

价格体制改革是关键

2011 年下半年电力行业策略报告

投资要点:

- ◆ **重工业导致电力需求波动大。**从我国目前的发展阶段来看,比较类似于美国工业化50-70年代时期的用电结构。以工业为主的经济结构转为以服务业为主的经济结构是需要较为漫长的时间的,随着节能减排的实行我们认为我国的GDP能耗虽然会有所降低,但是以工业尤其是重工业为主导的经济结构仍然会导致我国的电力需求波动较大。
- ◆ **电荒表现为结构性和区域性。**重工业需求抬升和电企缺乏供给的刺激,电荒呈现结构性和区域性。火电折旧成本目前占比约15%,对于企业而言,当净利润率低于-15%时,企业就没有动力开机。同时,随着这几年火电经营不善,很多电企负债累累,现金流遇到了很大的问题。我们猜测有些运营效率低下的小型电厂会停止发电。
- ◆ **投资建议:电荒带来交易性机会,电力企业真正的希望来自于电力体制改革。**目前的电荒(尽管算不上真正意义上的电荒,更像是目前体制下未来电荒的一种预演)带来市场对电力部门盈利提升的一种预期,我们尽管认为目前的电力行业从投资价值上并没有显现出很强的吸引力,在电荒背景下,电力行业的话语权提升,基本面情况有望有所改善。考虑到电力行业的估值,仍然维持“中性”。
- ◆ 建议关注火电占比高、业绩弹性较大的华能国际(600011),稳健型投资者可关注国电电力(600695)/长江电力(600900)/深圳能源(000027),及优质的地方性综合能源供应商广州控股(600098)。

重点公司盈利预测及投资评级 (2011/6/17)

股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
大唐发电	5.55	0.19	0.18	0.22	29.21	30.83	25.23	中性
长江电力	7.37	0.5	0.53	0.57	14.74	13.91	12.93	谨慎推荐
国投电力	7	0.25	0.25	0.26	28.00	28.00	26.92	中性
国电电力	2.93	0.16	0.17	0.19	18.31	17.24	15.42	谨慎推荐
桂冠电力	5.19	0.29	0.3	0.33	17.90	17.30	15.73	谨慎推荐
广州控股	6.86	0.36	0.39	0.48	19.06	17.59	14.29	谨慎推荐
华电国际	3.26	0.03	0.01	0.05	108.67	326.00	65.20	中性
华能国际	5.39	0.25	0.17	0.2	21.56	31.71	26.95	谨慎推荐
粤电力 A	5.45	0.27	0.24	0.3	20.19	22.71	18.17	中性
深圳能源	7.41	0.53	0.53	0.55	13.98	13.98	13.47	谨慎推荐

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

中性 (维持)

风险评级: 一般风险

2011 年 6 月 17 日

俞春燕

SAC 执业证书编号:

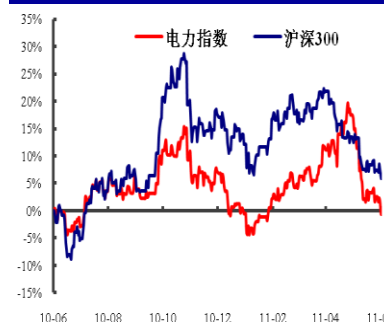
S0340511010001

电话: 0769-22119410

邮箱: ycy@dgzq.com.cn

细分行业评级

行业指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

电荒专题报告一

2011 年 5 月 27 日

电荒专题报告二

2011 年 6 月 1 日

目录

1. 经济结构决定了长期需求曲线——美国电力之借鉴.....	3
2. 上一轮“电荒”（2003-2004）回顾.....	6
3. 此轮电荒分析.....	8
4. 电力体制改革是电力行业最终出路所在——海外经验.....	11
5. 电力行业：长期投资价值取决于体制改善.....	12

插图目录

图 1：美国电力消费弹性系数.....	3
图 2：我国 GDP 增速及电力消费弹性系数.....	4
图 3：美国主要电源发电量（2010）.....	4
图 4：我国主要电源发电量（2010）.....	4
图 5：美国电源装机分布（2010）.....	4
图 6：我国电源装机分布（2010）.....	4
图 7：美国用电量分布.....	5
图 8：我国用电量分布.....	5
图 9：美国和我国电价对比.....	5
图 10：利用小时数（产能利用率）走势.....	6
图 11：装机容量和发电增速.....	7
图 12：装机容量.....	7
图 13：主要电源投资增速.....	8
图 14：主要行业工业增加值增速.....	9
图 15：火电成本构成（以华能国际为例）.....	10
图 16：电力产业链利润分布.....	11
图 17：电力行业 Roe.....	12
图 18：电力行业 pb 走势.....	13
图 19：电力行业二级市场走势.....	14

表格目录

表 1：利用小时数对比.....	8
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2011/6/17）.....	错误！未定义书签。

1.经济结构决定了长期需求曲线——美国电力之借鉴

电力是国民经济发展的最重要基础产业之一。因为电能迄今尚无法大规模储存，因此电力产品具有生产与消费近乎在同一时间完成、即“瞬时性”这一重要特性。正因为电力对经济发展的重要基础性作用及其瞬时性，我国历史上基本按照“适度提前于经济发展”这一原则进行电力项目规划、建设。

在经济发展没有明显波动的时期，适度提前的电力投资、建设基本可以较好满足经济增长对电能产品的需求。但自改革开放以来，我国经济呈现明显的工业化特征，且随着对外贸易依存度的逐年提升，我国经济受世界经济波动影响程度亦有明显提升。

从美国 1949-2007 年度的数据来看，在其经济发展过程中，工业用电占比不断下降，从 50 年代的 50%左右下降到目前的 25%。于此相反，居民用电和商业用电占比提升，目前均在 35%左右。交通运输行业占比较小，可以忽略。总体而言，随着经济由工业化年代发展到目前的后工业化时代，工业用电的占比在不停的下降。

从美国的电力消费弹性系数来看，呈现以下特点：

一是随着时间的推移波动性减小；

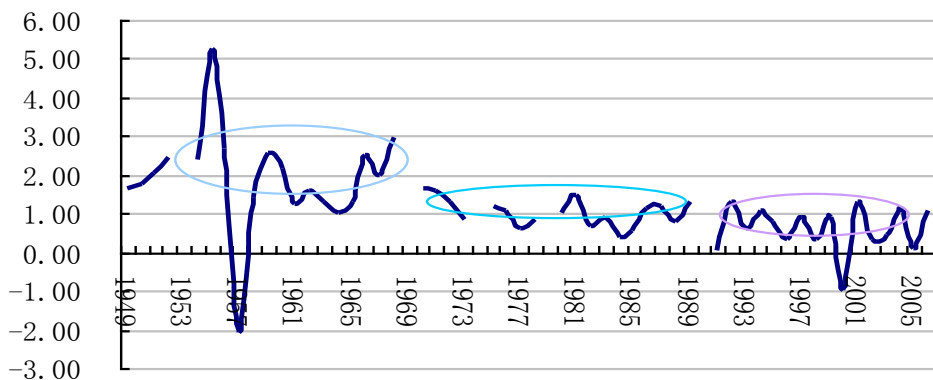
二是电力消费弹性系数不断减小。

具体来看，70 年代以前波动较大，电力弹性系数在 2 上下波动；70-80 年代电力消费弹性系数有所下降也更为稳定，基本上在 1 上下波动；而进入 90 年代以来，电力消费弹性系数平均在 1 以下。

从经济发展的阶段来看，当经济处于重工业前时期，由于农业和轻工业对电力的需求较小，因此电力需求弹性系数小于 1；当经济进入重工业时期，由于重工业大多数用电量较大而且单位能耗较高，因此当经济增速加快时，电力需求弹性系数大于 1，当经济增速下滑时电力弹性系数小于 1，具有较强的周期性；当经济进入后工业时代，也就是以服务业为主的第三产业占国民经济比例较大的时候，电力需求弹性系数会变小。

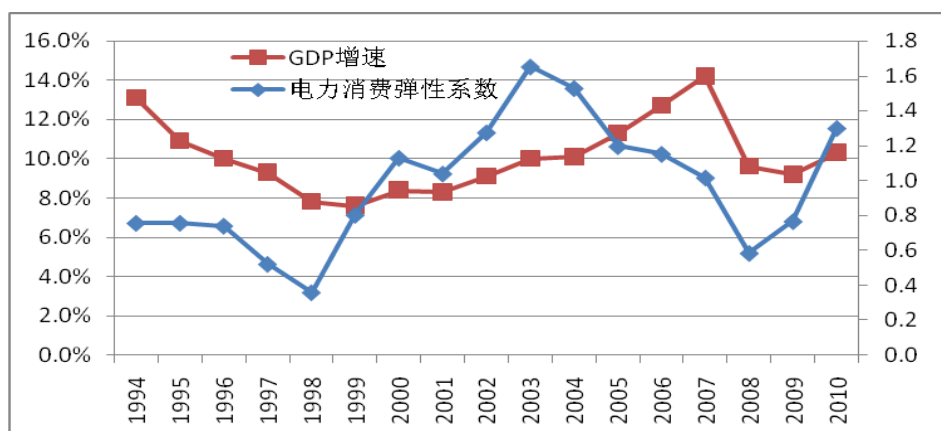
我国的工业化进程远远没有完成，因此尽管第二产业对于电力消费的拉动作用将减小，但由于第二产业所占比重较大，经济转型也不是一朝一日能够完成，因此我们认为电力消费弹性系数未来将低于十五期间，但不会处于一个非常低的数值。从我国目前的发展阶段来看，比较类似于美国工业化 50-70 年代时期的用电结构。以工业为主的经济结构转为以服务业为主的经济结构是需要较为漫长的时间的，随着节能减排的实行我们认为我国的 GDP 能耗虽然会有所降低，但是以工业尤其是重工业为主导的经济结构仍然会导致我国的电力需求波动较大。

图 1：美国电力消费弹性系数



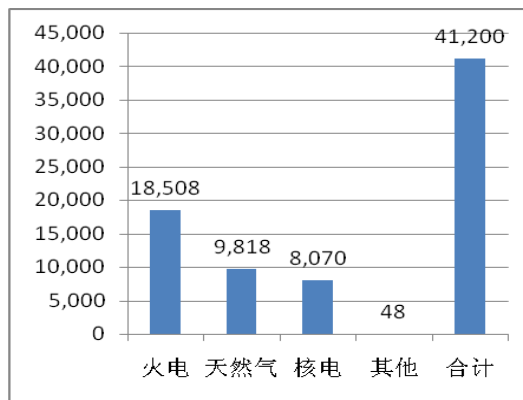
资料来源：东莞证券研究所，EIA

图 2：我国 GDP 增速及电力消费弹性系数



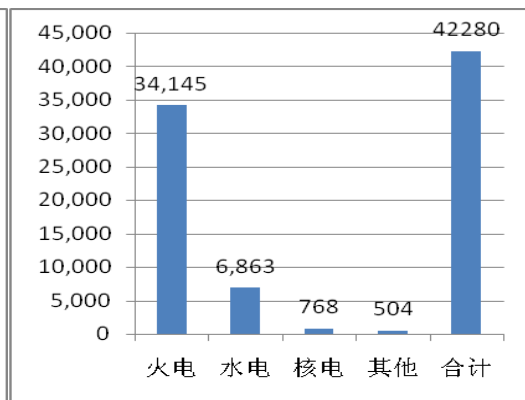
资料来源：东莞证券研究所，中电联

图 3：美国主要电源发电量（2010）



资料来源：东莞证券研究所，EIA

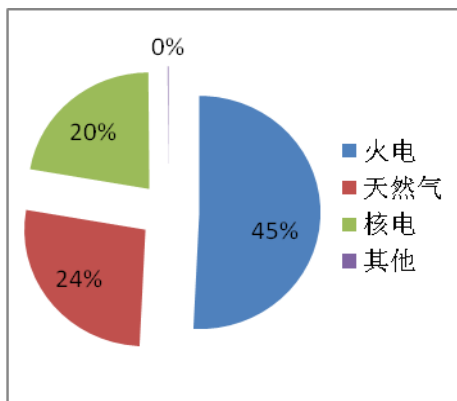
图 4：我国主要电源发电量（2010）



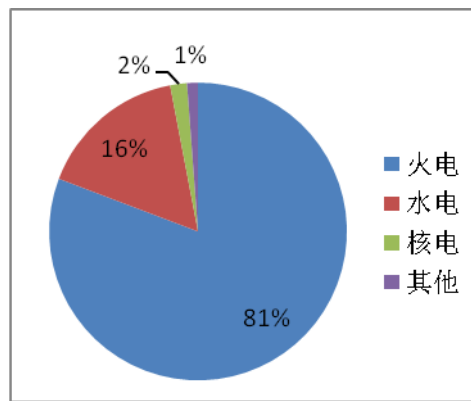
资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 5：美国电源装机分布（2010）

图 6：我国电源装机分布（2010）



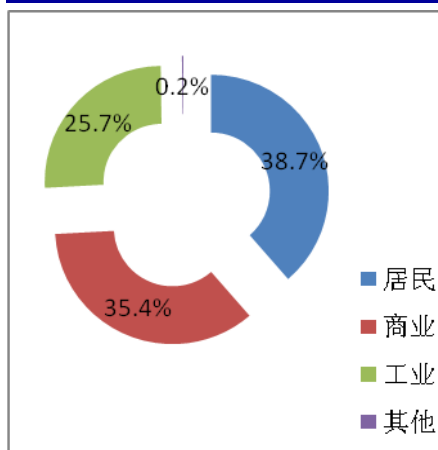
资料来源：东莞证券研究所，EIA



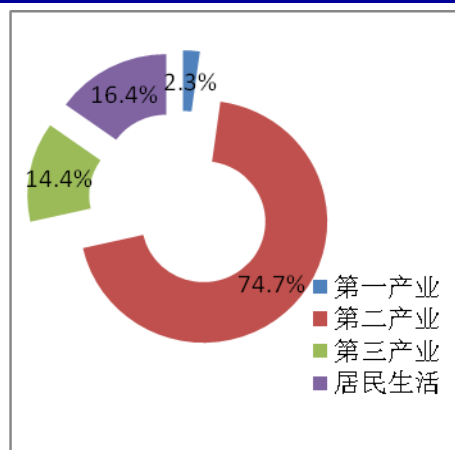
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 7：美国用电量分布

图 8：我国用电量分布

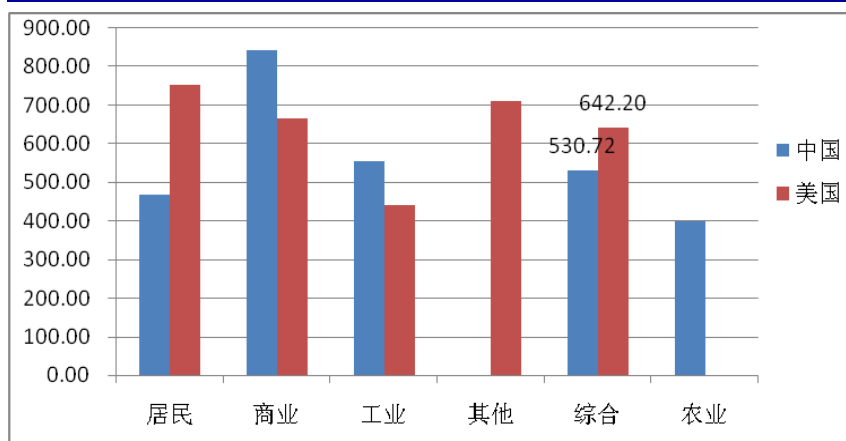


资料来源：东莞证券研究所，EIA



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 9：美国和我国电价对比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯、EIA

2. 上一轮“电荒”（2003-2004）回顾

2.1 电荒背景——亚洲金融危机后电力需求持续低迷

亚洲金融危机于 1997 年 7 月以泰铢的剧烈贬值开始。随后发生在许多亚洲国家的金融混乱对中国的冲击在 1998 年初现端倪。危机影响了中国的进出口、投资和储蓄、改革进程和地区发展。

与经济的软着陆相对应，我国电力需求增速亦由 90 年代高点的 11% 左右（93、94 年）下降至 1998 年的 2.1%。由于我国上世纪 90 年代发电装机增速始终维持在 7-10% 之间，在电力需求低迷的背景下，机组发电小时数从 1995 年开始下降，直至 1999 年出现历史最低点（1970 年以前未予考虑）。

当时电力过剩之说如同前几年（2005-2008）一样不绝于耳，大量火电厂发电小时数下降至导致亏损的状态，1999 年火电平均利用率只有 4720 小时。由于当时尚没有节能调度政策，水电企业利用率亦受到严重影响，1999 年低至 3200 小时，较百年特枯年 2006 年的利用率 3393 小时仍低 200 小时左右。

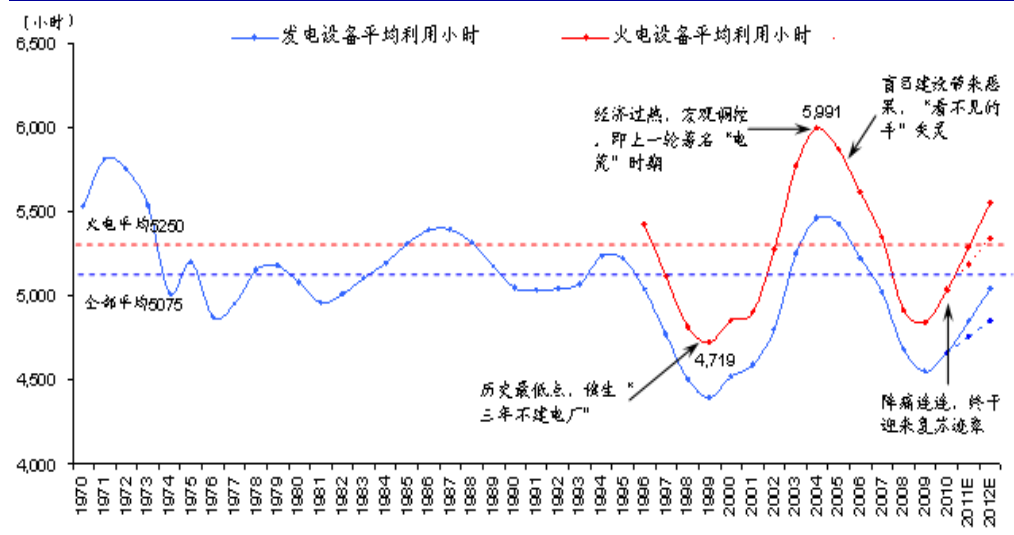
当时的电力主管机构及电力企业自身为电力行业摆脱困境，采取了包括鼓励用电在内的等多种措施，但疲弱的电力需求直到 1999、2000 年才有起色。

2.2 随后——装机容量建设减缓，需求爆发导致电荒

这一时期的电力过剩直接导致了主管机构一个不成文政策的出台——“三年不建电厂”（或“三年不建火电”）。这一政策的初衷是好的，即缓解当时发电企业机组利用率下降的压力，并促使其早日回升至行业正常水平。这一政策出台的直接结果是发电装机增速的连年下降，直至 2002 年降至 5%。

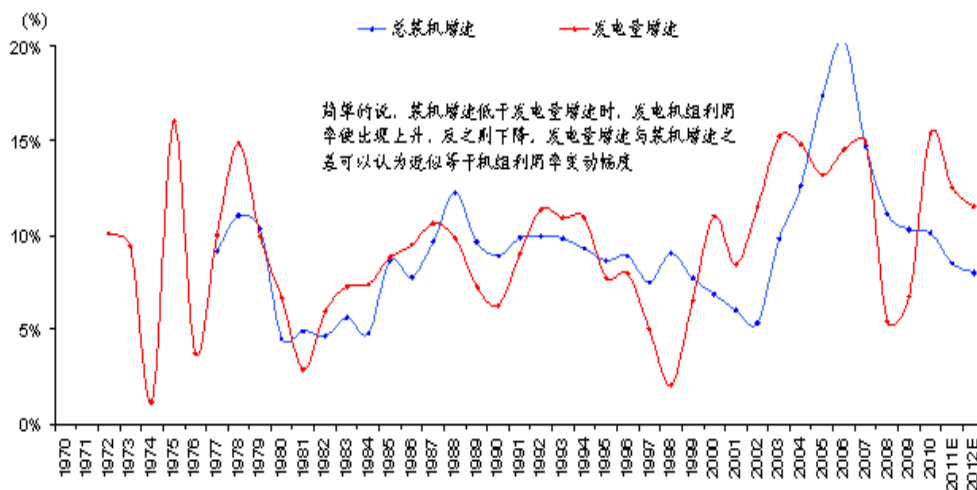
正如我们在前文对行政指令式投资体制的分析，2003 年我国重工业突然出现爆发式加速增长，这是管理层没有预计到也不大可能预计到的。1999-2001 连年下降的装机增速，在 2002 年初露端倪的电力需求增长面前尚可基本满足供应，但在面对 2003、2004 年均 15% 的电力需求增速时，彻底无法应对，以至于出现全国大范围的高峰时段拉闸限电。

图 10：利用小时数（产能利用率）走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 11：装机容量和发电增速



资料来源：东莞证券研究所，中电联

2.3 “电荒”的具体表现——2003-2004 年全国多个省份拉闸限电

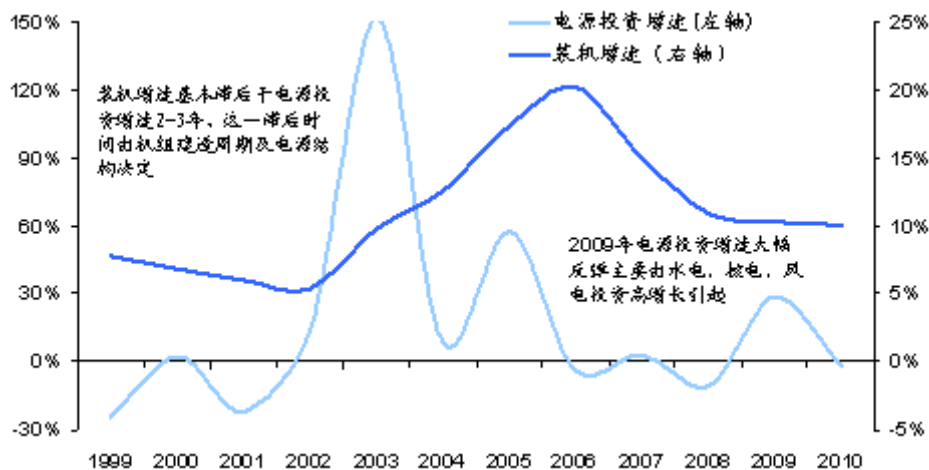
从 2002 年夏季开始，“缺电”的问题已经在中国经济的三大火车头地区——珠三角、长三角和京津唐三角及侧翼的河北南部电网显现出来。但社会各方对形势的严峻程度估计不足，加之珠三角寄希望于滇黔的多余电力通过“西电东输”解决问题，而长三角认为有三峡电量输送过来，所以问题并未引起真正的重视。

如同 2003 年春季突如其来的“非典”一样，当年的缺电问题似乎也是“突如其来”，向多米诺骨牌一样波及了约 20 个省市，这些地区纷纷出现拉闸限电现象，缺电地区覆盖了除东北电网外的所有跨省区大区电网。2003 年的缺电已经从部分地区夏季高峰或枯水期电力短缺转变为全年持续性缺电和随机性缺电。2004 年全国缺电形势更加严峻，全国最大电力缺口约 3000 万千瓦。到 2004 年 8 月，全国共有 24 个省级电网出现拉闸限电状况。按照中国能源发展报告数据，2004 年仅国家电网公司系统就累计拉限电 84.37 万条次，损失电量 224.17 亿千瓦时，中国 90% 的经济总量已经受到电力供应不足的影响。

2.4 “电荒”的后果——一轮电力投资高峰期的到来，迎来新一轮衰退周期

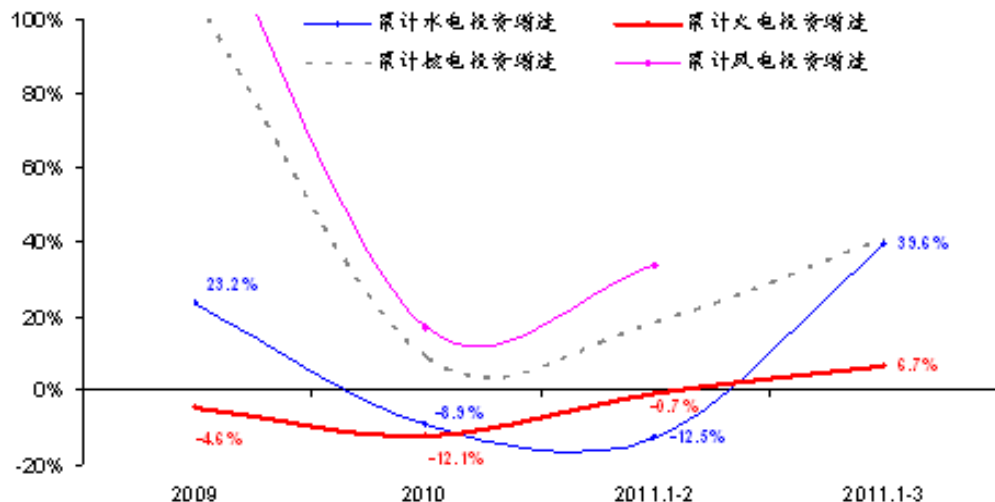
在 2003、2004 年的较为严重电力紧缺时期，管理层意识到了发电投资的严重不足，加快了发电项目的审批进度，加之刚刚从国家电力公司分拆成立的五大发电集团竞争意识正浓、做大规模意愿正强，一轮发电投资、尤其是火电投资的高潮期就此到来。而这一投资高峰导致了 2005-2009 年火电行业的新一轮发点小时数的连续下降，历史何其的相似。

图 12：装机容量



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 13: 主要电源投资增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3. 此轮电荒分析

3.1 电荒程度：产能利用率尚未充分，缺电呈现结构性和区域性

尽管有些省份出现拉闸限电的情况，但是从全国电力的产能利用率来看，并没有显现出有普遍的缺电现象，或者说至少产能是没有得到充分利用，此轮缺电并不是由于产能不足引起的。

从利用小时数来看，火电的产能利用小时数可以达到 6000 多小时，10 年火电利用小时数为 5031 小时，产能利用还处在较低的水平。11 年一季度，火电利用小时数为 1292 小时，比 10 年一季度增加了 7 个小时，也处在比较正常的水平。

因此，光从电力产能来看，并没有得到很充分的利用，说明电力供给不是因为产能不足引起。

表 1: 利用小时数对比

时间	平均利用小时	水电	火电
2006-12-31	5,198	3,393	5,612
2007-12-31	5,011	3,532	5,316
2008-12-31	4,677	3,621	4,911
2009-12-31	4,546		4,865
2010-12-31	4,660	3,429	5,031
2011-03-31	1,135	583	1,292
2010-03-31	1,125	499	1,285

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

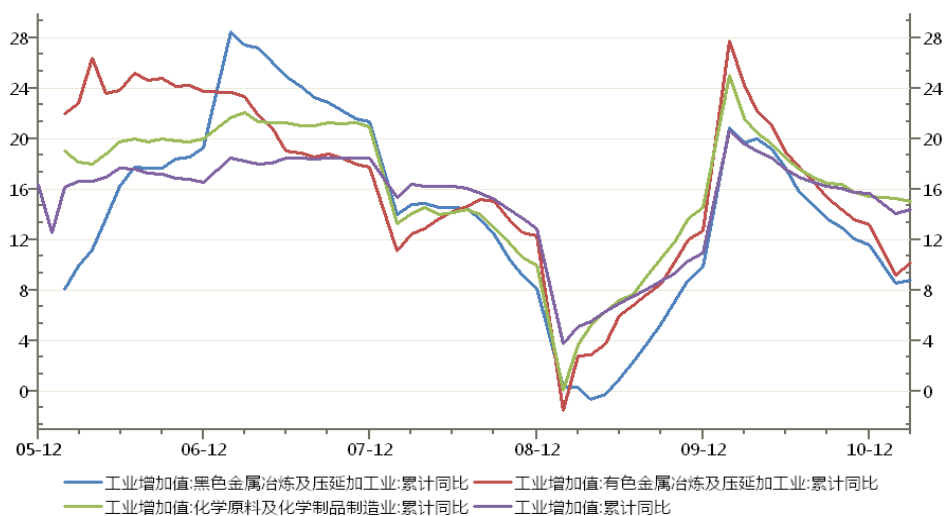
2.1 原因之需求：金融危机后电力需求增速高于 GDP，重工业需求抬升

从电力消费弹性系数来看，呈现明显的周期性。从 1998 年—2008 年是一个完整的电力需求弹性系数周期，也是经济发展的一个扩张到减缓的周期。我们可以看到，经济复苏阶段，1998—2004 年，电力消费弹性系数不断上升（见图 2）（说明电力消费增速不断超过 GDP 增速）；2004—2008 年，电力消费弹性系数在 04 年达到高点后开始下滑，经济增速继续攀升，直至 07 年到达顶峰后回落。从上一个周期可以看到：电力需求基本上领先于 GDP 指标，在经济复苏阶段，电力需求弹性系数快速反弹，随着经济复苏的延续，电力消费的增速会高于 GDP 的增速；在经济周期的后一阶段，电力需求增速会慢慢下滑。

从这几年的工业增加值来看（因为我们国家的电力消费 75%都是高耗能产业，因此工业增加值对电力需求的影响重大），在 08 年底见底后开始回升，10 年增速处于较高位置。同时，电力消耗最多的黑色金属冶炼、有色金属冶炼和化学原料及制品冶炼在金融危机后也迎来了快速反弹。

我们认为，正是这些高耗能产业的需求快速反弹，导致了电力需求的快速反弹，也是导致 10 年电力消费弹性系数达到 1.3 的缘故。

图 14：主要行业工业增加值增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

从上一轮周期看，电力消费弹性系数有可能还会抬升。但是有可能会比上一周期的要缓和些，取决于：

1、国家对经济增长模式转变的改革力度和效果。以投资为主的经济增长模式如果不改变，在经济扩张阶段，电力消费仍将保持快速；

2、节能减排。节能减排是一项长期的政策，这将会从一定程度上削减单位 GDP 能耗。

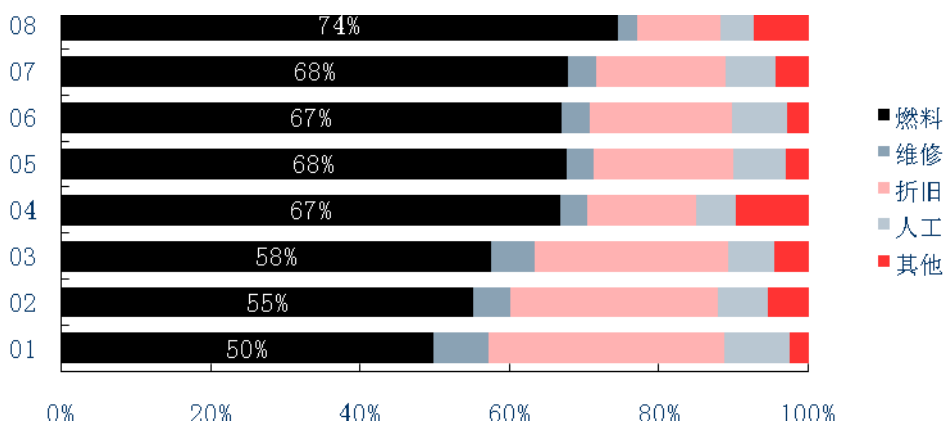
总之，我们认为，长期来看，电力消费弹性取决于经济结构的转变。中短期取决于 GDP 增速和重工业的增速。经济增长模式的转变需要一个较长的周期。因此，目前来看，电力需求增速保持较快的概率较大。

2.1 原因之供给：电企以“定价权”以争取“定量权”

从上面的分析来看，产能不足并不是主要原因（当然不排除像浙江、广东这样的用电大省局部性的产能不足）。常理来说，如果电力需求非常旺盛，就会导致供给方面利用率的不足，但是这种局面并没有出现。

我们来分析下火电企业的成本构成，选取国内最大的火电发电企业华能国际的发电成本来看，燃料成本（煤炭）占比由 10 年前的 50% 上升到 08 年的 74%，我们预计大部分火电企业目前的煤炭成本占比在 80% 左右（08 年煤炭的均价和 10 年的均价接近）。我们预计有些发电成本控制较差的企业，因为负债率较高，现金流估计难以支撑其继续发电而停止供电。对于发电企业而言，折旧成本占比（以华能 08 年为例）约 15%，对于企业而言，当净利润率低于 -15% 时，企业就没有动力开机。

图 15：火电成本构成（以华能国际为例）



资料来源：东莞证券研究所

2.1 结果：电荒或带来电力行业话语权上升

我们看下煤炭—电力—电网整个产业链这几年来的盈利情况。从中可以看到这三个行业经历的几个阶段。

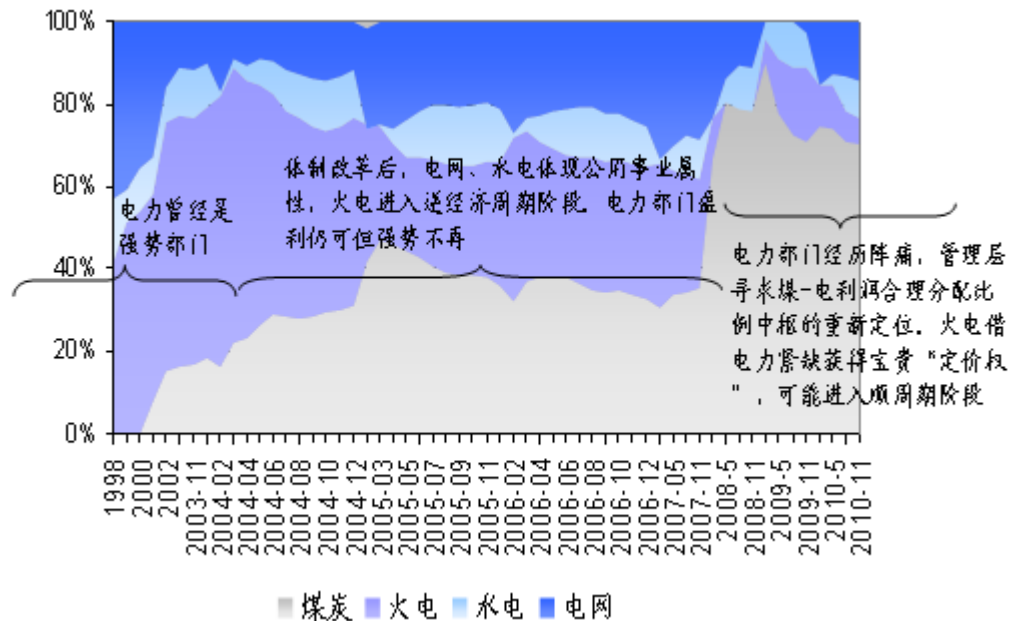
1、2004 年以前，电力行业曾经是强势部门。电力和电网盈利能力良好；煤炭行业盈利占比较小；

2、2004—2007 年：体制改革以后，火电进入逆经济周期阶段，电力部门盈利尚可但优势不再；

3、2008 年—至今：电力部门历经阵痛，管理层寻求煤—电利润分配比例中枢的重新定位。发电和电网企业盈利几乎被消耗殆尽。煤炭企业利润占比大幅上升；

4、今后——：火电企业能否以“定价权”获得“定价权”，重新进入顺周期阶段？

图 16：电力产业链利润分布



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

4. 电力体制改革是电力行业最终出路所在——海外经验

4.1 电力工业体制

19 世纪末至 20 世纪 80 年代——国家直接投资+政府管制：日美欧各国大多对电力行业实行价格和市场准入的严格管制、垂直一体化垄断经营，并有政府来维持其垄断地位；电力工业的所有制性质多以公有为主，如英国 1926 年前后电力工业国有化、德国 1920 年前后电力工业公营化，但日本、美国分别在 1900 年和 1910 年前后民营化，至今一直以民营为主。基本上可以把这一阶段归纳为“国家直接投资+政府管制”；

20 世纪 90 年代初期到现在——私人企业投资+政府监管：主要特点是欧美日企业纷纷进行市场化改革，认识到电力行业也可以通过市场化渠道实行资源的有效配置，这一时期的电力工业模式大致分为四种。1、英国和英联邦国家模式——州、郡属发输电公司和地方配电公司。这种模式的特点是：各州、郡政府有较大的自主权，每个州、郡或者几个州、郡简并垄断经营的发电、输电公司，州郡内各地方自己组织配电公司。发输电公司由州郡政府管理和经营，配电公司由地方政府自己管理和经营；2、法国模式——全国性垂直垄断管理的公有电力公司。发展中国家大都采用法国电力工业的模式，也都没有设立电力监管委员会、电力行业协会，其监管任务由中央和地方政府部门分散管理。与法国不同的地方是，法国电力工业实行了政企分开，而发展中国家大多没有实行政企分开；3、日本模式——10 大垂直垄断的自由化电力公司在各自区域内垄断经营；4、美国模式——私有制、以州为主的多模式垄断电力公司。

从发达国家的电力体制来看，基本上在发电环节都具有一定的竞争性，即使在产业链的上下游有垂直垄断的公司，例如日本，但其各个垂直垄断的电力公司之间的电价也是具有竞争性的。

我们国家目前的发电行业也允许民营企业参与，但市场集中度基本集中在五大发电集团手中，而输电和配电是垂直垄断的，由南方电网和国家电网垄断经营，几乎毫无竞争性可言。

4.2 电价形成机制

现货电力市场交易模式有多种，但基本都以竞价上网为特征。发电厂商向电力市场调度交易机构报价，通常是次日 24 小时各个时段厂商所拥有的各台机组原意提供的出力和相应的价格。该调度机构根据厂商的报价进行排序，确定价格和厂商。对于完全自由竞争的电力市场，理性的发电厂报价都将在其成本以上。目前我们国家的电价基本没有实现市场化运作，电价由政府主导，定价机制为成本+合理的利润，包括水、电、气都价格都以此作为定价的主要方法。由于通胀严重，政府往往牺牲这些公用事业行业的利益，以缓解能源价格上涨带来的通胀压力，严重蚕食这部分企业的盈利。另一方面，因为没有市场化竞争的压力，企业并没有改善经营和提升效率的动力，尤其在垄断严重的电网，输电和配电不分，权责不明晰，运营效率低下。整个电力行业没有形成合适的鼓励资源合理配置的机制，受政府严重管制。

上网电价上调能改善发电企业的状况么？我们认为短期可以，但是往往上网电价的上调会刺激煤炭企业的涨价动力，并不能持续的改善电力企业的盈利。所以电力体制不改革，能源价格居高不下的情况下，难以指望上网电价的较大幅度上调给电企带来的根本性改变。

制度，仍然是目前电力行业面临的亟待解决的问题。

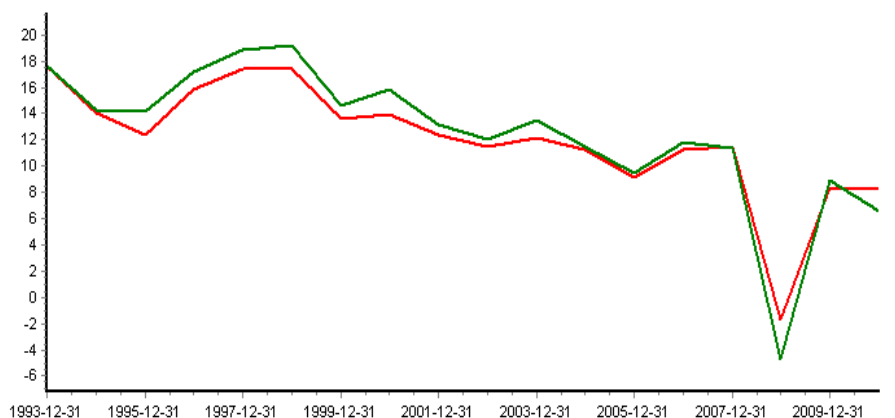
5. 电力行业：长期投资价值取决于体制改善

电力行业作为国民经济发展的重要支撑行业，需要给予合理的回报率。如果回报率过低或者处于长时间亏损必将影响新建电厂的数量、制约未来经济的安全和稳定发展。

从近二十年电力行业的回报率来看，基本上位于区间 10—20%之间，我们认为作为公用事业，获得与经济增长相近的回报率是较为合适的。08 年电力行业的净资产收益率为负数，多数火电厂均亏损。进入 09 年以来，随着煤炭成本的下降前三季度电力行业的净资产收益率已经达到了 7%，盈利能力显著回升。

从国外的发电行业来看，一般回报率在 10%左右，并且保持相对稳定。我国的发电行业在 90 年代回报率较高，基本上都在 15%上下，此后在 10%左右。08 年这样的异常情况显得很异常，10 年火电行业上市公司的回报率在 6%，整个电力行业回报率为 8%，处于较低水平。资本是逐利的，一个行业如果长期得不到合理的回报率，资本将移向别的行业。对于电力行业来说，如果资本回报率长期保持低位，电力投资的意愿将大幅下降，那么未来的电荒将不是目前这样的，电力投资下降将会导致长期的电荒，对国民经济的危害显而易见。从这个逻辑上来看，电力行业需要有更好的回报率。

图 17：电力行业 Roe

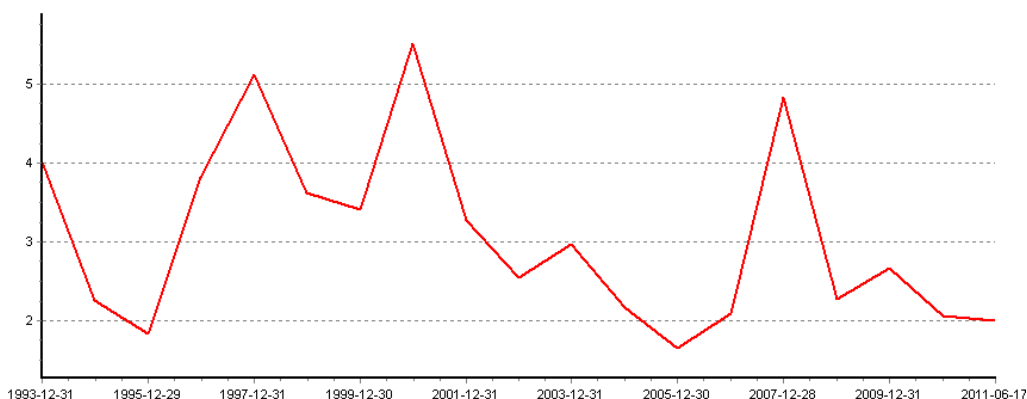


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

对于电力行业的估值，我们先来看看电力行业的历史 PB（行业盈利周期性较强，同时属于重资产行业，用 PB 估值较为合理）。电力行业的估值基本上在 1—3 倍之间。

目前电力行业的 pb 为 2 倍（按照 10 年年报），处于历史较低位置。我们按照整个电力行业的增速为 10%（假设 GDP 年均增速为 8%，电力行业消费弹性系数较高，假设年均增速为 10%），行业的 ROE 为 10—15%，则合理的 PB 估值为 1—1.5 倍（ $PB = ROE * PE$ ），单纯从价值投资来看，电力板块目前的投资价值并不明显（这也是为什么 H 股的电力股如此便宜之故）。

图 18：电力行业 pb 走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

从交易性机会来看，11 年电力设备利用小时数回升、电价有望在电荒的情况下迫使政府提升，电力行业盈利能力预计有所回升。但电价的后续调整有赖于 CPI 的回落，我们认为电力行业可能有一些交易性机会，但真正的机会仍取决于电力体制改革的进行，而这将具有较大不确定性。

从电力行业的历史走势来看，行业走势较强的时机表现在：

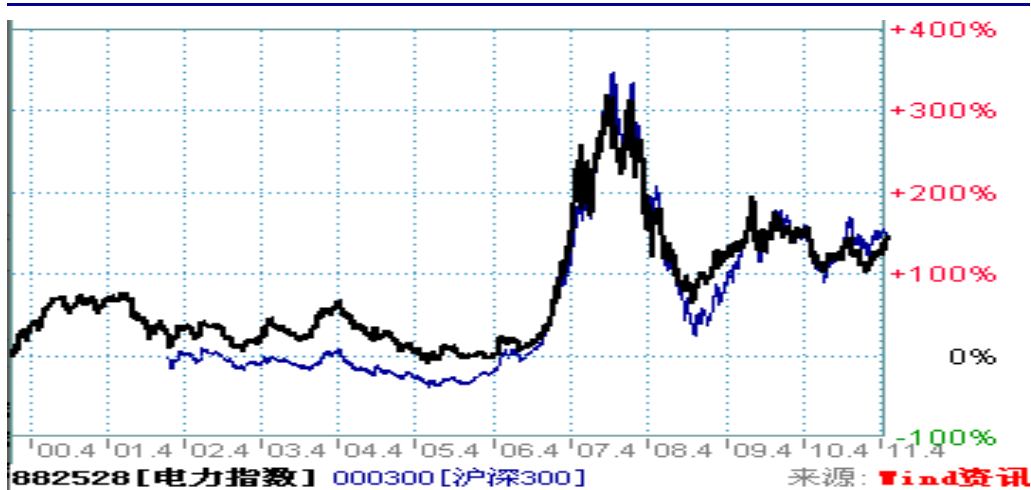
1、电荒时期。02—06 年期间电力行业的走势基本上均强于大盘。

2、熊市。因为电力行业具有较强的防御性，因此在熊市中电力行业一般走势强于大盘（08 年）。

目前的电荒（尽管算不上真正意义上的电荒，更像是目前体制下未来电荒的一种预演）带来市场对电力部门盈利提升的一种预期，我们尽管认为目前的电力行业从投资价值上并没有显现出很强的吸引力。

在电荒背景下，电力行业的话语权提升，基本面情况有望有所改善。考虑到目前火电行业的运营有一定改善预期，建议关注火电占比高、业绩弹性较大的华能国际（600011），稳健型投资者可关注国电电力（600695）/长江电力（600900）/深圳能源（000027），及优质的地方性综合能源供应商广州控股（600098）。

图 19：电力行业二级市场走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2011/6/17）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
601991	大唐发电	5.55	0.19	0.18	0.22	29.21	30.83	25.23	中性	维持
600900	长江电力	7.37	0.5	0.53	0.57	14.74	13.91	12.93	谨慎推荐	维持
600886	国投电力	7	0.25	0.25	0.26	28.00	28.00	26.92	中性	维持
600795	国电电力	2.93	0.16	0.17	0.19	18.31	17.24	15.42	谨慎推荐	维持
600236	桂冠电力	5.19	0.29	0.3	0.33	17.90	17.30	15.73	谨慎推荐	维持
600098	广州控股	6.86	0.36	0.39	0.48	19.06	17.59	14.29	谨慎推荐	首次
600027	华电国际	3.26	0.03	0.01	0.05	108.67	326.00	65.20	中性	维持
600011	华能国际	5.39	0.25	0.17	0.2	21.56	31.71	26.95	谨慎推荐	维持
000539	粤电力 A	5.45	0.27	0.24	0.3	20.19	22.71	18.17	中性	维持
000027	深圳能源	7.41	0.53	0.53	0.55	13.98	13.98	13.47	谨慎推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn