长 1 倍,黑色金属冶炼及压延加工业增长 15.6%,有色金属冶炼及压延加工业增长 28.5%,交通运输设备制造业增长 11.6%,通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 5.5%,电力、热力的生产和供应业增长 9.2%;石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 17%。

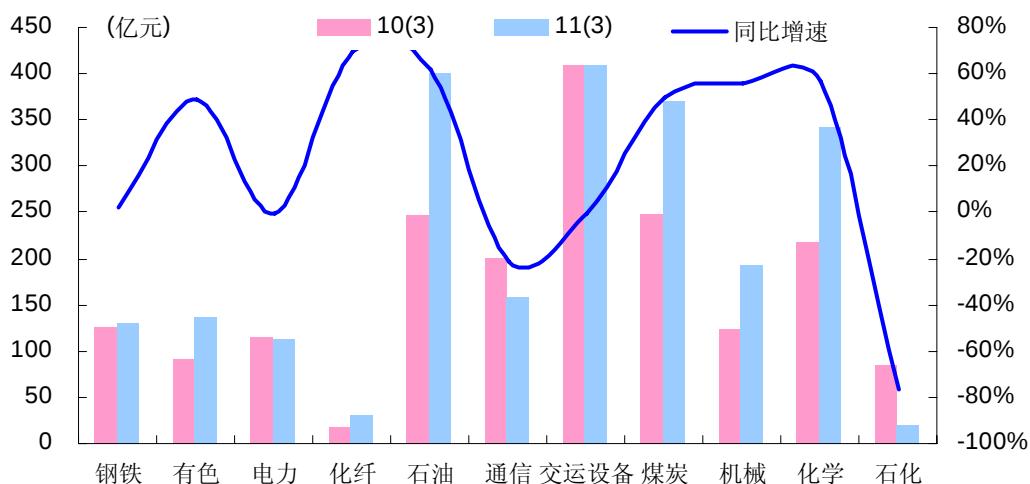
我们认为:一季度,全国宏观经济稳健开局,GDP 增速达到 9.7%,高耗能行业快速反弹,带动上游行业如有色、煤炭等利润大幅增长,同时,下游行业成本压力加大。今年是“十二五”的开局之年,各地喜迎开门红,预计全年工业企业利润仍将保持较快增长。

图1: 主要行业1~3月份利润总额及增速对比



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图2: 主要行业3月单月利润总额及增速对比



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

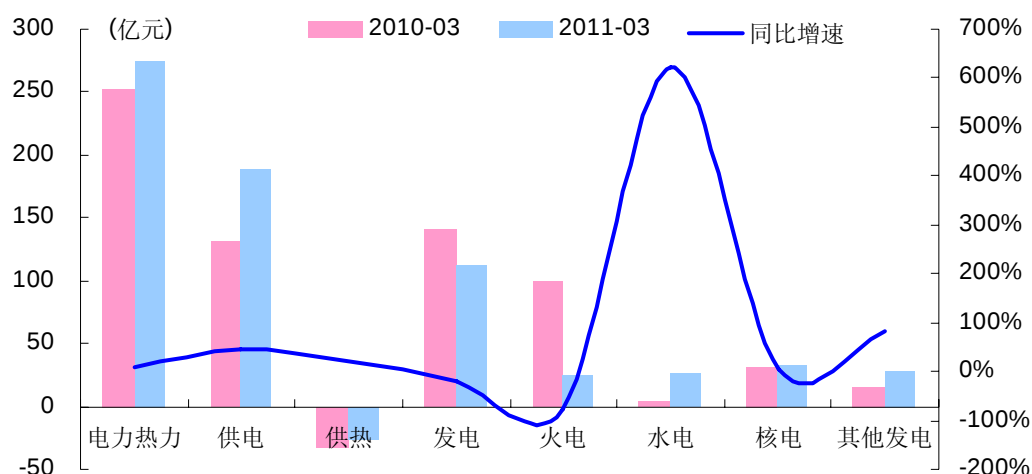
二、电网撑起电力行业，清洁能源领跑发电板块

1~3 月份电力、热力的生产和供应业，以及各细分子行业的利润总额和同比增速如下：

- 全行业 1~3 月份实现利润总额 275 亿元，同比增长 9%；3 月当月实现利润总额 114 亿元，与去年同期基本持平。
- 供电业务 1~3 月份实现利润总额 189 亿元，同比增长 43%；3 月当月实现利润总额 69 亿元，同比增长 38%。
- 供热业务 1~3 月份实现利润总额 -26 亿元，同比减亏 20%；3 月当月实现利润总额 -6 亿元，同比减亏 55%。
- 发电业务 1~3 月份实现利润总额 112 亿元，同比下降 21%；3 月当月实现利润总额 51 亿元，同比下降 24%。

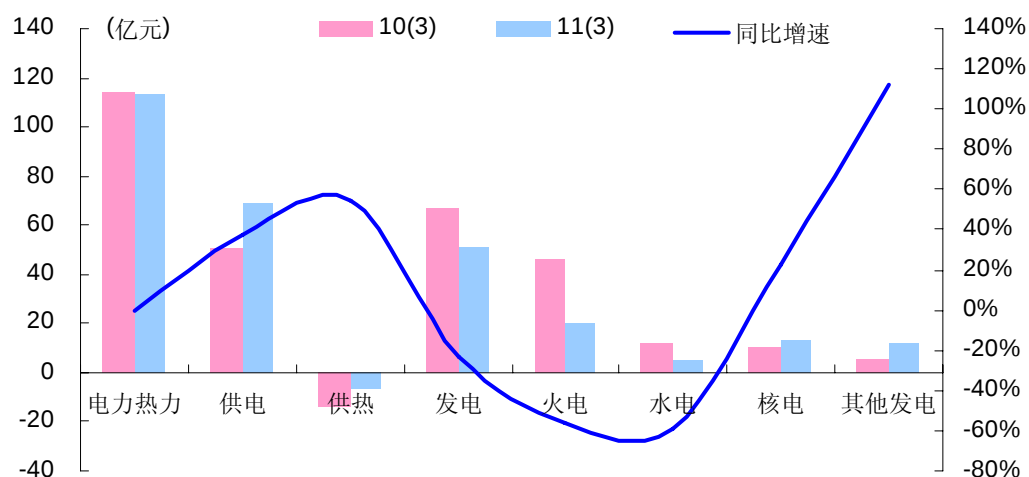
我们分析：受益于旺盛的电力需求，供电业务利润同比大幅增长，占到了整个行业利润的 69%，从而撑起电力行业业绩。发电业务中，水电、风电等清洁能源快速崛起，利润比重占到 49%，随着国家节能减排力度的加大，清洁能源比重仍将稳步提高。

图3：电力、热力及细分行业1~3月份利润总额及增速对比



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图4：电力、热力及细分行业3月单月利润总额及增速对比



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

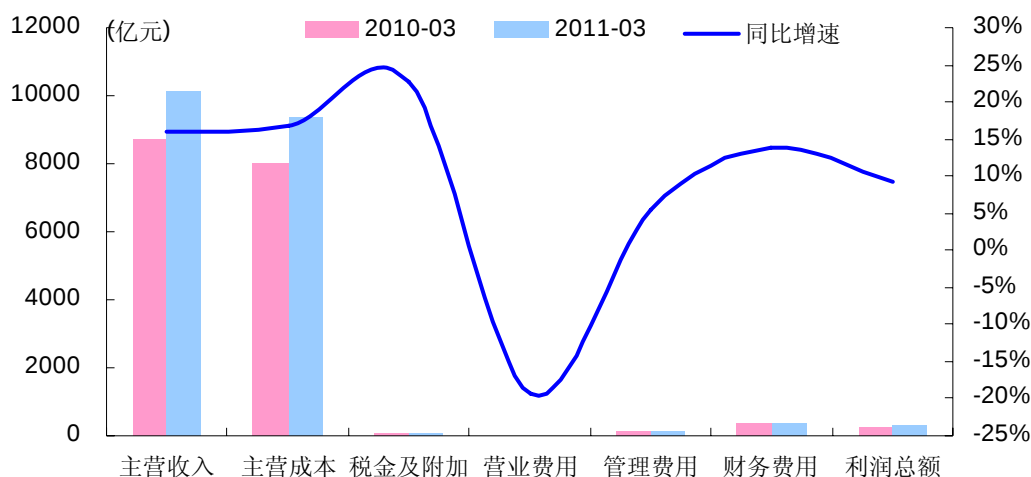
从电力、热力生产和供应业总体来看，收入、成本、费用以及同比增速如下：

- 全行业 1~3 月份实现营业收入 10098 亿元，同比增长 16%；3 月当月营业收入 3484 亿元，同比增长 18%。
- 全行业 1~3 月份实现营业成本 9352 亿元，同比增长 17%；3 月当月营业成本 3247 亿元，同比增长 18%。
- 全行业 1~3 月份营业费用、管理费用、财务费用分别为 16、122、380 亿元，同比分别增长-19%、5%、14%；3 月份营业费用、管理费用、财务费用分别为 2、45、145 亿元，同比分别增长-44%、5%、15%。
- 全行业 1~3 月份实现利润总额 275 亿元，同比增长 9%；3 月份利润总额 114 亿元，同比增长 0%。

我们分析：电量需求带动营业收入的增长，是行业利润总额增长的重要原因。而受煤价翘尾因素影响，全行业毛利率较去年同期下降 0.6 个百分点，为 7.4%，同时，全行业管理水平稳步提高，三项费用率下降 0.3 个百分点，一定程度上缓解了成本压力。

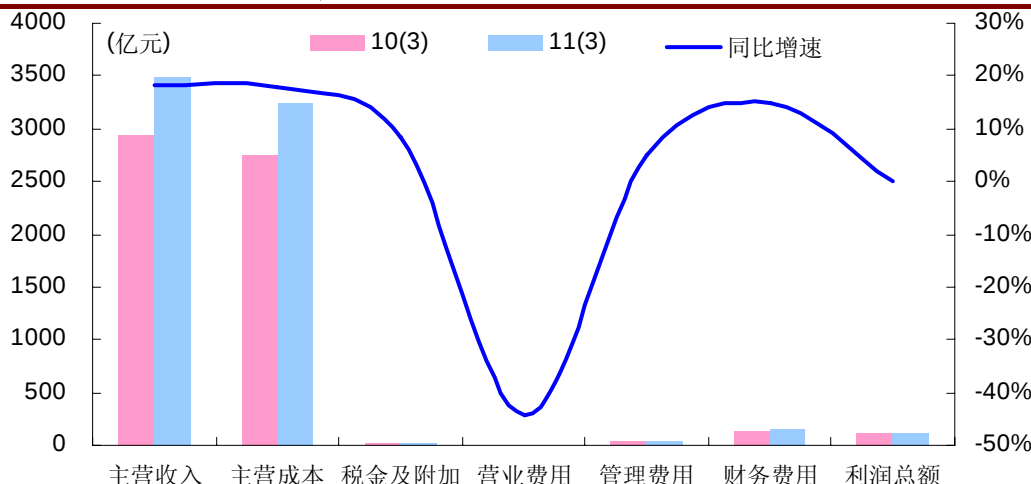
在目前电力紧缺的环境下，预计宏观政策将逐步向电力行业倾斜，煤电联动、电力体制改革等政策将稳步推进，从而提升行业盈利水平。

图5：电力、热力行业1~3月份经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图6：电力、热力行业3月单月经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

表 1: 电力热力行业累计盈利分析表

单位: 亿元	2009-08	2009-11	2010-02	2010-05	2010-08	2010-11	2011-02	2011-03
主营业务收入	20364	28819	5768	14828	24874	34607	6614	10098
主营业务成本	18684	26427	5262	13545	22577	31375	6105	9352
主营业务税金	93	136	24	59	101	143	31	44
营业费用	43	61	16	33	44	59	13	16
管理费用	297	421	74	194	331	474	78	122
财务费用	879	1218	207	564	939	1270	235	380
利润总额	479	870	138	474	936	1410	161	275
同比增速指标								
主营收入	9%	12%	31%	25%	22%	20%	15%	16%
主营成本	8%	10%	31%	23%	21%	19%	16%	17%
税金及附加	-9%	-2%	0%	1%	8%	6%	30%	23%
营业费用	-46%	-46%	16%	-16%	4%	-2%	-14%	-19%
管理费用	2%	3%	9%	11%	11%	13%	6%	5%
财务费用	13%	11%	10%	1%	7%	4%	13%	14%
利润总额	148%	246%	744%	181%	96%	62%	17%	9%
成本费用率指标								
主营成本率	92%	92%	91%	91%	91%	91%	92%	93%
毛利率	8%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	7%
营业税金率	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
营业费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%
财务费用率	4.3%	4.2%	3.6%	3.8%	3.8%	3.7%	3.5%	3.8%
三项费用率	6.0%	5.9%	5.1%	5.3%	5.3%	5.2%	4.9%	5.1%

资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

表 2: 电力热力行业阶段盈利分析表

单位: 亿元	09(6~8)	09(9~11)	10(1~2)	10(3~5)	10(6~8)	10(9~11)	11(1~2)	11(3)
主营业务收入	8476	8455	5768	9059	10046	9733	6614	3484
主营业务成本	7673	7743	5262	8283	9032	8797	6105	3247
主营业务税金	35	42	24	36	42	42	31	13
营业费用	3	18	16	18	11	15	13	2
管理费用	123	123	74	120	137	143	78	45
财务费用	319	339	207	357	375	330	235	145
利润总额	310	391	138	336	462	474	161	114
同比增速指标								
主营收入	12%	18%	31%	21%	19%	15%	15%	18%
主营成本	8%	14%	31%	19%	18%	14%	16%	18%
税金及附加	-13%	18%	0%	2%	19%	0%	30%	8%
营业费用	-92%	-47%	16%	-32%	249%	-17%	-14%	-44%
管理费用	5%	5%	9%	12%	12%	16%	6%	5%
财务费用	2%	4%	10%	-4%	18%	-2%	13%	15%
利润总额	639%	571%	744%	120%	49%	21%	17%	0%
成本费用率指标								
主营成本率	91%	92%	91%	91%	90%	90%	92%	93%
毛利率	9%	8%	9%	9%	10%	10%	8%	7%
营业税金率	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
营业费用率	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
管理费用率	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.2%	1.3%
财务费用率	3.8%	4.0%	3.6%	3.9%	3.7%	3.4%	3.5%	4.2%
三项费用率	5.2%	5.7%	5.1%	5.5%	5.2%	5.0%	4.9%	5.5%

资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

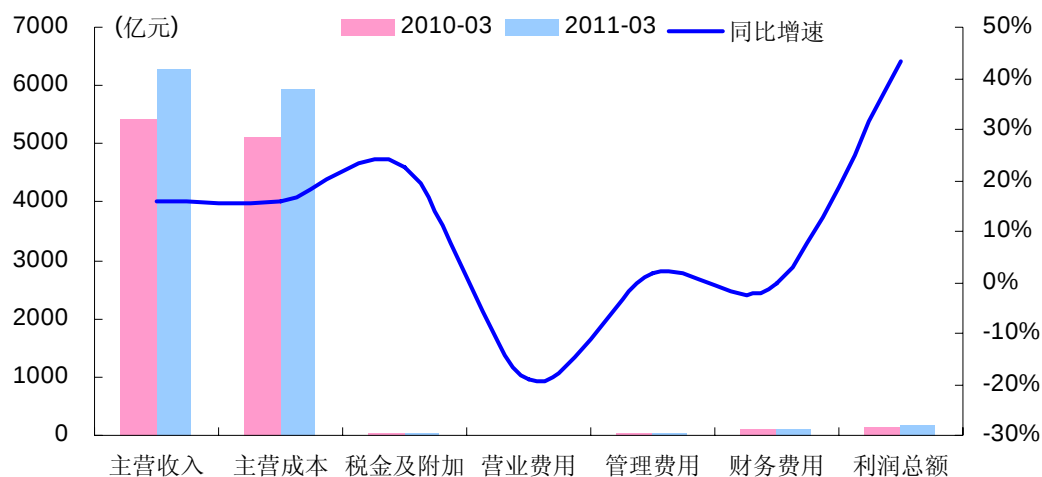
三、电力需求淡季不淡，电网盈利稳步增长

供电业务1~3月份和3月单月的收入、成本、费用以及同比增速如下：

- 供电业务1~3月份实现营业收入6284亿元，同比增长16%；3月当月营业收入2131亿元，同比增长20%。
- 供电业务1~3月份实现营业成本5944亿元，同比增长16%；3月当月营业成本2039亿元，同比增长18%。
- 供电业务1~3月份营业费用、管理费用、财务费用分别为7、38、106亿元，同比分别增长-19%、2%、0%；3月当月营业费用、管理费用、财务费用分别为2、14、39亿元，同比分别增长-31%、-1%、-13%。
- 供电业务1~3月份实现利润总额189亿元，同比增长43%；3月当月利润总额69亿元，同比增长38%。

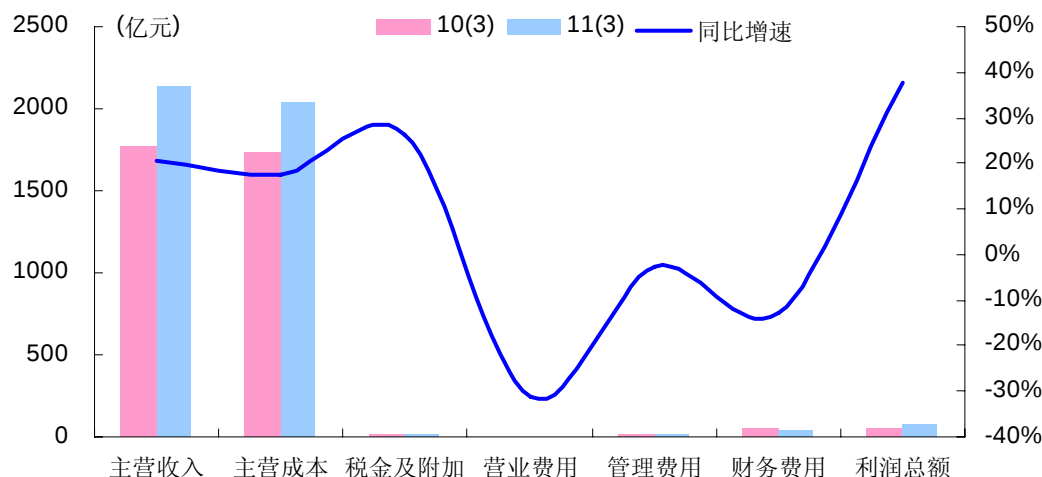
我们分析：高耗能行业反弹推高用电需求，从而带动电网业绩稳步增长。特别是进入3月，虽为用电淡季，但用电量接近去年夏季用电高峰峰值，宏观用电环境预期良好。

图7：供电行业1~3月份经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图8：供电行业3月单月经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

我们对供电业务的收入、成本、费用和增速，以及每一度电的成本构成进行了分析：

- 供电业务 1~3 月份度电收入 0.679 元，3 月当月度电收入 0.690 元与 1~2 月份的度电收入 0.673 元相比，增长 2.5%。
- 供电业务 1~3 月份度电成本 0.642 元，3 月当月度电成本 0.660 元与 1~2 月份的度电成本 0.633 元相比，增长 4.2%。
- 供电业务 1~3 月份度电营业费用、管理费用、财务费用分别为 0.001、0.004、0.011 元，与 1~2 月份相比，度电营业费用和管理费用基本持平，度电财务费用略有增加。
- 供电业务 1~3 月份度电利润总额 0.020 元，3 月当月度电利润总额 0.022 元，与 1~2 月份的度电利润总额 0.019 元相比，增长 15%。

自 2009 年底全国销售电价提升以来，供电业务盈利快速恢复，度电利润由当时 0.2 分提升至今年一季度的 2 分，毛利率由 2.7% 提升至 5.4%，而随着汛期来临，购电成本较低的水电开始大规模出力，有利于营业成本降低，继续提升盈利能力。另外，近期电力紧缺推动煤电联动实施，一定程度上将加大电网的购电成本，给盈利带来不确定性。

表 3：供电行业累计盈利分析表

单位：亿元	2009-08	2009-11	2010-02	2010-05	2010-08	2010-11	2011-02	2011-03
主营业务收入	12927	18167	3656	9294	15775	21960	4153	6284
主营业务成本	12550	17679	3393	8717	14801	20561	3905	5944
主营业务税金	48	69	14	33	58	81	16	25
营业费用	17	25	6	13	18	24	5	7
管理费用	97	133	23	61	111	160	24	38
财务费用	273	374	62	180	293	368	67	106
利润总额	-44	63	81	212	380	592	120	189
同比增速指标								
主营收入	13%	15%	34%	24%	22%	21%	14%	16%
主营成本	16%	18%	31%	19%	18%	16%	15%	16%
税金及附加	-16%	-11%	16%	12%	22%	18%	21%	22%
营业费用	-56%	-53%	5%	3%	5%	-4%	-12%	-19%
管理费用	3%	0%	7%	7%	15%	20%	5%	2%
财务费用	35%	29%	19%	8%	7%	-2%	9%	0%
利润总额	-123%	-78%	431%	451%	965%	840%	47%	43%
成本费用率指标								
主营成本率	97%	97%	93%	94%	94%	94%	94%	95%
毛利率	3%	2.7%	7.2%	6.2%	6.2%	6.4%	6.0%	5.4%
营业税金率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
财务费用率	2.1%	2.1%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%	1.7%
三项费用率	3.0%	2.9%	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%	2.3%	2.4%
度电指标（元/度）								
主营业务收入	0.669	0.661	0.669	0.672	0.676	0.677	0.673	0.679
主营业务成本	0.649	0.643	0.621	0.630	0.634	0.633	0.633	0.642
主营业务税金	0.002	0.003	0.002	0.002	0.003	0.002	0.003	0.003
营业费用	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
管理费用	0.005	0.005	0.004	0.004	0.005	0.005	0.004	0.004
财务费用	0.014	0.014	0.011	0.013	0.013	0.011	0.011	0.011
利润总额	-0.002	0.002	0.015	0.015	0.016	0.018	0.019	0.020
售电量（亿度）	19330	27505	5461	13830	23349	32460	6167	9256

资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

表 4: 供电行业阶段盈利分析表

单位: 亿元	09(6~8)	09(9~11)	10(1~2)	10(3~5)	10(6~8)	10(9~11)	11(1~2)	11(3)
主营业务收入	5426	5240	3656	5638	6481	6185	4153	2131
主营业务成本	5235	5130	3393	5323	6084	5760	3905	2039
主营业务税金	18	21	14	20	25	23	16	8
营业费用	5	8	6	7	5	6	5	2
管理费用	40	36	23	38	50	48	24	14
财务费用	106	101	62	118	113	74	67	39
利润总额	17	107	81	131	168	212	120	69
同比增速指标								
主营收入	17%	20%	34%	18%	19%	18%	14%	20%
主营成本	17%	21%	31%	13%	16%	12%	15%	18%
税金及附加	-21%	2%	16%	9%	38%	7%	21%	26%
营业费用	-70%	-45%	5%	2%	9%	-24%	-12%	-31%
管理费用	8%	-7%	7%	6%	26%	36%	5%	-3%
财务费用	28%	14%	19%	3%	6%	-26%	9%	-13%
利润总额	-79%	10%	431%	464%	918%	98%	47%	38%
成本费用率指标								
主营成本率	96%	98%	93%	94%	94%	93%	94%	96%
毛利率	4%	2.1%	7.2%	5.6%	6.1%	6.9%	6.0%	4.3%
营业税金率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%
财务费用率	2.0%	1.9%	1.7%	2.1%	1.7%	1.2%	1.6%	1.8%
三项费用率	2.8%	2.8%	2.5%	2.9%	2.6%	2.1%	2.3%	2.6%
度电指标 (元/度)								
主营业务收入	0.666	0.641	0.669	0.674	0.681	0.679	0.673	0.690
主营业务成本	0.643	0.628	0.621	0.636	0.639	0.632	0.633	0.660
主营业务税金	0.002	0.003	0.002	0.002	0.003	0.002	0.003	0.003
营业费用	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
管理费用	0.005	0.004	0.004	0.004	0.005	0.005	0.004	0.004
财务费用	0.013	0.012	0.011	0.014	0.012	0.008	0.011	0.013
利润总额	0.002	0.013	0.015	0.016	0.018	0.023	0.019	0.022
售电量 (亿度)	8141	8175	5461	8369	9519	9111	6167	3089

资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

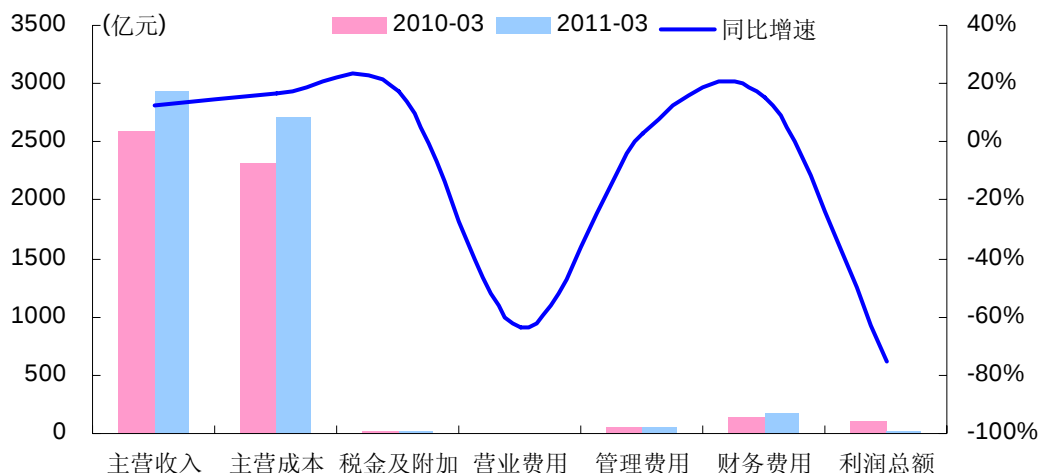
四、火电盈亏平衡，调价改善盈利

火电业务 1~3 月份和 3 月当月的收入、成本、费用以及同比增速如下：

- 火电业务 1~3 月份实现营业收入 2926 亿元，同比增长 13%；3 月当月营业收入 1051 亿元，同比增长 12%。
- 火电业务 1~3 月份实现营业成本 2712 亿元，同比增长 17%；3 月当月营业成本 978 亿元，同比增长 17%。
- 火电业务 1~3 月份营业费用、管理费用、财务费用分别为 2、49、168 亿元，同比分别增长-64%、3%、15%；3 月当月营业费用、管理费用、财务费用分别为-2、18、61 亿元，同比分别增长-484%、-9%、28%。
- 火电业务 1~3 月份实现利润总额 25 亿元，同比下降 75%；3 月当月利润总额 21 亿元，同比下降 56%。

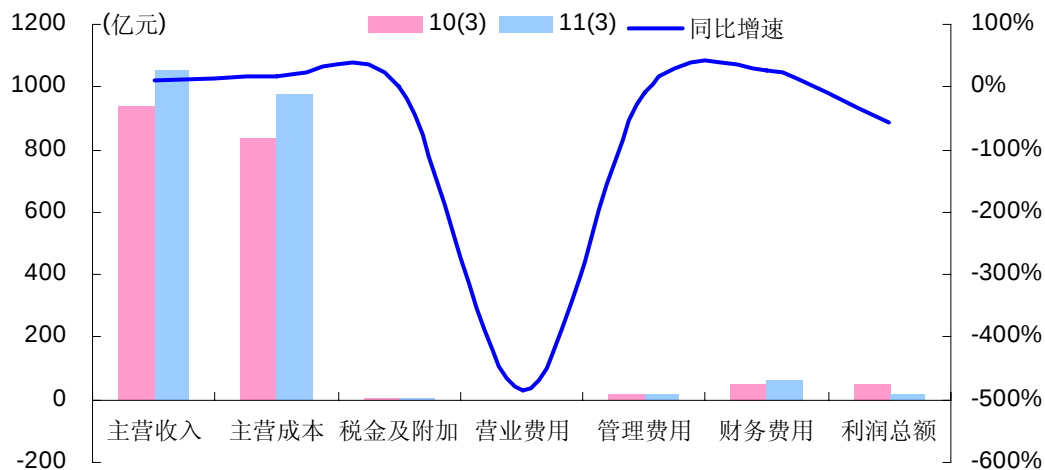
我们分析：一季度，虽然火电企业发电量同比增长 10%，但受去年底煤价翘尾因素影响，秦皇岛煤价较去年同期上涨 30~40 元，造成成本费用大幅增长，火电毛利率降至 7%，同比下降 4 个百分点，企业增收不增利，处于盈亏平衡状态。

图9：火电行业1~3月份经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图10：火电行业3月当月经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

我们对火电业务的收入、成本、费用和增速，以及每一度电的成本构成进行了分析：

- 火电业务1~3月份度电收入0.325元，3月当月度电收入0.321元，与1~2月份0.327元相比下降1.6%。
- 火电业务1~3月份度电成本0.301元，3月当月度电成本0.299元，与1~2月份相比下降0.3分，降幅1%。
- 火电业务1~3月份度电营业费用、管理费用、财务费用分别为0.000、0.005、0.019元，3月份与1~2月份相比，度电营业费用、管理费用、财务费用均有所减少。
- 火电业务1~3月份度电利润总额0.003元，3月份的度电利润总额0.006元，与1~2月份相比，有所回升。

在煤价的不断攀升下，火电企业基本处于全行业微利的阶段，度电利润0.3分，已无法承受煤价的继续上涨。根据媒体报道，4月起，部分地区火电上网电价已经上调，虽调整幅度略显单薄，但预示行业盈利已在谷底，后续的电价政策值得关注。

表 5：火电行业累计盈利分析表

单位：亿元	2009-08	2009-11	2010-02	2010-05	2010-08	2010-11	2011-02	2011-03
主营业务收入	5767	8254	1653	4324	6967	9611	1875	2926
主营业务成本	4991	7097	1486	3888	6287	8750	1734	2712
主营业务税金	32	45	7	17	25	35	9	13
营业费用	13	20	5	10	13	15	5	2
管理费用	117	166	28	73	122	172	31	49
财务费用	397	536	98	244	397	550	107	168
利润总额	272	465	54	169	220	280	4	25
同比增速指标								
主营收入	-2%	2%	29%	28%	21%	16%	13%	13%
主营成本	-11%	-9%	31%	31%	26%	23%	17%	17%
税金及附加	0%	10%	-18%	-15%	-22%	-22%	26%	18%
营业费用	-58%	-57%	-2%	-22%	-4%	-26%	-4%	-64%
管理费用	-6%	-3%	7%	6%	5%	4%	11%	3%
财务费用	2%	-5%	-2%	-2%	0%	3%	9%	15%
利润总额	-226%	-219%	299%	48%	-19%	-40%	-92%	-75%
成本费用率指标								
主营成本率	87%	86%	90%	90%	90%	91%	92%	93%
毛利率	13%	14%	10%	10%	10%	9%	8%	7%
营业税金率	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
营业费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
管理费用率	2.0%	2.0%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.6%	1.7%
财务费用率	6.9%	6.5%	5.9%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
三项费用率	9.1%	8.7%	7.9%	7.6%	7.6%	7.7%	7.6%	7.5%
度电指标（元/度）								
主营业务收入	0.308	0.309	0.316	0.315	0.314	0.318	0.327	0.325
主营业务成本	0.266	0.266	0.284	0.283	0.283	0.290	0.302	0.301
主营业务税金	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002	0.001
营业费用	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.001	0.000
管理费用	0.006	0.006	0.005	0.005	0.006	0.006	0.005	0.005
财务费用	0.021	0.020	0.019	0.018	0.018	0.018	0.019	0.019
利润总额	0.015	0.017	0.010	0.012	0.010	0.009	0.001	0.003
发电量（亿度）								
	18749	26683	5231	13746	22211	30198	5737	9007

资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

表 6: 火电行业阶段盈利分析表

单位: 亿元	09(6~8)	09(9~11)	10(1~2)	10(3~5)	10(6~8)	10(9~11)	11(1~2)	11(3)
主营业务收入	2378	2487	1653	2671	2643	2644	1875	1051
主营业务成本	2025	2106	1486	2403	2399	2463	1734	978
主营业务税金	12	13	7	10	8	10	9	4
营业费用	0	7	5	6	2	2	5	-3
管理费用	47	49	28	46	49	50	31	18
财务费用	147	140	98	146	153	153	107	61
利润总额	158	193	54	116	51	60	4	21
同比增速指标								
主营收入	3%	14%	29%	27%	11%	6%	13%	12%
主营成本	-12%	-3%	31%	31%	18%	17%	17%	17%
税金及附加	9%	44%	-18%	-12%	-36%	-22%	26%	2%
营业费用	-100%	-55%	-2%	-34%	3372%	-70%	-4%	-484%
管理费用	-5%	5%	7%	5%	3%	1%	11%	-9%
财务费用	-8%	-19%	-2%	-3%	4%	10%	9%	28%
利润总额	-182%	-210%	299%	15%	-68%	-69%	-92%	-56%
成本费用率指标								
主营成本率	85%	85%	90%	90%	91%	93%	92%	93%
毛利率	15%	15%	10%	10%	9.2%	6.8%	8%	6.9%
营业税金率	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%
营业费用率	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	-0.3%
管理费用率	2.0%	2.0%	1.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.6%	1.7%
财务费用率	6.2%	5.6%	5.9%	5.5%	5.8%	5.8%	5.7%	5.8%
三项费用率	8.2%	7.9%	7.9%	7.4%	7.7%	7.8%	7.6%	7.2%
度电指标 (元/度)								
主营业务收入	0.304	0.314	0.316	0.314	0.312	0.331	0.327	0.321
主营业务成本	0.259	0.265	0.284	0.282	0.283	0.308	0.302	0.299
主营业务税金	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002	0.001
营业费用	0.000	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.001	-0.001
管理费用	0.006	0.006	0.005	0.005	0.006	0.006	0.005	0.005
财务费用	0.019	0.018	0.019	0.017	0.018	0.019	0.019	0.019
利润总额	0.020	0.024	0.010	0.014	0.006	0.007	0.001	0.006
发电量 (亿度)	7820	7934	5231	8515	8465	7987	5737	3270

资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

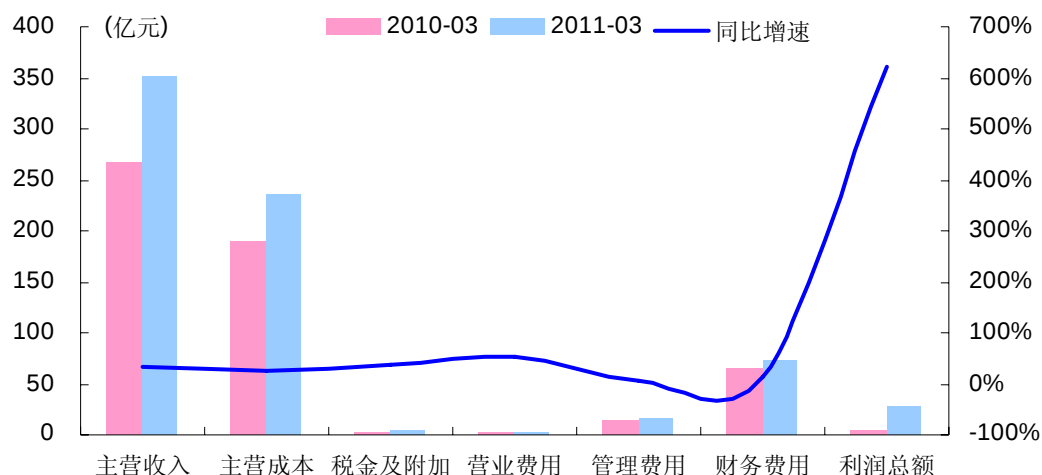
五、水电业绩大幅增长，全年盈利值得期待

水电业务 1~3 月份和 3 月单月的收入、成本、费用以及同比增速如下：

- 水电业务 1~3 月份实现营业收入 352 亿元，同比增长 32%；3 月当月营业收入 108 亿元，同比增长 10%。
- 水电业务 1~3 月份实现营业成本 236 亿元，同比增长 24%；3 月当月营业成本 73 亿元，同比增长 4%。
- 水电业务 1~3 月份营业费用、管理费用、财务费用分别为 2、15、73 亿元，同比分别增长 54%、6%、15%；3 月当月营业费用、管理费用、财务费用分别为 1、6、32 亿元，同比分别增长 2075%、64%、19%。
- 水电业务 1~3 月份实现利润总额 27 亿元，同比增长 621%；3 月份利润总额 5 亿元，同比下降 59%。

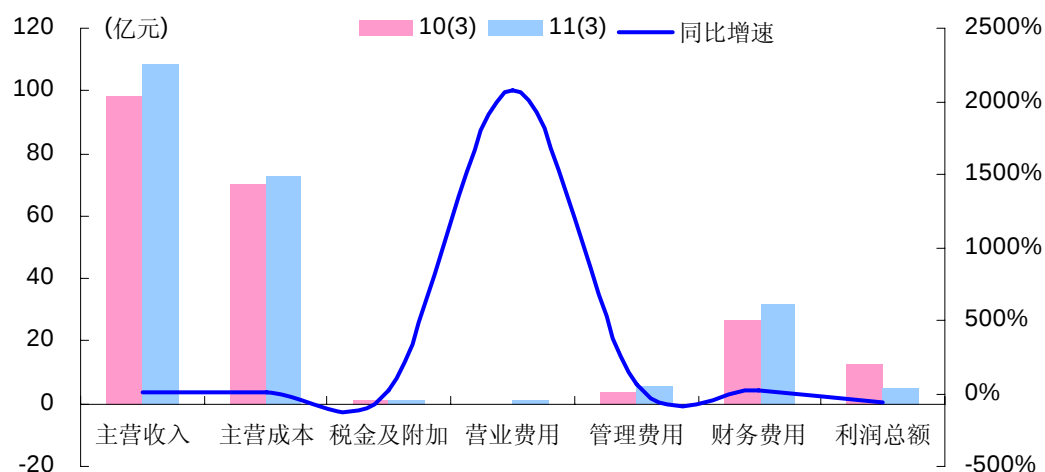
1 季度，水电业务盈利喜人，主要是因为今年来水较好，水电电量大幅增长 32.9%，从而带动业绩快速增长。汛期即将来临，水电迎来电量高峰，全年盈利值得期待。

图11：水电行业1~3月份经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图12：水电行业3月单月经营指标及增速



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

我们对水电业务的收入、成本、费用和增速，以及每一度电的成本构成进行了分析：

- 水电业务 1~3 月份度电收入 0.310 元，3 月当月度电收入 0.263 元，与 1~2 月份 0.336 元相比，下滑 22%。
- 水电业务 1~3 月份度电成本 0.208 元，3 月当月度电成本 0.176 元，与 1~2 月份 0.226 元相比，下降 22%。
- 水电业务 1~3 月份度电营业费用、管理费用、财务费用分别为 0.002、0.013、0.065 元，3 月当月分别为 0.002、0.014、0.077 元，与 1~2 月份相比，由于发电量减少，费用有所上涨。
- 水电业务 1~3 月份度电利润总额 0.023 元，3 月当月度电利润总额 0.012 元，与 1~2 月份的度电利润 0.030 元相比，下降 58%。

一季度，受益于部分地区水电枯峰电价上调和新机组投产，水电板块度电收入突破 0.3 元，同时，水电毛利率达到 33%，好于去年同期水平，度电利润 0.023 元，达到近几年同期盈利最高值。

表 7：水电行业累计盈利分析表

单位：亿元	2009-08	2009-11	2010-02	2010-05	2010-08	2010-11	2011-02	2011-03
主营业务收入	889	1260	168	537	1125	1633	244	352
主营业务成本	488	722	120	355	645	926	163	236
主营业务税金	9	15	2	5	12	18	3	4
营业费用	6	7	1	4	6	9	1	2
管理费用	44	65	11	30	50	73	9	15
财务费用	154	226	37	113	193	274	42	73
利润总额	193	231	-9	42	248	371	21	27
同比增速指标								
主营收入	14%	11%	12%	15%	26%	30%	45%	32%
主营成本	18%	20%	21%	28%	32%	28%	36%	24%
税金及附加	-13%	1%	-22%	-8%	42%	25%	46%	39%
营业费用	75%	11%	-2%	-56%	-7%	25%	-17%	54%
管理费用	10%	12%	23%	22%	13%	13%	-12%	6%
财务费用	11%	15%	19%	1%	26%	21%	12%	15%
利润总额	7%	-14%	-193%	-47%	29%	60%	346%	621%
成本费用率指标								
主营成本率	55%	57%	72%	66%	57%	57%	67%	67%
毛利率	45%	43%	28%	34%	43%	43%	33%	33%
营业税金率	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用率	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%
管理费用率	5.0%	5.2%	6.4%	5.5%	4.5%	4.5%	3.8%	4.3%
财务费用率	17.3%	17.9%	22.3%	21.0%	17.2%	16.8%	17.2%	20.9%
三项费用率	23.0%	23.7%	29.5%	27.3%	22.2%	21.8%	21.5%	25.7%
度电指标（元/度）								
主营业务收入	0.233	0.243	0.298	0.285	0.265	0.266	0.336	0.310
主营业务成本	0.128	0.139	0.214	0.188	0.152	0.151	0.226	0.208
主营业务税金	0.002	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003	0.004	0.003
营业费用	0.002	0.001	0.002	0.002	0.001	0.001	0.002	0.002
管理费用	0.012	0.013	0.019	0.016	0.012	0.012	0.013	0.013
财务费用	0.040	0.043	0.067	0.060	0.046	0.045	0.058	0.065
利润总额	0.050	0.044	-0.015	0.022	0.059	0.060	0.030	0.023
发电量（亿度）	3819	5196	562	1884	4239	6148	724	1136

资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

表 8: 水电行业阶段盈利分析表

单位: 亿元	09(6~8)	09(9~11)	10(1~2)	10(3~5)	10(6~8)	10(9~11)	11(1~2)	11(3)
主营业务收入	424	371	168	370	587	509	244	108
主营业务成本	212	233	120	235	290	281	163	73
主营业务税金	3	6	2	3	7	6	3	1
营业费用	-3	1	1	3	2	3	1	1
管理费用	20	21	11	19	21	23	9	6
财务费用	42	72	37	75	81	80	42	32
利润总额	114	38	-9	51	206	122	21	5
同比增速指标								
主营收入	4%	6%	12%	17%	39%	37%	45%	10%
主营成本	12%	24%	21%	32%	37%	20%	36%	4%
税金及附加	-40%	30%	-22%	2%	133%	-1%	46%	27%
营业费用	-291%	-70%	-2%	-65%	155%	260%	-17%	2075%
管理费用	13%	15%	23%	22%	3%	11%	-12%	64%
财务费用	-29%	25%	19%	-6%	90%	11%	12%	19%
利润总额	-14%	-57%	-193%	-27%	82%	218%	-346%	-59%
成本费用率指标								
主营成本率	50%	63%	72%	64%	49%	55%	67%	67%
毛利率	50%	37%	28%	36%	51%	45%	33%	33%
营业税金率	0.7%	1.6%	1.1%	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%
营业费用率	-0.7%	0.2%	0.8%	0.8%	0.3%	0.6%	0.5%	0.8%
管理费用率	4.8%	5.5%	6.4%	5.2%	3.5%	4.5%	3.8%	5.2%
财务费用率	10.0%	19.4%	22.3%	20.4%	13.7%	15.8%	17.2%	29.2%
三项费用率	14.0%	25.2%	29.5%	26.3%	17.5%	20.9%	21.5%	35.2%
度电指标(元/度)								
主营业务收入	0.221	0.270	0.298	0.280	0.249	0.266	0.336	0.263
主营业务成本	0.111	0.169	0.214	0.178	0.123	0.147	0.226	0.176
主营业务税金	0.002	0.004	0.003	0.003	0.003	0.003	0.004	0.003
营业费用	-0.002	0.001	0.002	0.002	0.001	0.002	0.002	0.002
管理费用	0.011	0.015	0.019	0.014	0.009	0.012	0.013	0.014
财务费用	0.022	0.052	0.067	0.057	0.034	0.042	0.058	0.077
利润总额	0.059	0.028	-0.015	0.038	0.088	0.064	0.030	0.012
发电量(亿度)	1913	1377	562	1322	2355	1909	724	412

资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

六、受益电力紧缺，关注供电业务，看好清洁能源

根据对各细分行业的分析，我们判断各细分行业和电力热电全行业今年的盈利如下：

- 供电业务 1~11 月份营业收入 25506 亿元，同比增长 16%，利润总额 749 亿元左右，同比增长约 27%。
- 水电业务 1~11 月份营业收入 1869 亿元，同比增长 14%，利润总额 432 亿元左右，同比增长 17%。
- 火电业务 1~11 月份营业收入 11395 亿元，同比增长 19%，利润总额 128 亿元左右，同比下降 54%。
- 核电业务 1~11 月份营业收入 264 亿元，同比增长 10%，利润总额 122 亿元左右，同比增长 10%。
- 电力、热力全行业 1~11 月份营业收入 40564 亿元，同比增长 17%，利润总额 1531 亿元左右，同比增长 9%。

今年旺盛的用电需求以及电力紧缺的状态，使得全行业均有受益，特别是供电业务以及清洁能源将有不错的表现，另外，电力紧缺使得供需关系发生逆转，未来宏观政策或将向电力行业倾斜，从而利好行业发展。预计电力、热力行业盈利增长与 GDP 预期相当。

- 供电业务，全年售电量有望达到 4.7 万亿千瓦时，如果汛期水电出力良好，可有效降低购电成本，盈利将进一步增加。
- 水电和风电等清洁能源，在大量新机组投产后，盈利继续提升。
- 火电在利用小时提升、电价调整的预期下，盈利将从谷底慢慢恢复。
- 核电装机有所增长，盈利相对稳定。

表 9：电力、热力行业全年盈利统计表

	电力热力		供电		水电		火电		核电	
	2010-11	2011-11	2010-11	2011-11	2010-11	2011-11	2010-11	2011-11	2010-11	2011-11
主营业务收入	34607	40564	21960	25506	1633	1869	9611	11395	240	264
同比增速	20%	17%	21%	16%	30%	14%	16%	19%	3%	10%
主营业务成本	31375	36776	20561	23881	926	999	8750	10474	125	139
同比增速	19%	17%	16%	16%	28%	8%	23%	20%	2%	11%
主营业务税金	143	170	81	94	18	22	35	43	2	3
同比增速	6%	19%	18%	16%	25%	20%	-22%	22%	2%	10%
营业费用	59	65	24	25	9	11	15	15	0	0
同比增速	-2%	9%	-4%	4%	25%	20%	-26%	3%	-2%	10%
管理费用	474	510	160	165	73	80	172	186	7	9
同比增速	13%	8%	20%	3%	13%	9%	4%	8%	-4%	21%
财务费用	1270	1449	368	359	274	298	550	658	13	28
同比增速	4%	14%	-2%	-2%	21%	9%	3%	20%	-54%	120%
利润总额	1410	1531	592	749	371	432	280	128	111	122
同比增速	62%	9%	840%	27%	60%	17%	-40%	-54%	14%	10%

资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

风险提示：经济下滑将影响用电需求，导致行业盈利低于预期。煤价调整、河流来水变动也将对行业业绩带来波动。

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将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》2008~2010 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。

张晨：清华大学硕士，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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。