

推荐 (维持)

中报增收不增利，加快转型谋发展

2011年8月1日

电力行业7月月报 (下)

上证指数 2704

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	53	2.7
总市值 (亿元)	5943	2.4
流通市值 (亿元)	4557	2.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.9	0.5	-5.9
相对表现	-2.0	2.6	-9.2



相关报告

- 1、《电力行业 6 月月报 (下) - 电价上调解近忧，体制改革促发展》
2011/6/28
- 2、《电力行业 6 月月报 (上) - 电量形势良好，政策预期改善》
2011/6/19

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

本月，部分上市公司公告了中报或业绩快报，总体来看，受煤价上涨影响，火电企业增收难增利，为谋发展，部分电企拟再融资加快转型。行业方面，全国用电负荷再创新高，日发电量首次突破 150 亿千瓦时，下半年电力紧张的局面仍将持续。8 月建议重点关注重组成功或正在转型的上市公司。

□ **中报增收不增利，电企纷纷加快转型。**7 月份，深圳能源等多家上市公司公告了 2011 年上半年业绩快报或中报，总体来看，火电企业在电量增长的带动下，营业收入普遍增加，但由于电煤价格上涨，导致经营成本过快上涨，企业增收不增利。另外，广州控股、上海电力、湖北能源等公司集中非公开发行 A 股，进行再融资，募集资金主要投向风电、核电等清洁能源，或延伸产业链，发展天然气等上游能源，加快企业转型，改善盈利。

□ **用电负荷创新高，光伏核电再转暖。**进入迎峰度夏用电高峰以来，部分地区持续高温，空调负荷快速上升，高耗能等行业用电居高不下，导致全国多处地区用电负荷创新高，全国日发电量首次突破 150 亿千瓦时，较去年最大值增长 8.15%。下半年，节能减排如果不能有效推进，电力紧张的局面仍将持续。另外，国内多省份光伏补贴政策陆续推出，核电安全检查也已经结束，未有项目因安全而停工，我们认为，光伏、核电等新能源，在经历了一段低迷期后，正逐渐迎来市场转暖的信号。

□ **电力板块 7 月份以来跑输大盘 3.2 个百分点。**电力板块 7 月份以来跑输大盘 3.2 个百分点，过去三个月跑输大盘 9.0 个百分点。目前电力行业 2011 年平均 PE 为 18.9 倍，在所有行业中处于中等位置；电力行业平均 PB 为 1.95 倍，仅高于黑色金属、金融服务、交通运输 3 个行业，整体估值仍在低位。

□ **8 月份建议重点关注重组成功或正在转型的上市公司。**近期，众多电力公司通过重组、资产注入或再融资等方式，推进转型进程，谋求未来发展，因此，我们建议重点关注：1) *ST 金马，重组后成功转型为典型的煤电联营企业，在电价调整、煤矿扩产的推动下，业绩良好，未来作为集团煤电资产平台，成长空间广阔；2) 上海电力，拟定增收收购集团核电资产，从而介入核电领域，同时，公司通过“上大压小”，甩掉包袱，盈利能力大幅增长，进入收获期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
长江电力	6.7	0.50	0.53	0.57	13	12	1.8	强烈推荐 A
国电电力	2.8	0.21	0.18	0.22	15	13	1.8	强烈推荐 A
京能热电	8.3	0.47	0.54	0.61	15	14	2.3	强烈推荐 A
国投电力	6.7	0.25	0.30	0.35	22	19	1.4	强烈推荐 A
*ST 金马	29.8	-0.18	0.61	1.03	49	29	12.5	强烈推荐 A
上海电力	5.7	0.09	0.18	0.39	32	15	2.0	强烈推荐 A
深圳能源	7.4	0.64	0.70	0.75	11	10	1.4	审慎推荐 A
粤电力 A	5.3	0.28	0.11	0.33	48	16	1.5	审慎推荐 A
华能国际	5.0	0.29	0.22	0.27	23	19	1.4	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司动态及分析	3
1、中报、快报不乐观，火电普遍增收不增利	3
2、部分公司进行再融资，加快企业转型，改善盈利	3
3、发电量两位数增长，电量形势乐观	3
二、行业动态及影响分析	7
1、光伏市场政策频出，核电安检健康过关	7
2、迎峰度夏用电负荷创新高，电力运行整体供需平稳	7
三、行业估值比较	10
1、电力板块 7 月份以来跑输大盘 3.2 个百分点	10
2、不同板块的 PE 和 PB 比较	11
四、8 月份投资思路探讨	12

图表目录

图 1: 电力板块与沪深 300 指数 2011 年 7 月份以来走势比较	10
图 2: 电力板块与沪深 300 最近一年走势比较	10
图 3: 各行业市盈率比较	11
图 4: 各行业市净率比较	11
表 1: 重点公司 7 月份动态汇总	4
表 2: 电力行业 7 月份要闻及点评	8
表 3: 龙头公司估值表	13
附表 1: 重点电力上市公司成长性指标比较	13

一、公司动态及分析

1、中报、快报不乐观，火电普遍增收不增利

7 月份，深圳能源、建投能源、金山股份等多家上市公司公告了 2011 年上半年业绩快报或中报，总体来看，火电企业在电量增长的带动下，营业收入普遍增加，但由于电煤价格上涨，导致经营成本过快上涨，盈利能力下降，业绩同比下滑，企业增收不增利。

- **深圳能源**：公司预计上半年实现营业收入 66.4 亿元，同比增长 8.2%，主要是公司河源电厂、加纳电厂售电量增加所致，但由于公司燃料成本去年底以来有较大幅度的增长，公司预计营业利润 7.5 亿元，同比减少 21.13%，归属于母公司所有者净利润 7.0 亿，同比减少 20.7%。
- **建投能源**：受煤价上涨影响，公司上半年处于亏损状态，预计实现归属于母公司净利润-1000 万元。4 月份，发改委上调上网电价后，公司已于二季度实现扭亏为盈，但仍未能弥补一季度的亏损。目前煤价较为稳定，我们预计下半年盈利有所改善。
- **金山股份**：公司公布 2011 年中报，上半年实现销售收入 9.1 亿元，同比增长 34%；受燃料价格上涨影响，公司营业利润同比减少 38%。但由于公司参股的白音华煤电一体项目盈利较好，贡献投资收益 0.6 亿元，从而带动归属净利润同比增长 33%。

另外，黔源电力、岷江水电、乐山电力等水电公司，也公布了上半年业绩预告，预计实现归属于母公司所有者净利润分别同比增加 105%、-6%~-14%、47%，由于近年来水普遍好于去年，水电企业电量形势较好，盈利同比有较大增长。

2、部分公司进行再融资，加快企业转型，改善盈利

7 月份，广州控股、上海电力、湖北能源等公司非公开发行 A 股，进行再融资，募集资金主要投向风电、核电等清洁能源，优化电力结构，或延伸产业链，发展天然气等上游能源，改善盈利。

- **湖北能源**：公司拟非公开发行股票不超过 4.4 亿股，募集资金不超过 32.5 亿元，用于投向风电、输气管道建设及补充营运资金。项目投产后，公司清洁能源的比重将得到提升，同时，向上游开拓天然气等垄断资源领域，具有重要的战略意义。
- **上海电力**：公司拟非公开发行股票不超过 18.3 亿股，募集资金不超过 95 亿元，用于收购中电投集团持有的禾曦能投公司的全部股权及补充流动资金。收购完成后，公司将开始涉足核电领域，形成传统能源与高效清洁能源并存的多元化结构，盈利能力大幅改善，也成为 A 股中少数大比例持股核电资产的上市公司标的。
- **广州控股**：公司拟非公开发行 A 股股票不超过 7 亿股，募集资金总额不超过 45 亿元，收购集团广州拥有的燃气集团 100% 股权。届时，公司将加快转型，介入上游天然气领域，在西气东输和川气东送项目完成后，公司天然气销售量有望增加 30 亿立方米，提升公司业绩。

3、发电量两位数增长，电量形势乐观

7 月份，多家公司公布了上半年发电量数据，总体来看，受益于良好的经济形势，火电企业发电量基本保持了两位数以上的增长，而水电企业今年来水向好，发电量同比也有

所增加。目前，全国经济增速仍在高位，用电需求旺盛，预计下半年电量形势仍然乐观。

- **华能国际:** 上半年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 1524 亿千瓦时，同比增长 28%；累计完成售电量 1437 亿千瓦时，同比增长 28%。
- **华电国际:** 上半年，公司合并报表口径累计完成发电量 737 亿千瓦时，同比增长 18%；累计完上网电量 689 亿千瓦时，同比增长 18%。
- **大唐发电:** 上半年，公司合并报表口径累计完成发电量 962 亿千瓦时，上网电量 907 亿千瓦时，较去年同期分别增长 19.1%和 19.3%。
- **国电电力:** 上半年，公司合并报表口径累计完成发电量 694 亿千瓦时，上网电量 654 亿千瓦时，较去年同期分别增长 17.9%和 18.3%。
- **国投电力:** 上半年，公司合并报表口径累计完成发电量 298 亿千瓦时，上网电量 285 亿千瓦时，较去年同期分别增长 15.0%和 15.4%。
- **长江电力:** 上半年，公司合并报表口径累计完成发电量 391 亿千瓦时，较去年同期分别增长 6.5%，其中，三峡电站完成 319 亿千瓦时，同比增长 7.3%，葛洲坝完成 72 亿千瓦时，同比增长 3.1%。
- **桂冠电力:** 上半年，公司合并报表口径累计完成发电量 110 亿千瓦时，较去年同期增长 34.2%，其中，水电 89 亿千瓦时，火电 20 亿千瓦时，风电 1.1 亿千瓦时。

表1: 重点公司7月份动态汇总

公司名称	事项	事件内容	简评
深圳能源 (000027)	业绩快报	公司公布半年度业绩快报，预计上半年实现营业收入 66.4 亿元，同比增长 8.2%，营业利润 7.5 亿元，同比减少 21.13%，总利润 10.5 亿元，同比减少 17.8%，归属于母公司所有者净利润 7.0 亿，同比减少 20.7%，基本每股收益 0.26 元，同比减少 20.7%。	公司营业收入的增长，主要是公司河源电厂、加纳电厂售电量增加所致，但由于公司燃料成本去年底以来有较大幅度的增长，导致公司净利润同比下降。
	交货公告	公司全资子公司深圳市能源运输有限公司购置两艘 7.6 万吨级新造燃煤运输船舶，已于 2011 年 5 月 8 日和 2011 年 7 月 18 日交付。	截至目前，公司共拥有四艘 7.6 万吨级燃煤运输船舶，将能进一步合理配置公司电煤自有运力，保障发电主业的生产。
穗恒运 (000531)	业绩快报	公司预计上半年实现营业收入 15.7 亿元，同比增长 8.7%，营业利润 1.0 亿元，同比减少 53.5%，总利润 1.0 亿元，同比减少 52.9%，归属于母公司所有者净利润 0.4 亿，同比减少 44.7%，基本每股收益 0.14 元，同比减少 49.5%。	公司业绩的下滑，主要是燃煤市场采购价格比上年同期上涨，导致发电主业盈利下降所致。
	征费公告	广州市人民政府下发的《印发广州市价格调节基金管理规定的通知》，通过向社会征集的方式征集价格调节基金，其中市内发电企业按上网销售电量 0.002 元/千瓦时计征，价格调节基金由市地方税务部门统一代征、代缴。	该基金是用于平抑、调节与人民群众生产、生活密切相关的重要商品价格异常波动的专项资金，将会对公司现有业绩产生一定的影响。
建投能源 (000600)	业绩快报	公司预计上半年实现归属于母公司所有者净利润-1000 万元，基本每股收益 -0.01 元，较去年同期大幅减少。	虽然公司上半年发电量实现增长，但受煤价上涨影响，公司一季度业绩出现较大亏损，4 月份，发改委上调上网电价后，二季度实现扭亏为盈，但仍未能弥补一季度的亏损。

公司名称	事项	事件内容	简评
	公司债核准	公司公开发行不超过 8 亿元公司债，于 7 月 29 日获得证监会核准。	公司拟发行不超过人民币 8 亿元的公司债券，主要用于调整公司债务结构和补充流动资金，改善财务状况。
湖北能源 (000883)	定增公告	公司拟采用向特定对象非公开发行方式，发行股份的数量不超过 44350 万股，发行股价不低于 5.33 元/股，募集资金不超过 32.5 亿元，用于投向风电、输气管道建设及补充营运资金。	本次定增，公司进一步加大了清洁能源的比重，开拓了天然气等垄断资源领域，具有重要的战略意义，同时，有利于盈利能力进一步提升，竞争优势及整体实力得到增强，也为未来公司的成长打开了想象空间。
黔源电力 (002039)	业绩快报	公司预计上半年实现营业收入 6.5 亿元，同比增长 120.7%，营业利润 0.4 亿元，同比增长 112.7%，总利润 0.4 亿元，归属于母公司所有者净利润 0.15 亿，同比增长 107.5%，基本每股收益 0.075 元，同比增长 105%。	公司主营收入的增长主要原因是今年上半年来水远好于去年，且董箐电站 3、4 号机组于去年下半年相继投产，带来发电量同比增长，另外，公司折旧方式发生调整，使得公司利润大幅增加。
华能国际 (600011)	电量公告	上半年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 1524 亿千瓦时，同比增长 28%；累计完成售电量 1437 亿千瓦时，同比增长 28%。	公司电量的大幅增长，一方面是今年用电需求旺盛，公司所在区域用电增速较快；另一方面，公司去年下半年，多台新机组投产，以及收购部分机组，装机增长带来电量增加。
上海电力 (600021)	定增公告	公司拟采用向特定对象非公开发行方式，发行股份的数量不超过 18.3 亿股，发行股价不低于 5.21 元/股，募集资金不超过 95 亿元，用于收购中电投集团持有的禾曦能投公司的全部股权及补充流动资金。	本次收购目标均为优质核电资产，收购完成后，公司将开始涉足核电领域，清洁能源的比重大幅提升，形成了传统能源与高效清洁能源并存的多元化结构，也成为 A 股中少数大比例持股核电资产的上市公司标的。
华电国际 (600027)	电量公告	上半年，公司累计完成发电量 737 亿千瓦时，同比增长 18%；累计上网电量 689 亿千瓦时，同比增长 18%。	公司电量的增长，主要原因是公司新投产机组和新收购发电企业的电量贡献。
广州控股 (600098)	定增公告	公司拟向特定对象非公开发行 A 股股票不超过 7 亿股，发行价格不低于 6.52 元/股，募集资金总额不超过 45 亿元，其中，大股东广州发展集团拟以其拥有的广州燃气集团有限公司 100% 股权参与认购。同时，公司拟以现金收购大股东持有的广电集团、发展中心、南沙投管的股权。	西气东输和川气东送项目完成后，公司天然气销售量有望增加 30 亿立方米，未来广州煤气集团的销售收入应能够超过深圳燃气的规模，目前，深圳燃气的销售收入已经达到 66 亿元。
	征费公告	公司收到广州市人民政府下发的《印发广州市价格调节基金管理规定的通知》，公司下属珠江电力、东方电力和珠江天然气发电按上网销售电量 0.002 元/千瓦时计征缴纳价格调节基金。	上述规定从 2011 年 7 月 7 日起施行，有效期 5 年，将会对公司现有业绩产生一定的影响。
明星电力 (600101)	电价公告	公司收到遂宁市发展和改革委员会《关于调整四川明星电力股份有限公司电力销售价格的通知》（遂发改【2011】269 号），从 2011 年 6 月 1 日起，公司供区内除居民生活用电外，其他用电价格每千瓦时上调 0.52 分。	由于上网电价和销售电价均进行了上调，本次电价调整，主要是为消化公司购电成本的上涨，不会由此增加公司营业利润。
岷江水电 (600131)	业绩快报	公司上半年合并报表归属于母公司股东的净利润预计在 3250-3550 万元之间，低于去年同期 3784 万元的利润水平。	虽然公司用电客户逐渐恢复生产，提升了公司经营业绩，但公司贷款总额增加及贷款利率上调，增加了公司的财务费用，同时，公司本期无处置股票收益，导致公司业绩下滑。

公司名称	事项	事件内容	简评
桂冠电力 (600236)	电量公告	上半年,公司合并报表口径累计完成发电量 110 亿千瓦时,较去年同期增长 34.2%,其中,水电 89 亿千瓦时,火电 20 亿千瓦时,风电 1.1 亿千瓦时。	公司电量的增长,主要是去年上半年南方旱情,影响公司电量,导致电量基数较低,今年以来,红水河来水较好,带来公司电量的大幅增长。
金山股份 (600396)	中报公告	公司 2011 年上半年实现销售收入 9.1 亿元,同比增长 34%;营业利润 0.3 亿元,同比减少 38%;投资收益 0.6 亿元,大幅增长 606%;归属于上市公司净利润 0.3 亿元,同比增长 33%,折合每股收益 0.08 元	受益于公司装机增长,上半年,公司累计完成发电量 26.2 亿千瓦时,同比增长 41.5%,从而带动营业收入大幅增长,但由于煤价上涨,公司燃料成本增加,导致公司利润率、毛利率均出现下滑。
乐山电力 (600644)	业绩快报	公司预计上半年实现营业收入 11.6 亿元,同比增长 58.9%,营业利润 0.9 亿元,同比增长 75%,总利润 0.9 亿元,归属于母公司所有者净利润 0.6 亿,同比增长 47%,基本每股收益 0.18 元。	公司电力、自来水供应等业务较为稳定,多晶硅业务受市场价格影响,波动较大,近期多晶硅价格仍在低位,在市场未转暖前,全年业绩需谨慎看待。
国电电力 (600795)	电量公告	上半年,公司合并报表口径累计完成发电量 694 亿千瓦时,上网电量 654 亿千瓦时,较去年同期分别增长 17.9%和 18.3%。	公司电量的增长,主要是:1)受新机投产的影响,公司河北新能源、和风风电、红雁池一发、大渡河水发电电量同比大幅增长;2)受区域用电需求增长影响,北仑一发、三发、石嘴山发电发电量同比有所增长;
	投产公告	6 月 29 日,公司所属大渡河公司投资建设的深溪沟水电站 4 号机(单机 16.5 万千瓦)完成 72 小时试运行,成功并网发电。	深溪沟水电站全部投产后,大渡河公司装机容量达到 560 万千瓦,公司控股装机容量达到 3060 万千瓦,其中水电装机容量达到 685 万千瓦。
国投电力 (600886)	电量公告	上半年,公司合并报表口径累计完成发电量 298 亿千瓦时,上网电量 285 亿千瓦时,较去年同期分别增长 15.0%和 15.4%。	公司电量的增长,主要是受益于电力市场需求旺盛、燃料供应充足以及来水较好,公司下属电站华夏发电、北疆电厂、大朝山电站发电量同比增幅较大。
	转股公告	公司发行的国投转债自 2011 年 7 月 26 日起可转换为公司流通 A 股股票,转股起止日为 2011 年 7 月 26 日至 2017 年 1 月 25 日。	由于公司实施了每 10 股派发现金红利 0.25 元利润分配方案,因此本次转股价格为 7.27 元/股。
长江电力 (600900)	电量公告	上半年,公司合并报表口径累计完成发电量 391 亿千瓦时,较去年同期分别增长 6.5%,其中,三峡电站完成 319 亿千瓦时,同比增长 7.3%,葛洲坝完成 72 亿千瓦时,同比增长 3.1%。	虽然 5 月份,受长江中下游旱情影响,三峡电站向下游补水缓解旱情,但由于还在枯水期,对公司全年业绩影响不大。公司上半年电量的增长,主要由于去年基数较低,今年整体来水好于去年,带来电量的增长。
	董事会公告	公司董事会决议通过《关于提请股东大会授权董事会实施重大资产重组后续交易事项的议案》,提请公司股东大会批准继续授权董事会全权办理地下电站收购事宜,直至收购完成。	三峡地下电站首批机组预计将于 2011 年 7 月底前投产,除可充分利用长江汛期水能资源发电外,还可改善三峡电站的电能质量,提高调峰能力。
大唐发电 (601991)	电量公告	上半年,公司合并报表口径累计完成发电量 962 亿千瓦时,上网电量 907 亿千瓦时,较去年同期分别增长 19.1%和 19.3%。	公司电量的增长,主要受益于公司新增装机容量及公司电厂服务区域电力需求的增长。

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、光伏市场政策频出，核电安检健康过关

光伏、核电等新能源，在经历了较长一段低迷期后，正逐渐迎来市场转暖的信号。近期，随着国内多省份光伏补贴政策陆续推出，光伏上网基准电价也有望出台，从而推动光伏产业进入下一轮热潮。

- **江苏补贴政策：**着眼实现地面光伏并网发电上网电价 1 元/度，2010 年 1.7 元/度，2011 年 1.4 元/度。
- **青海补贴政策：**该省为今年 9 月 30 日前建成的光伏电站定下 1.15 元/度的上网电价，且不对光伏发电的总装机容量做出限制。
- **山东补贴政策：**出台了更为优厚的补贴政策，2010 年投产的光伏并网电站，电价为 1.7 元/度，2011 年投产的电价为 1.4 元/度，2012 年投产的电价为 1.2 元/度。
- **点评：**据了解，随着各省产业政策的出台，近期国家发改委也将出台光伏上网电价的基准电价，该基准电价将高于风电的上网电价，各地可以基准电价为标准，结合地方财政另行补贴。相关政策的出台，从侧面反映了国家和地方政府推动光伏产业发展的决心，努力加快国内光伏市场全面启动的步伐，从而摆脱产业发展对国外的依赖。

另外，核电长达 5 个月的安全检查也已经结束，这次检查没有发现重大隐患问题，也没有不符合安全标准的项目，也就是说，不会有哪个项目因为安全问题而停工。

- **点评：**目前，“十二五”期间预备建成运营的核电站实际上都已经动工，而日本核危机后，核电审批暂停影响的也只是“十三五”等时期运营的核电站，“十二五”核电装机目标仍可实现。

根据规划，十二五期间，我国光伏、核电装机规划，将分别达到 500 万千瓦和 4000 万千瓦，光伏、核电等新能源作为新生产业，在我国发展的基础仍然薄弱，成本相对较高，政策支持、科学规划和安全发展仍是产业目前最需要解决的问题。随着国家政策的陆续出台，产业发展也将有法可依，有价可循，有利于行业健康发展。

2、迎峰度夏用电负荷创新高，电力运行整体供需平稳

进入迎峰度夏用电高峰以来，部分地区持续高温，空调负荷快速上升，高耗能等行业用电居高不下，导致全国多处地区用电负荷创新高，部分时段发电量刷新历史记录，用电缺口较大：

- **日发电量创新高：**7 月 26 日，全国发电量今年第 7 次刷新历史纪录，日发电量首次突破 150 亿千瓦时，达到 150.96 亿千瓦时，较去年最大值增长 8.15%。
- **发电出力创新高：**全国最高发电出力同创历史新高，达 64364 万千瓦，较去年最大值增长 9.76%。
- **区域用电创新高：**南方电网公司全网最高负荷达到 1.116 亿千瓦，较去年最高负荷增长 7.0%。华北、华中等两个区域电网用电负荷同样创出新高，分别达 15889 万

千瓦、12391 万千瓦。

- **部分省份用电新高：**山东、江西和浙江等 3 个省级电网用电负荷也达到历史峰值，分别为 5160 万千瓦、1261 万千瓦和 4669 万千瓦。
- **多省份有序用电：**国家电网经营区域内湖南、河南、江西、四川电网采取了有序用电措施，最大限电电力分别为 323、171、111、125 万千瓦，最大电力缺口合计 730 万千瓦。

入夏以来，用电负荷再创新高，电力供需形势仍然偏紧，但负荷增速已有所回落，另外，由于汛期水电增发，同时电厂煤炭库存充足，加大了电力供应，全国电力运行虽有缺口，但总体平稳。

下半年，如果节能减排不能有效推进，高耗能用电仍然旺盛，电力紧张的局面仍将持续，我们认为，在经济结构调整的大背景下，更应从电力需求侧加强管理，严格执行有序用电方案，淘汰落后产能，保障电力安全有序供应。

表2：电力行业7月份要闻及点评

时间	行业事件	内容	简评
2011.07.04	电厂脱硝优惠政策正抓紧协调	目前，《火电厂大气污染物排放标准》已通过环保部常务会议审议并做最后修改，同时，火电厂脱硝优惠政策也正在紧锣密鼓地制定当中。	根据初步方案，脱硝电价或享受每度补贴 0.012 元的优惠，可在一定程度上，弥补电企增加脱硝装置带来的成本压力，调动电企脱硝积极性。
2011.07.07	国内首座电力企业自建千万吨煤矿投产	6 月 30 日，我国电力企业自主开发建设的第一座千万吨级特大型现代化煤矿——华电内蒙古蒙泰不连沟煤矿在鄂尔多斯市举行竣工投产仪式。	经过多年来与煤炭企业的博弈，以及在煤炭领域的开拓，五大发电集团煤炭产能已初具规模，十二五期间，五大集团合计产能或将达到 5.6 亿吨，届时将大幅提高对煤价的话语权和煤炭的自给率。
2011.07.10	十二五生物质发电目标将超光伏发电量	“十二五”末中国将形成 1300 万千瓦生物质发电装机规模，相较于去年年底中国电力企业联合会发布的《电力工业“十二五”规划研究报告》，这一目标翻了两番。	生物质发电是可再生能源发电的一种，包括农林废弃物直接燃烧发电、农林废弃物气化发电、垃圾焚烧发电、垃圾填埋气发电、沼气发电等。截至 2010 年底，我国生物质发电装机约 550 万千瓦。
2011.07.11	内蒙古国家级能源基地发展将全面破题	《国务院关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见》（以下简称《意见》）明确了内蒙古作为国家重要能源基地和新型化工基地的定位，未来 5 年内，国家将支持内蒙古建设通至中部省份的北煤南运新通道，同时，将内蒙古电力外送通道纳入国家电网建设总体规划，优先安排建设。	《意见》为解决内蒙古能源发展瓶颈提供了政策支持，能源输送通道问题将优先解决，并网发电能力大大增强，当地企业的盈利能力也将得到提升。
2011.07.14	我国风电并网标准新政策即将密集出台	7 月 7 日，国家电网公司在京召开了“加强风电并网管理座谈会”，今后要严格统一各部门的风电规划，在并网方面，国家标准《风电场接入电力系统技术规定》、行业标准《大型风电场并网设计技术规范》已通过审查，即将出台。	相关政策的出台，将有效解决风电场建设与电网规划不协调，以及普遍存在“先核风、后核网”的现象，有利于风电建设的健康发展，和上网输送。

时间	行业事件	内容	简评
2011.07.20	火电企业负债率攀升融资难望政策支持	受到持续亏损的影响，火电企业的负债率居高不下，截至4月底，火电企业资产负债率为73.8%，比3月底提高2.1个百分点，五大发电集团火电资产负债率甚至均超过了80%。按照资产负债率超过85%就难以获得银行贷款的标准来看，一些火电企业的资金状况已经处于危险边缘。	据媒体报道，国家能源局正按照国务院要求制定“解决电力企业资金问题的办法”，办法分为两大政策方向，一是向电力行业注入资本金；二是金融机构在遵守规定前提下，给电力企业以支持。长远来看，我们认为，加快电价改革，理顺电价疏导机制，才是根本办法。
2011.07.21	电监会部署当前电力监管重点工作	7月21日，国家电监会召开干部大会，部署了当前电力监管的重点工作，对贯彻落实中央水利工作会议、国务院常务会议和国家应对气候变化及节能减排工作领导小组会议等精神一并进行部署。	我们认为，会议指出了当前监管的几个要点，紧扣“十二五”电力科学发展，积极主动地对电力发展战略、煤电矛盾、电力结构的分析研究，对新能源并网发电、特高压的监管提出监管意见。
2011.07.28	核电安检过关或使十二五能源规划调整	始于3月份的全国核电安全大检查已经结束，这次检查没有发现重大隐患问题，也没有不符合安全标准的项目。	考虑到核电审批滞后，可能影响核电“十二五”规划，中国可再生能源学会曾建议，将此前通过的“十二五”规划的风电、太阳能目标调高。其中2015年风电装机从7000万千瓦，变成1亿千瓦，太阳能装机从500千瓦提高到1000万千瓦。
2011.07.29	南方五省区下半年电力供应总体偏紧	南方电网公司2011年半年工作座谈会指出，夏季用电高峰期间，随着气温升高，广东、广西用电负荷将继续增长，贵州工业用电需求旺盛。预计全网最高负荷将达到1.18亿千瓦，同比增长13.1%，下半年南方电网电力供应总体偏紧。	上半年，南方电网公司全网最高负荷达到1.116亿千瓦，较去年最高负荷增长7.0%。我们认为，由于去年下半年节能减排导致用电基数较低，在目前良好的经济形势下，预计下半年用电增速仍将维持高位。
2011.07.29	全国日发电量首次突破150亿千瓦时	国家电网7月28日发布公告称，7月26日，受部分地区持续高温致空调负荷上升等因素影响，全国发电量今年第七次刷新历史纪录——日发电量首次突破150亿千瓦时，达到150.96亿千瓦时，较2010年最大值增长8.15%	受用电负荷新高影响，国家电网经营区域内湖南、河南、江西、四川电网采取了有序用电措施，最大电力缺口合计730万千瓦，我们认为，在高温天气影响下，迎峰度夏期间电力紧张的情况仍将持续。
2011.07.30	光伏上网基准电价拟近期出台	根据媒体报道，近期国家发改委将出台光伏上网电价的基准电价，该基准电价将高于风电的上网电价，各地可以基准电价为标准结合地方财政另行补贴。	光伏上网基准电价的出台，将使得行业有价可循，即便发改委出台较低基准定价，地方政府亦可以进行补贴，有利于光伏行业发展。

资料来源：公开信息，招商证券整理

三、行业估值比较

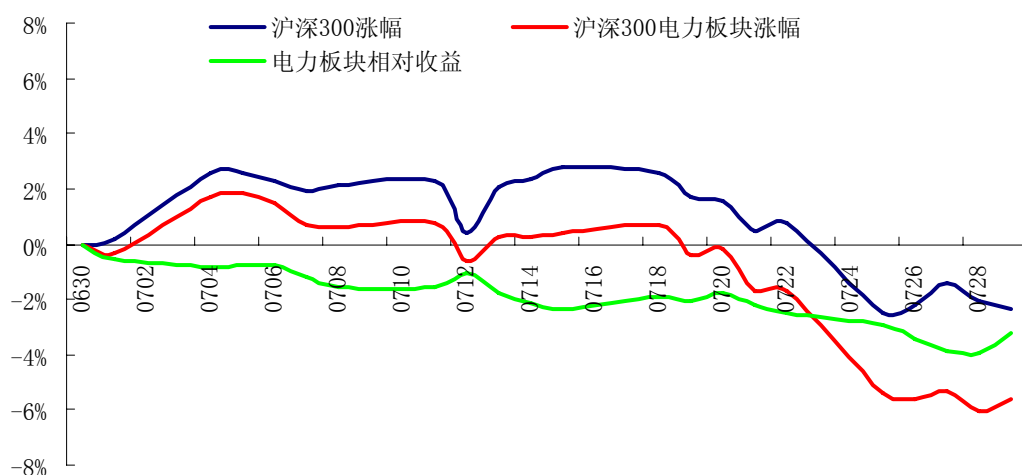
1、电力板块 7 月份以来跑输大盘 3.2 个百分点

7 月份以来，沪深 300 指数下跌 2.4%，电力板块下跌 5.6%，跑输市场 3.2 个百分点。

- 过去三个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 9.0 个百分点。
- 过去六个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 7.7 个百分点。
- 过去一年，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 20 个百分点。

7 月中旬，在上半年宏观经济数据及 CPI 创新高等因素影响下，市场整体维持震荡格局，进入下旬，受“7.23”动车追尾事故影响，高铁相关产业和板块，带动 A 股市场全线下挫，加上 8 月份美国债务危机以及国内加息预期，预计市场走势不乐观。由于电力板块与宏观经济密切相关，本月出现整体回调，跑输市场 3.2 个百分点。

图1：电力板块与沪深300指数2011年7月份以来走势比较



资料来源：wind，招商证券（截至 7 月 29 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 7 月 29 日收盘价）

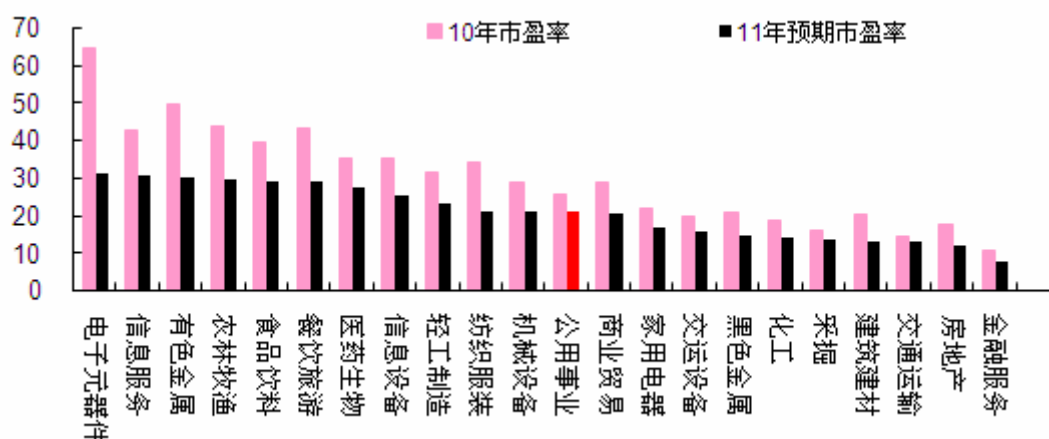
2、不同板块的 PE 和 PB 比较

按照 7 月 29 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 2011 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，电力行业整体估值在 23 个行业中仍处于中等位置。

- 按照 2011 年预测市盈率计算，wind 显示的公用事业平均 PE 为 20.9 倍，其中电力行业 18.9，较上月有所回落，在所有行业中 PE 处于中等的位置。
- 按照最新净资产计算，公用事业平均 PB 为 2.2 倍，其中电力行业 1.95 倍，仅高于黑色金属、金融服务、交通运输三个行业，从 PB 来看，电力行业 PB 估值较上月继续下降，行业排名仍较低。

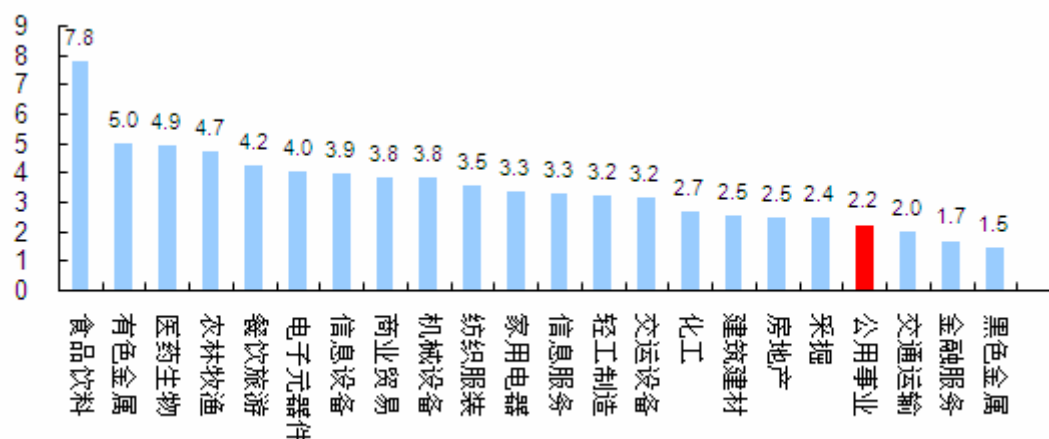
受高铁板块拖累，A 股市场再次下跌，行业整体估值开始回调，由于市场对未来经济的担忧和加息的预期，电力行业 PE 跌破 20 达到 18.9，PB 跌至 1.95 倍，保持在低位，排名继续下降。我们认为，市场目前仍然处于震荡格局，投资者对风险更为看重，短期内，估值回升压力较大，建议关注电力板块中，防御性较好，业绩较为确定的蓝筹股。

图3：各行业市盈率比较



资料来源：wind，招商证券（截至 7 月 29 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 7 月 29 日收盘价）

四、8 月份投资思路探讨

“十二五”以来，为适应国家经济结构调整政策，结合行业发展形势，电力公司纷纷加快了转型的步伐，一方面延伸产业链，向上游大举介入煤炭、天然气等资源，另一方面大力发展水电、风电、核电等电站，加大清洁能源比重，从而走向综合性能源集团。

近期，众多电力公司通过重组、资产注入或再融资等方式，推进转型的进程，如*ST 金马通过重组，变身为煤电联营企业，上海电力通过收购集团核电资产，快速介入核电领域。我们认为，这些公司的转型，将有效改善公司业绩，在一定程度上平滑市场环境波动的影响，同时，扩大产业体系，培养新的利润增长点。基于以上判断，我们建议关注以下重组成功、或正在转型中的上市公司：

(1) *ST 金马。6月28日，公司收到中国证监会关于重大资产重组获得核准的公告，至此，金马集团主营业务将由电解铝变更更为煤炭开采和发电，成功转型为 A 股中最典型的煤电联营企业。

- **电价上调，煤炭扩产，业绩大增。**公司目前主要拥有 4 台 60 万千瓦火电机组，以及三处煤矿，其中，上榆泉煤矿产能 300 万吨/年。6 月，国家发改委对公司王曲发电上网电价上调 4.39 分/千瓦时，河曲发电上调 3.09 分/千瓦时，能够增加公司 2011 年的营业收入共计 3.1 亿元。另外，当地发改委核准河曲电煤增加产能 60 万吨，预计能够增加公司利润总额约 6000 万元。未来，黄柏煤矿（含黄柏矿区和大塔矿区）获得核准后，公司内生的煤炭产量将会实现翻倍增长。
- **煤电资产平台，未来成长广阔。**公司实际控制人国网公司，其下属投产、在建及规划电厂 8000~9000 万千瓦、煤矿 4000~5000 万吨，基本均为优质的煤电联营资产，而公司作为国网公司控制下的煤电资产平台，依靠良好的融资平台，未来资产注入可期。

(2) 上海电力。近期拟非公开发行 A 股，收购集团 3 个核电资产的股权以及补充流动资金，收购完成后，公司将成为 A 股中少数大比例持股核电资产的上市公司标的。

- **介入核电，盈利丰厚。**公司收购的核电资产总装机容量 618 万千瓦，权益装机 108 万千瓦，2010 年，实现净利润 44 亿元，归属公司净利润 10.1 亿元，资产优质，盈利能力极强，按照收购价格 90 亿元测算，对应 PE 仅为 8.9 倍。另外，收购资产中的秦山二期 4 号机组也将于 2012 年初投产，江苏核电 3~6 号机组建设正在有序推进，未来将成为公司新的利润增长点。
- **甩掉包袱，开始收获。**目前公司小机组已全部关停，从而甩掉了亏损的包袱，另外，公司 2010 年投产及核准的机组将于今年贡献全年业绩，业绩大幅改观。我们预计，公司 2011~2013 年的每股收益分别为 0.18 元、0.21 元和 0.28 元，如果收购核电资产成功，摊薄后每股收益分别为 0.37、0.39 和 0.43 元，业绩增厚明显。

风险提示：如果煤价持续上涨，煤电联动不及时，将影响行业盈利。对于电力上市公司，新建项目投产或重组滞后，将对公司业绩形成较大影响。

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
					10	11E	12E	10	11E	12E	
水电	600900	长江电力	强烈推荐 A	6.72	0.50	0.53	0.57	13	13	12	1.8
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	5.23	0.29	0.30	0.33	18	17	16	4.0
	600795	国电电力	强烈推荐 A	2.76	0.21	0.18	0.22	13	15	13	1.8
	600578	京能热电	强烈推荐 A	8.28	0.47	0.54	0.61	18	15	14	2.3
	600886	国投电力	强烈推荐 A	6.7	0.25	0.30	0.35	27	22	19	1.4
	000602	*ST 金马	强烈推荐 A	29.79	-0.18	0.61	1.03	-167	49	29	12.5
	600021	上海电力	强烈推荐 A	5.67	0.09	0.18	0.39	63	32	15	2.0
	000027	深圳能源	审慎推荐 A	7.42	0.64	0.70	0.75	12	11	10	1.4
火电	000539	粤电力 A	审慎推荐 A	5.26	0.28	0.11	0.33	19	48	16	1.5
	600011	华能国际	审慎推荐 A	5	0.29	0.22	0.27	17	23	19	1.4
	600396	金山股份	审慎推荐 B	8.51	0.02	0.33	0.45	473	26	19	2.7
	600098	广州控股	审慎推荐 B	6.76	0.36	0.31	0.45	19	22	15	1.6
	000600	建投能源	审慎推荐 B	5.08	0.01	0.02	0.06	462	254	85	1.6
	600642	申能股份	审慎推荐 B	4.76	0.47	0.55	0.63	10	9	8	1.3
	000690	宝新能源	审慎推荐 B	4.81	0.19	0.15	0.25	25	32	19	2.6
	600027	华电国际	审慎推荐 B	3.13	0.03	0.09	0.17	101	35	18	1.4
电网	601991	大唐发电	审慎推荐 A	5.49	0.20	0.26	0.36	27	21	15	1.9
	600995	文山电力	审慎推荐 B	11.5	0.26	0.31	0.41	44	37	28	5.5

资料来源: 招商证券 (截至 7 月 29 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		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
火电	深圳能源	106.4	113.9	124.6	11.6	23.2	16.2	3%	7%	9%	-40%	99%	-30%
	粤电力 A	116.2	122.3	126.4	-1.3	13.6	7.9	12%	5%	3%	-116%	1142%	-42%
	宝新能源	14.4	29.4	30.8	3.6	5.6	3.3	12%	105%	5%	9%	55%	-41%
	华能国际	678.3	797.4	1043.1	-42.1	53.9	36.8	34%	18%	31%	-166%	228%	-32%
	上海电力	92.6	111.0	157.9	-19.0	5.0	4.3	19%	20%	42%	-370%	126%	-14%
	华电国际	319.6	366.6	454.5	-30.4	15.9	1.1	56%	15%	24%	-297%	152%	-93%
	广州控股	82.1	75.7	88.6	5.9	10.2	10.7	15%	-8%	17%	-58%	74%	5%
	金山股份	18.1	19.1	14.2	0.3	0.5	0.4	19%	5%	-26%	-85%	73%	-28%
	申能股份	129.2	154.0	190.7	9.0	23.4	19.3	56%	19%	24%	-63%	159%	-17%
	国电电力	164.4	194.5	407.7	2.2	21.2	32.3	-6%	18%	110%	-91%	870%	52%
水电	国投电力	65.8	119.2	159.5	1.7	10.1	10.6	-1%	81%	34%	-82%	502%	5%
	桂冠电力	368.4	479.4	606.7	6.2	24.7	37.4	12%	30%	27%	-87%	300%	52%
	长江电力	27.3	30.8	42.2	1.0	3.9	9.1	-19%	13%	37%	-80%	283%	130%
热电	滨海能源	88.1	110.2	218.8	39.3	46.2	82.3	1%	25%	99%	-27%	18%	78%
	京能热电	4.9	5.7	6.7	0.0	-0.5	0.1	26%	17%	17%	-48%	-1624%	116%
电网	郴电国际	17.0	18.5	26.0	1.5	1.7	2.7	3%	9%	41%	-22%	18%	57%
	文山电力	12.5	14.4	16.9	-1.5	1.1	1.4	-8%	15%	17%	-231%	177%	27%
全行业均值		104.1	10.3	11.5	13.5	1.5	0.9	1.3	18%	11%	18%	18%	-37%
全行业中值		71.5	113.6	137.4	190.3	4.4	16.7	21.3	18%	21%	39%	-77%	281%

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。