

推荐（维持）

盈利仍未改善、配置优质蓝筹

2011年10月28日

电力行业10月月报（下）

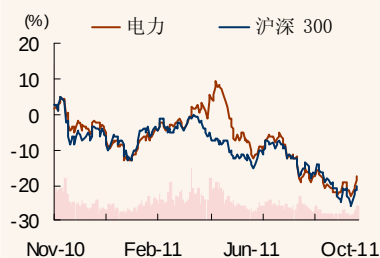
上证指数 2473

行业规模

		占比%
股票家数（只）	53	2.7
总市值（亿元）	5366	2.3
流通市值（亿元）	4120	2.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	7.0	-16.5	-17.8
相对表现	3.3	-2.2	2.4



相关报告

1、《电力行业10月月报（上）用电增速维持稳定，煤价高位重拾升势》2011/10/19

2、《电力行业9月月报（下）-配置蓝筹龙头，获取相对收益》2011/9/29

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

受制于燃料价格上涨和来水减少，水火电前三季度盈利均出现下滑。虽然十月下旬电力板块跟随大盘出现反弹，但由于电力行业盈利水平并无明显改善，反弹持续性较差。市场对上网电价上调存在一定预期，但是实施难度较大。建议关注前期超跌，估值较低的蓝筹股，静待宏观面确定。

□ **电力公司三季报业绩大面积下滑。**10月份，三季报公告。华能国际、大唐发电等以火电公司由于燃料价格上涨并维持高位，业绩受到了不利影响，处于增收不增利甚至增收减利的经营困境之中。长江电力、桂冠电力等水电公司由于今年汛期电站上游流域来水普遍偏枯，发电量明显下降，影响了业绩。

□ **特高压建设推进，新能源规划加速。**目前用电缺口仍较大，随着迎峰度冬的来临，电煤矛盾将加剧，这一缺口将有所扩大。在当前国家推进能源基地建设的战略指导下，相应的送出特高压网络的建设正在加速进行，这将长期根本性利好相应地区火电的盈利能力。同时，在清洁可持续发展和改善能源结构的战略指导下，相应新能源的规划纷纷开始加速。

□ **电力板块10月份以来跑赢大盘2.54个百分点。**电力板块10月份以来跑赢大盘2.54个百分点，过去三个月跑赢大盘4.0个百分点。目前电力行业2011年平均PE为19.55倍，在所有行业中处于中等位置；平均PB1.74倍，仅高于黑色金属、金融服务、交通运输三个行业

□ **11月份建议重点配置蓝筹龙头股静待宏观面确定。**虽然十月下旬电力板块跟随大盘出现反弹，但由于电力行业盈利水平并无明显改善，反弹缺乏足够支撑，建议关注前期超跌，估值较低蓝筹股，静待宏观面确定。

➢ **火电：**上网电价上调仍在“研究”阶段，从上半年经验来看，如何解决煤价“跟涨”问题，目前尚无好的办法。冬季火电发电量将有所上升，冬储煤启动和重点合同煤谈判即将开始，煤价又有上涨苗头。

➢ **水电：**随着汛期的过去和冬季的来临，水电企业上游来水将明显减少，发电量较汛期将明显下降。高利率环境下，水电企业盈利压力仍然较大。

□ **风险提示：**由于宏观经济形势不明朗，仍存着整体估值下调的风险。

□ **特别提示：**证券投资风险较大，本报告主要供机构投资者参考，个人投资者如参考报告进行投资，请认真阅读末页风险提示和评级说明。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
长江电力	6.52	0.5	0.48	0.57	14	11	1.7	强烈推荐 A
国电电力	2.48	0.21	0.15	0.22	17	11	1.6	强烈推荐 A
国投电力	6.42	0.25	0.2	0.25	32	26	1.3	强烈推荐 A
华能国际	4.52	0.29	0.12	0.17	38	27	1.3	审慎推荐 A
深圳能源	4.44	0.47	0.31	0.35	14	13	1.1	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司动态及分析	3
1、火电电量增发，煤价吞噬业绩	3
2、水电受制来水，业绩普遍下滑	3
二、行业动态及影响分析	7
1、特高压建设加速、能源基地受益	7
2、冬季电煤形势继续紧张，电力市场化仍需等待	7
3、核电发展目标或维持，新能源相关规划加速	8
三、行业估值比较	12
1、电力板块 10 月份以来跑赢大盘 2.54 个百分点	12
2、不同板块的 PE 和 PB 比较	13
四、11 月份投资思路探讨	14
1、火电企业盈利因素分析	14
2、水电企业盈利因素分析	14
3、板块走势判断和重点公司推荐	14
4、风险提示	14

图表目录

表 1: 重点公司 10 月份动态汇总	4
表 2: 电力行业 10 月份要闻及点评	9
图 1: 电力板块与沪深 300 指数 2011 年 10 月份以来走势比较	12
图 2: 电力板块与沪深 300 最近一年走势比较	12
图 3: 各行业市盈率比较	13
图 4: 各行业市净率比较	13
表 3: 龙头公司估值表	15
附表 1: 重点电力上市公司成长性指标比较	15

一、公司动态及分析

1、火电发电量增速较快，煤价上涨吞噬业绩

10 月份，华能国际、大唐发电、华电国际、深圳能源等以火电为主的上市公司公告三季度业绩。总体来看，今年以来，由于火电企业的燃料煤炭价格出现上涨并维持高位，大部分公司业绩受到了不利影响，由于上网电价未能根本性改善，前期电价上调和增发电量带来的收入增加被燃料成本上涨所吞噬，处于增收不增利甚至增收减利的经营困境之中。

- **华能国际：**公司前三季度实现销售收入 998 亿元，同比增加 30%；主营业务成本 907 亿元，同比增 33.5%；营业利润 14.7 亿元，同比减少 54.5%；归属于上市公司股东的净利润 14.1 亿元，同比减 55.2%；折合每股收益 0.10 元。
- **大唐发电：**公司前三季度实现销售收入 517.6 亿元，同比增长 17.8%；营业利润 20.3 亿元，同比下降 29.7%；归属于上市公司净利润 12.1 万元，同比下降 24.3%，折合每股收益 0.09 元。
- **华电国际：**公司前三季度实现销售收入 397.4 亿元，同比增长 19.6%；营业利润-3.1 亿元；归属于上市公司净利润 2878 万元，折合每股收益 0.004 元。
- **深圳能源：**公司前三季度实现销售收入 107.8 亿元，同比增长 13.7%；营业利润 10.2 亿元，同比下降 29.6%；归属于上市公司净利润 9.8 亿元，同比下降 29.6%，折合每股收益 0.37 元。

由于目前的行业形势较差，多数以火电为主的公司经营处于与电煤矛盾抗争的困境之中，但仍有部分新增优质发电资产或煤电一体化资产的火电公司取得了业绩增长。我们判断，在国家鼓励煤电一体化政策的引导下，未来火电企业对煤矿资源的介入、对盈利预期较好的坑口电厂、燃气电厂等的开发将加深加快。

2、水电受制来水，业绩普遍下滑

10 月份，长江电力、桂冠电力等以水电为主的上市公司公告了前三季度经营业绩，由于今年汛期电站上游流域来水普遍偏枯，水电公司普遍发电量明显下降，导致了销售收入的下降和度电成本的提高，从而影响了业绩。同时，盈利能力较强的水电出力的下降，也影响了部分水电比重较大公司的业绩，如国投电力。

- **长江电力：**公司前三季度实现销售收入 158.4 亿元，同比下降 8.8%；营业利润 70.9 亿元，同比下降 12.8%；归属于上市公司净利润 63.3 亿元，同比下降 11.7%，折合每股收益 0.38 元。
- **桂冠电力：**公司前三季度实现销售收入 44.8 亿元，同比减少 4.0%；营业利润 4.75 亿元，同比下降 27.8%；归属于上市公司净利润 2.51 亿元，同比下降 51.9%，折合每股收益 0.011 元。
- **国投电力：**前三季度，公司实现主营业务收入 159.2 亿元，同比增长 37%，营业利润 9.7 亿元，同比下降 7%，投资收益 0.6 亿元，同比下降 20%，归属母公司所有者净利润 3.3 亿元，同比下降 25%，折合每股收益为 0.17 元。

虽然水电盈利能力受制于来水等自然条件，但水电仍未目前条件下最为优良的盈利性资

产之一，出于优化电源结构，增强盈利能力的考虑，国内的水电建设维持高速成长，以火电为主的公司积极介入水电项目的开发，我们判断，未来随着水电装机比重的明显提升，水火并济型发电企业的盈利能力将得到更本性的改善。

表1: 重点公司10月份动态汇总

公司名称	事项	事件内容	简评
华能国际 (600011)	电量公告	至3季末，公司累计完成发电量2364.28亿千瓦时，同比增长23.9%。累计完成售电量2227.80亿千瓦时，同比增长24.02%。	公司电量的增长，主要是由于社会用电需求较旺且去年下半年以来有多台新机组投产发电，并完成了新机组的收购。
	三季度	公司前三季度实现销售收入998亿元，同比增加30%；主营业务成本907亿元，同比增33.5%；营业利润14.7亿元，同比减少54.5%；归属于上市公司股东的净利润14.1亿元，同比减55.2%；折合每股收益0.10元。	公司营业收入的增长，主要是由于公司电价上调和电量出现较大增长，但由于境内电厂燃料价格持续处于高位并进一步上涨，公司营业成本增速快于收入增速，盈利出现了同比下降。
桂冠电力 (600236)	三季度	公司前三季度实现销售收入44.8亿元，同比减少4.0%；营业利润4.75亿元，同比下降27.8%；归属于上市公司净利润2.51亿元，同比下降51.9%，折合每股收益0.011元。	公司营业收入的下降，主要是由于今年汛期以来，公司水电站上游流域范围持续干旱少雨，致使水电来水大幅下降致使全公司电量下降；同时由于水电电量下降和火电电煤价格高企，公司盈利出现了大幅下降。
建投能源 (000600)	三季度	公司前三季度实现销售收入44.8亿元，同比增长11.5%；营业利润-1797万元，同比下降120%；归属于上市公司净利润-3542万元，同比下降157%，折合每股收益-0.03元。	公司收益下滑，主要是因为燃料价格上升并维持高位，营业成本大幅上升涨幅快于营业收入增长。
京能热电 (600578)	三季度	公司前三季度实现销售收入23.6亿元，同比增长20%；营业利润2.9亿元，同比下降4%；归属于上市公司净利润2.6亿元，同比下降3%，折合每股收益0.31元。	公司收入增长主要是因为新机组投产影响，公司电量同比增长，但由于煤价持续维持高位、京科等电网新机组利用小时偏低，增收不增利，但公司第三季度通过酸刺沟获取大额补偿款，使投资收益同比增长8450万元，增幅达112%，使得公司前三季盈利同比降低较少。
*ST金马 (000602)	三季度	公司前三季度实现销售收入40.3亿元，同比增长292%；营业利润8.9亿元，归属于上市公司净利润4.6亿元，折合每股收益0.91元，盈利能力大幅提升。	公司业绩大幅增长是因为公司重大资产重组完成资产过户，收购的河曲电煤、河曲发电、王曲发电三家企业前三季度的利润并表，并剥离了盈利较差的电解铝业务。
上海电力 (600726)	三季度	公司前三季度实现销售收入133.6亿元，同比增长13.4%；营业利润3.8亿元，同比增长50.2%；归属于上市公司净利润1.9亿元，同比上升9129%，折合每股收益0.09元。	公司营业收入的增长，主要是因为需求旺盛，完成发电量同比有较大幅度增长，公司盈利的提升主要是因为供电煤耗降低和参股企业投资收益提升。
宝新能源 (000690)	三季度	公司前三季度实现销售收入26.3亿元，同比增长21%；营业利润2.1亿元，同比下降26%；归属于上市公司净利润1.6亿元，同比下降26%，折合每股收益0.09元。	公司营业收入的增长主要是由于公司发电量的增加，但是公司燃煤价格快速上涨，导致公司增收不增利。
深圳能源 (000027)	三季度	公司前三季度实现销售收入107.8亿元，同比增长13.7%；营业利润10.2亿元，同比下降29.6%；归属于上市公司净利润9.8亿元，同比下降29.6%，折合每股收益0.37元。	公司营业收入的增长主要是由于公司电厂所在区域电力需求旺盛，水电出力下降，使得公司火电发电量增加，盈利下降则是由于公司燃料价格处于高位并较快增长，收入增长慢于成本增长。

公司名称	事项	事件内容	简评
申能股份 (600642)	三季报	公司前三季度实现销售收入 168.5 亿元, 同比增长 16.6%; 营业利润 17.0 亿元, 同比下降 6.0%; 归属于上市公司净利润 10.6 亿元, 同比下降 7.9%, 折合每股收益 0.23 元。	公司营业收入的增长主要是由于公司电厂所在区域电力需求旺盛, 使得公司火电发电量增加, 盈利下降则是由于公司燃料成本快于收入增长。
金山股份 (600396)	三季报	公司前三季度实现销售收入 21.9 亿元, 同比增长 122%; 营业利润 1.0 亿元, 同比增长 50%; 归属于上市公司净利润 0.7 亿元, 同比增长 108%, 折合每股收益 0.22 元。	公司收入, 主要是由于收购的白音华金山发电今年生产经营期远大于上年同期, 利润的增长除此之外还由于处理资产、煤矿投产和税费补偿。
华电国际 (600027)	项目进展	大渡河泸定水电站 2×230MW 机组于近日完成 72 小时试运行, 公司控股装机容量达 29168.5 MW, 其中水电装机达 1108 MW。	水电机组的投入运营, 有助于改善公司的电源结构, 提升盈利能力。
	短融公告	公司拟发行本年度第二期短期融资券 15 亿元, 期限为 366 天, 全部用于采购煤炭等公司运营活动。	短融资金有利于改善公司的资金和运营情况, 降低公司的债务成本。
	电量公告	公司前三季度合并口径计算的 2011 年前三季度发电量为 1,116.67 亿千瓦时, 同比增长 16.82%; 上网电量完成 1,042.86 亿千瓦时, 同比增长约 17.25%。	公司电量增长的主要原因是公司新投产机组和新收购发电企业, 以及所在地区电力需求旺盛。
	三季报	公司前三季度实现销售收入 397.4 亿元, 同比增长 19.6%; 营业利润 -3.1 亿元; 归属于上市公司净利润 2878 万元, 折合每股收益 0.004 元。	公司绝大多数机组为燃煤机组, 煤炭价格上涨吞噬了电价上涨和电量增长带来的收入成长, 公司依靠同比增长 4 倍的 11.8 亿投资收益获得盈利
大唐发电 (601991)	电量公告	截至 9 月 30 日, 累计完成发电量 1,509.784 亿千瓦时, 比去年同期增长约 17.56%; 本集团累计完成上网电量 1,422.769 亿千瓦时, 比去年同期增长约 17.65%。	公司电量的增长, 主要是由于新投产机组和火电机组较高的利用小时。
	三季报	公司前三季度实现销售收入 517.6 亿元, 同比增长 17.8%; 营业利润 20.3 亿元, 同比下降 29.7%; 归属于上市公司净利润 12.1 万元, 同比下降 24.3%, 折合每股收益 0.09 元。	公司盈利增长慢于收入增长, 主要是由于煤炭价格处于高位并不断上涨, 吞噬了公司收入的增长。
文山电力 (600995)	三季报	公司前三季度实现销售收入 11.3 亿元, 同比增长 19.6%; 营业利润 1.4 亿元, 增长 33%; 归属于上市公司净利润 1.2 亿元, 同比增长 6.1%, 折合每股收益 0.26 元。	公司盈利增长慢于收入增长, 主要是由于水电业务出力下降和煤炭价格的影响。
国电电力 (600795)	电量公告 三季报	截至 9 月 30 日, 已累计完成发电量 1093.91 亿千瓦时, 上网电量完成 1033.38 亿千瓦时, 较去年同期分别上升了 14.66% 和 14.90%。	公司电量的增长, 主要是由于社会需求旺盛以及公司新增机组。
国投电力 (600886)	电量公告	前三季度, 公司累计完成发电量 204.57 亿千瓦时, 上网电量 197.44 亿千瓦时, 与去年同期相比分别增长了 7.65% 和 7.36%。	公司电量的增长, 主要是由于上半年用电需求旺盛以及公司新增了机组。

公司名称	事项	事件内容	简评
	三季报	前三季度，公司实现主营业务收入 159.2 亿元，同比增长 37%，营业利润 9.7 亿元，同比下降 7%，投资收益 0.6 亿元，同比下降 20%，归属母公司所有者净利润 3.3 亿元，同比下降 25%，折合每股收益为 0.17 元。	公司营业收入的增长主要是由于电量的增长，煤炭业务的进展和电价的调整，但由于水电出力偏低和煤炭价格高企，公司利润出现了较大的下降。
长江电力 (600900)	电量公告	截至 9 月 30 日，总发电量约 728.25 亿千瓦时，较上年同期减少 9.30%。	由于三峡上游长江汛期来水偏枯较多，影响了公司的发电电量。
	三季报	公司前三季度实现销售收入 158.4 亿元，同比下降 8.8%；营业利润 70.9 亿元，同比下降 12.8%；归属于上市公司净利润 63.3 亿元，同比下降 11.7%，折合每股收益 0.38 元。	公司收入和盈利均下降主要是由于来水偏枯，水电业务盈利能下降。

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、特高压建设加速、能源基地受益

我国的电源结构在未来可预见的时间内仍将以火电为主，但煤炭资源中心普遍远离电力负荷中心，这加剧了煤、电、运三方的矛盾，从根本上影响了火电的盈利能力。在当前国家推进能源基地建设的战略指导下，相应的送出特高压网络建设正在加速进行，如有合理的上网电价支撑，这将长期根本性利好相应地区火电的盈利能力。

- **电网推进特高压骨干网建设：**电网企业合计投资超过 2 万亿元，共同建设联接大型能源基地和主要用电负荷中心的“三纵三横”结构的特高压骨干网架。预计到 2015 年覆盖我国 88% 国土面积的国家电网能够支撑 9000 万千瓦风电和 800 万千瓦太阳能发电的接入和消纳。
- **皖电东送示范工程开工：**皖电东送淮南至上海特高压交流输电示范工程计划 2011 年 10 月开工建设，2013 年底建成投运。该工程代表了当今国际高压输电技术研究与应用的最高水平。
- **疆电外送特高压推进：**按照中央提出的 2015 年“疆电外送”规模达到 3000 万千瓦的目标要求，国家电网公司规划建设哈密-郑州、准东-成都、哈密-重庆 3 条“疆电外送”特高压直流和 750 千伏新疆与西北联网第二通道，其中 ±800 千伏哈密-郑州直流输电工程获得国家发改委批准开展前期工作。

点评：

- 目前我国火电发展受到了煤电矛盾加剧和环保要求提高的双重压力，运营成本不断走高，普遍处于盈利困难的局面中，如果借助特高压外送设施，建设相应的坑口电厂，煤电一体化电厂等优质项目，将获得较低的燃料成本，部分规避煤电矛盾影响的持续扩大，有利于盈利能力的提升。
- 风电、光伏等发电形式具有清洁可再生的特性，但陆地风光资源丰富的地区普遍远离负荷中心，电网的风电、光电消纳能力明显制约了相应发电设施的投资。随着特高压和坚强智能电网的建设，电网的风电、光电消纳能力将得到明显提升，在有利的政策和消纳条件促进下，我国的光伏和风电开发将进入一个新的阶段。

2、冬季电煤形势继续紧张，电力市场化仍需等待

虽然入秋以来用电负荷的增速出现了回落，但一直以来的电煤矛盾并未能有效缓和。目前火电企业亏损面较大，用电缺口仍较大，随着迎峰度冬的来临，这一缺口将一直持续并有所扩大。同时，在清洁可持续发展和改善能源结构的战略指导下，相应新能源的规划纷纷开始加速。

- **电源投资同比减速，电力供需矛盾较突出：**今年来火电投资规模和在建容量均同比下降，南方、华中区域供需矛盾较为突出，国家电网公司预测华东、华中电网最大电力缺口分别为 1100、1600 万千瓦。南方电网则预计第四季度南方五省区电力缺口 1400 万千瓦左右，明年汛前可能至 1800 万千瓦。
- **大秦铁路检修完毕，内地电厂缺煤依旧：**大秦铁路已于 10 月 8 日完成历时 12 天的

集中检修，恢复满负荷运转。沿海电厂库存由此快速上升，与此同时，内陆电厂缺煤状况却无改善，迎峰度冬用煤恐难保障。

- **华东跨省电能交易平台试点运行两年叫停：**华东区域电力市场的机制和交易平台两年多经营，取得了一定效果。2010 年集中竞价交易电量 39.98 亿千瓦时，今年 1 月~6 月的成交电量也达 23.11 亿千瓦时。三年交易电量占同期华东区域省间交易电量的 36.6%。由于种种原因，目前该项目的应用被暂时叫停。

点评：

目前火电企业盈利困难，除与长期存在的电煤矛盾相关，还与上网电价较低直接相关，电力交易和电力价格的市场化改革，可能是根本性解决后者的有效方式之一，但由于目前条件和形势所限等种种原因，这一改革的推进可能仍需时日。

3、核电发展目标或维持，新能源相关规划加速

虽然全球范围内核电出现了一些安全问题，但核电作为较为稳定可靠的发电方式，其在我国电源结构中的地位仍将可能是不可替代的。同时，在清洁可持续发展和改善能源结构的战略指导下，相应新能源的规划纷纷开始加速。

- **核电 4000 万千瓦目标或不变：**核电作为新能源产业的“四大金刚”之一，未来将在研发先进压水堆和高温气冷堆等堆型，确保安全的基础上加以发展，到 2015 年实现 4000 万千瓦装机的计划目标或维持不变。相应的安全规划和发展规模可能将于年内发布。
- **分布式气电指导意见发布：**“十二五”期间建设 1000 个左右天然气分布式能源项目，并拟建设 10 个左右各类典型特征的分布式能源示范区域。到 2020 年，在全国规模以上城市推广使用分布式能源系统，装机规模达到 5000 万千瓦，初步实现分布式能源装备产业化。
- **“小能源”未来发展目标或明确：**有关人士披露，我国将首次明确提出地热能、潮汐能和海洋能等“小能源”的十二五发展目标，即到 2015 年年末，地热能年利用量要达到 10 万千瓦；建成 1~2 个万千瓦级潮汐能发电站；建成 5 个万千瓦级海洋能发电站。
- **风电发展 50 年规划发布：**发改委能源所发布首个风电发展规划，到 2020 年、2030 年和 2050 年，中国风电装机容量将分别达到 2 亿、4 亿和 10 亿千瓦，成为中国的五大电源之一，其中 2020 年前以陆上风电为主。到 2050 年，风电将满足国内 17% 的电力需求。

点评：

我们判断，随着安全性、上网消纳，装机成本等关键问题的逐渐解决，未来核电和新能源发电的发展将出现持续健康成长的良好局面。某些储量丰富，清洁环保，但目前的发展相对滞后的“小能源”形式，远期可能会成为重要的电源构成。

表2: 电力行业10月份要闻及点评

时间	行业事件	内容	简评
2011.10.05	电力投资减速, 南方华中或持续缺电	今年来火电投资规模和在建容量均同比下降, 南方、华中区域供需矛盾较为突出, 国家电网公司预测华东、华中电网最大电力缺口分别为 1100、1600 万千瓦。南方电网则预计第四季度南方五省区电力缺口 1400 万千瓦左右, 明年汛前可能至 1800 万千瓦。	由于煤炭价格持续走高, 煤电盈利能力降低, 同时, 国家规划要求控制煤电规模, 各大发电企业纷纷降低了煤电投资比例, 同时, 由于发电企业资金面偏紧, 在建火电项目投资有所放缓。由于水电冬季出力降低和煤炭供给问题, 华中省份可能将出现较严重的电力缺口。
2011.10.08	电力十二五规划或年内发布	相关人士表示: 电力“十二五”规划指出, 2015 年我国常规水电装机预计达 2.84 亿千瓦左右, 抽水蓄能电站的规划装机容量为 4100 万千瓦左右。“十二五”期间煤电开工规模 3 亿千瓦, 其中煤电基地开工 1.97 亿千瓦, 占 66%; 投产规模 2.9 亿千瓦, 其中煤电基地投产 1.5 亿千瓦, 占 52%。2015 年, 风电规划容量 1 亿千瓦。太阳能发电规划容量为 200 万千瓦左右, 大型天然气发电装机容量 3000 万千瓦。目前规划已上报, 或年内发布。	电力十二五规划将继续强调火电的主力能源地位, 并加快水电和风电等新能源的开发。我们判断, 已经或能够获取优良煤电一体化项目, 大型水电项目、高利用小时大型风电项目和优质燃气气源的电力企业将获益较多。
2011.10.08	大秦铁路检修结束, 内陆电厂缺煤延续	大秦铁路已于 10 月 8 日完成历时 12 天的集中检修, 恢复满负荷运转。沿海电厂库存由此快速上升, 与此同时, 内陆电厂缺煤状况却无改善, 迎峰度冬用煤恐难保障。	这种情况的出现, 主要是由于多年来存在的煤、电、运三方矛盾, 内陆贫煤省份主要依靠外源陆路输入, 由于用电增长、水电出力减少和中小煤矿整顿, 电煤外部需求增加, 导致煤运矛盾更为突出。
2011.10.08	电力行业面临节水考验	我们人均水资源较为短缺, 已成为制约某些地区经济社会发展的瓶颈。在此背景下, 电力行业作为耗水大户, 面对水资源短缺的问题压力倍增。	内陆或沿海缺水地区火电的发展可能受到制约, 耗水较低的空冷机组发展利好。如果相关水资源费用提升或采用废水回用、海水淡化等技术供水, 将提高行业整体运营成本,
2011.10.08	电网加强坚强智能电网建设	电网企业合计投资超过 2 万亿元, 共同建设联接大型能源基地和主要用电负荷中心的“三纵三横”结构的特高压骨干网架。预计到 2015 年覆盖我国 88% 国土面积的国家电网能够支撑 9000 万千瓦风电和 800 万千瓦太阳能发电的接入和消纳。	风电、光伏等新能源发电发展的关键和制约之一在于上网消纳, 坚强智能电网的加速建设, 将对新能源发电产业的发展产生强有力的推动作用。
2011.10.11	用煤大省煤企重组纷纷启动, 电厂恐难获益	湖北省政府日前安排部署全省煤矿企业兼并重组工作, 湖南、四川等用煤大省, 也纷纷进行煤炭企业兼并重组。	煤矿企业的兼并和小煤矿的关停, 将减少当地煤炭产量, 可能增加煤炭的外源性输入, 进一步加剧煤运矛盾, 但同时, 煤炭产业的整合可能有利于提高购煤过程中的议价能力。

2011.10.12	2015 年核电装机 4000 万千瓦目标或不变	核电作为新能源产业的“四大金刚”之一，未来将在研发先进压水堆和高温气冷堆等堆型，确保安全的基础上加以发展，到 2015 年实现 4000 万千瓦装机的计划目标或维持不变。	未来的若干年时间内，我国的电力供给还将以燃煤火电为主，在我国电力需求高速成长的条件下，水电行业的最终将受到总经济可开发量的制约，审慎发展新型安全的核电，将成为未来我国电力发展的重要选择之一。
2011.10.13	特高压皖电东送本月开工	皖电东送淮南至上海特高压交流输电示范工程计划 2011 年 10 月开工建设，2013 年底建成投运。该工程代表了当今国际高压输电技术与应用的最高水平。	我国特高压输电网络的建设，将大幅度提高现有的跨区域送电能力，有利于送电成本的降低。促进大型电力能源基地的建设。
2011.10.13	疆电外送特高压项目推进加速	按照中央提出的 2015 年“疆电外送”规模达到 3000 万千瓦的目标要求，国家电网公司规划建设哈密-郑州、准东-成都、哈密-重庆 3 条“疆电外送”特高压直流和 750 千伏新疆与西北联网第二通道，其中±800 千伏哈密-郑州直流输电工程获得国家发改委批准开展前期工作。	新疆具有煤炭资源丰富的优势，但距内地路途遥远陆路交通不便不利于煤炭运输，当地发展火电并外送一直受制于较落后的基础设施，目前特高压线路的建设，将极大的促进新疆煤炭富集地区活力发电行业的发展。
2011.10.13	发展天然气分布式能源的指导意见发布	“十二五”期间建设 1000 个左右天然气分布式能源项目，并拟建设 10 个左右各类型典型特征的分布式能源示范区域。到 2020 年，在全国规模以上城市推广使用分布式能源系统，装机规模达到 5000 万千瓦，初步实现分布式能源装备产业化。	天然气发电具有距离负荷中心近，电价较为优惠和便于调峰的优势，大规模发展天然气发电项目，将有利于相关发电企业的盈利增长。
2011.10.15	我国“小能源”未来发展目标或明确	有关人士披露，我国将首次明确提出地热能、潮汐能和海洋能等“小能源”的十二五发展目标，即到 2015 年年末，地热能年利用量要达到 10 万千瓦；建成 1~2 个万千瓦级潮汐能发电站；建成 5 个万千瓦级海洋能发电站。	我国地热能等新能源储能丰富，但目前发展较为滞后，在相关政策的保障和推动下，审慎的推进相关能源的利用，将为我国未来新能源行业的发展打开更大的空间。
2011.10.17	华东跨省电能交易平台试点运行两年	华东区域电力市场的机制和交易平台两年多经营，取得了一定效果。2010 年集中竞价交易电量 39.98 亿千瓦时，是 2009 年的 13.19 亿千瓦时的 3 倍，而今年 1 月~6 月的成交电量也已达到 23.11 亿千瓦时。三年交易电量占同期华东区域省间交易电量的 36.6%。由于种种原因，目前该项目的应用被暂时叫停。	目前电力体制改革的关键和未来重要目标之一在于电价的改革，这也这是火电企业盈利不佳的原因之一，如果电力价值能够逐步市场化，将根本性改善目前的电力供需形势并利好具有相对竞争优势的发电企业和电网企业。
2011.10.17	水电来水持续偏枯	9 月份，全国重点水电厂来水继续偏枯，水电发电量同比降幅进一步扩大。同时，重点水电厂蓄能值大幅下降，龙头水库蓄水情况也不理想。	今年全年汛期水电来水偏枯较多，较大的影响了全年水电企业发电电量，预计今年水电全年盈利情况不乐观。

2011.10.25	“十一五”电力行业节能减排指标全面完成	截止“十一五”期末，投运脱硫机组脱硫机组 5.78 亿千瓦，粉煤灰综合利用率 68.0%，脱硫石膏综合利用率 69.0%，累计关停小火电机组 7683 万千瓦，6000 千瓦以上机组供电煤耗至 333 克，厂用电率 5.43%，综合线损率 6.53%，度电烟尘排放量 0.5 克，已投脱硝机组约 9000 万千瓦，均超出“十一五”原规划目标。	电力行业尤其是火电行业环保压力较大，但近年来取得了较大的改善，在相关政策的促进下，发电相关的环保设施将取得进一步的发展，同时，高参数节能环保机组将成为新建改建的主流选择，从而促进火电行业盈利能力的持续提升。
2011.10.25	中国风电发展路线图 2050 发布	发改委能源所发布首个风电发展规划，到 2020 年、2030 年和 2050 年，中国风电装机容量将分别达到 2 亿、4 亿和 10 亿千瓦，成为中国的五大电源之一，其中 2020 年前以陆上风电为主。到 2050 年，风电将满足国内 17% 的电力需求。	风电作为清洁能源，未来发展向好，远期在电源装机规模结构将逐步提升，其发展主要取决于装机成本的下降，上网电价的保证和电网消纳能力的提升。目前国家正着手规范风电行业的发展，待各项条件成熟，风电装机规模将迎来进一步的快速增长。
2011.10.27	核电两规划或年内发布	目前，设计核电建设和运营的《核安全规划》、《核电中长期发展规划》两个规划正在推进，有望年底前完成	目前制约核电发展的主要因素就是其安全生产问题，若能够制定有效措施发现核电安全问题，规范核电安全建设和生产，我国核电发展将有望迎来新一轮的高峰。

资料来源：公开信息，招商证券整理

三、行业估值比较

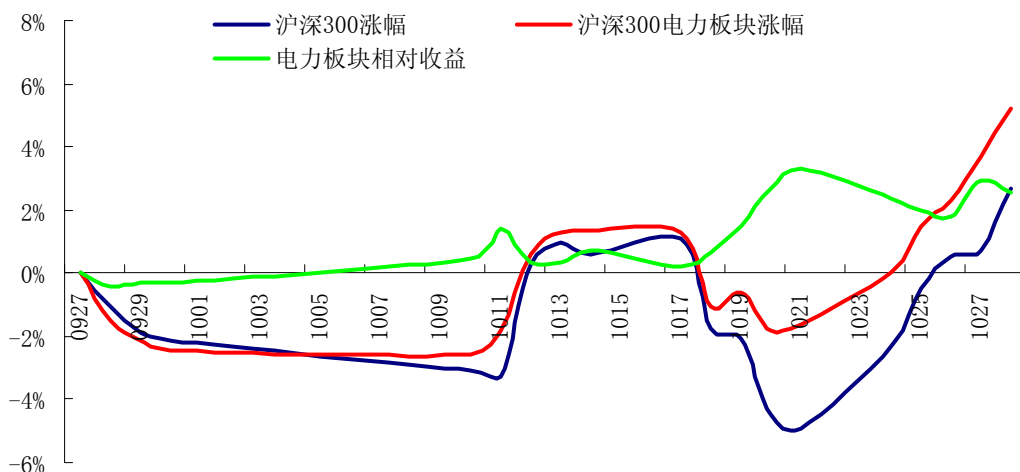
1、电力板块 10 月份以来跑赢大盘 2.54 个百分点

过去一个月，沪深 300 指数上涨 2.70%，电力板块上涨 5.24%，跑赢市场 2.54 个百分点。

- 过去三个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑赢 4.0 个百分点。
- 过去六个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 4.9 个百分点。
- 过去一年，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 3.6 个百分点。

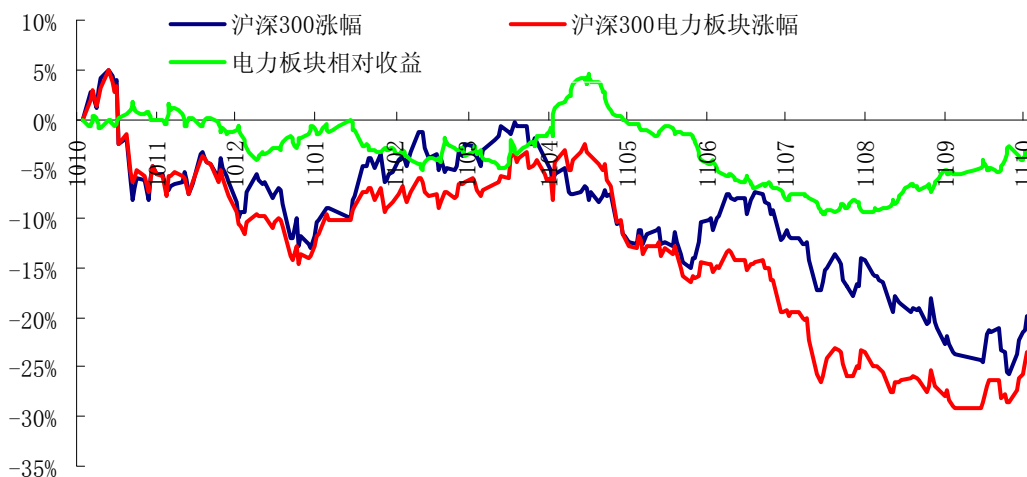
10 月份中旬以来，受欧债危机缓解和经济逐步稳定影响，A 股市场出现反弹，电力板块随之反弹，跑赢市场 2.54 个百分点。目前 A 股市场的整体估值水平仍于历史低位区域附近，但由于电力行业盈利水平并无明显改善，反弹持续性可能较差，预计短期内将处于维持小幅反弹至震荡行情，静待宏观面因素的确定。

图1：电力板块与沪深300指数2011年10月份以来走势比较



资料来源：wind，招商证券（截至 10 月 28 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 10 月 28 日收盘价）

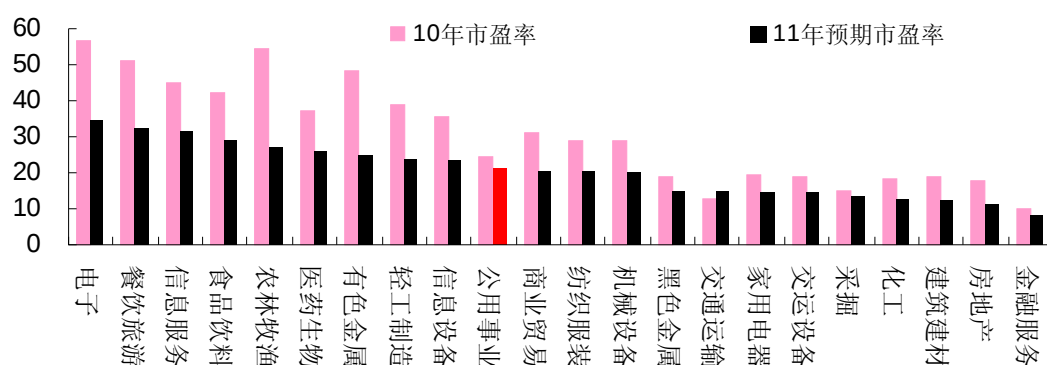
2、不同板块的 PE 和 PB 比较

按照 10 月 28 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 21.3 倍，其中电力行业 19.55，较上月有所回升，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 1.97 倍，其中电力行业 1.74 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 估值较上月有所上升，但行业排名仍较低。

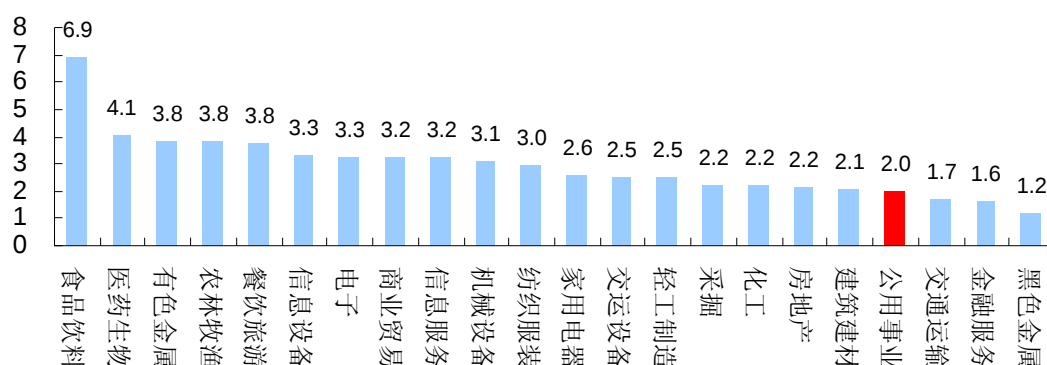
由于电力板块前三季度业绩大多不理想，在电价上调的预期下，行业整体估值随着大盘反弹，PE 反弹至 19.55 倍，PB 反弹至 1.74 倍，保持在低位。我们认为，短期内，市场仍将处于小幅反弹至震荡格局，建议关注前期超跌，估值较低的蓝筹股。

图3：各行业市盈率比较



资料来源：wind，招商证券（截至 10 月 28 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 10 月 28 日收盘价）

四、11 月份投资思路探讨

1、火电企业盈利因素分析

- **电价：**我们认为，火电上网电价上调目前处于“研究”阶段。由于近年来煤价上涨很多，电价上调明显滞后，火电企业普遍亏损，但受到目前 CPI 等宏观经济因素限制，近期上网电价上调难度较大。我们判断，电价上调，将可能出现在宏观经济形势较为稳定之后，但是如何解决煤价“跟涨”问题，目前尚无好的办法。
- **煤价：**受冬季水电出力下降和冬储煤需求增加影响，火电企业对煤炭的需求将提高，同时，重点合同煤即将开始谈判，电煤价格可能将维持高位，并出现一定幅度的上涨，影响火电企业的盈利能力。
- **发电量：**受迎峰度冬形势和水电冬季出力下降影响，火电企业的发电量和供热量将会出现一定的上升。

2、水电企业盈利因素分析

- **电价：**没有上调电价的驱动因素。
- **发电量：**随着汛期的过去和冬季的来临，水电企业上游来水将明显减少，发电量较汛期将明显下降。
- **利率：**目前宏观经济形势并未完全明朗，放松并未来临，利率将维持现有较高水平，水电企业的财务费用将维持较高水平。

3、板块走势判断和重点公司推荐

- **板块走势判断：**我们分析，11 月份沪深 A 股的小幅反弹可能持续，其中部分绩优小盘股将涨幅较大。电力板块将跟随市场大趋势运行，如果市场对电价调整的预期进一步加强，涨幅有望超过市场涨幅，但如果 11 月发布的宏观经济数据无法支撑预期，板块整体仍可能出现回落。
- **重点公司推荐：**重点推荐前期大幅下跌，风险释放较为充分，电源结构优良，能够有一定相对收益的蓝筹股，如长江电力、国电电力、国投电力。
- **配置建议：**在基本面形势明显改观之前，难以获得绝对收益，建议低配。

4、风险提示

- **估值风险：**如果国际国内宏观经济形势未能明显改善，证券市场整体估值水平有可能再次下行，电力行业估值也有下行风险。
- **盈利风险：**煤价上涨和来水减少影响，火电和水电公司的业绩都有可能下降。

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	6.52	0.5	0.48	0.57	13	14	11	1.7
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	4.48	0.29	0.1	0.33	15	45	14	3.2
	600795	国电电力	强烈推荐 A	2.48	0.21	0.15	0.22	11	17	11	1.6
	600578	京能热电	审慎推荐 A	6.83	0.47	0.39	0.47	14	18	15	1.8
	600886	国投电力	强烈推荐 A	6.42	0.25	0.2	0.25	24	32	26	1.3
	000602	*ST 金马	审慎推荐 A	25.68	-0.18	1.01	1.22	-140	25	21	3.9
	600021	上海电力	审慎推荐 A	4.94	0.09	0.18	0.21	46	27	24	1.9
	000027	深圳能源	审慎推荐 A	6.85	0.64	0.59	0.56	10	12	12	1.3
	000539	粤电力 A	审慎推荐 A	4.63	0.28	0.2	0.33	17	23	14	1.3
火电	600011	华能国际	审慎推荐 A	4.52	0.29	0.12	0.17	15	38	27	1.3
	600396	金山股份	审慎推荐 B	7.78	0.02	0.28	0.4	414	28	19	2.7
	600098	广州控股	审慎推荐 B	5.99	0.36	0.28	0.45	16	21	13	1.4
	000600	建投能源	中性 B	4.23	0.01	0.02	0.06	367	212	71	1.4
	600642	申能股份	审慎推荐 B	4.44	0.47	0.31	0.35	9	14	13	1.1
	000690	宝新能源	中性 B	4.24	0.19	0.15	0.25	21	28	17	2.2
	600027	华电国际	中性 B	3.00	0.03	0.02	0.05	88	150	60	1.3
	601991	大唐发电	中性 A	4.70	0.2	0.21	0.29	22	22	16	1.6
	600995	文山电力	审慎推荐 B	7.82	0.26	0.33	0.41	33	24	19	3.4

资料来源: 招商证券 (截至 10 月 28 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%
	大唐发电	368.4	479.4	606.7	6.2	24.7	37.4	12%	30%	27%	-87%	300%	52%
	桂冠电力	27.3	30.8	42.2	1.0	3.9	9.1	-19%	13%	37%	-80%	283%	130%
热 电	长江电力	88.1	110.2	218.8	39.3	46.2	82.3	1%	25%	99%	-27%	18%	78%
	滨海能源	4.9	5.7	6.7	0.0	-0.5	0.1	26%	17%	17%	-48%	-1625%	-116%
电 网	京能热电	17.0	18.5	26.0	1.5	1.7	2.7	3%	9%	41%	-22%	18%	57%
	郴电国际	12.5	14.4	16.9	-1.5	1.1	1.4	-8%	15%	17%	-231%	-177%	27%
	文山电力	10.3	11.5	13.5	1.5	0.9	1.3	18%	11%	18%	18%	-37%	35%
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。现为招商证券研究董事、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2010 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2010 年最佳分析师。

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。