

关注要素调整，精选敏感公司

报告要点

■ 需求下滑，行业再次面临尴尬

经济减速背景下成本压力舒缓与需求下滑对行业利润的非对称影响成为投资者关注的重点，我们认为中国经济的重工业化和政府新近推出的经济刺激计划将支撑电力需求，预计 2008~2009 年电力消费弹性系数为 0.8 和 0.5；全社会用电增速分别为 7.92%和 4.38%。

■ 发电装机增速下降而利用小时颓势难遏，2009 年利用率或再临谷底

行业盈利恶化平抑了发电企业规模扩张热情，预计 2008 年以后净增装机将显著减少，2008~2010 年总装机增速分别为 10.88%，10.28%和 8.64%。但下游需求的快速回落，仍将对利用小时形成冲击。我们预计 2008 年火电设备利用小时为 4975，2009 年进一步下滑至 4667 小时左右。

■ 公司业绩对利用小时敏感性低，煤价、电价仍是主要因素

我们测算火电企业业绩对利用小时敏感度低于电价和煤价，以最具代表性的华能国际公司为例，目前煤价水平下利用小时相对 2007 年下滑 14.5%至 4827 小时左右时，公司进入亏损状态，煤价和电价仍是决定火电企业经营业绩的主要因素。

■ 燃料成本有望减压，电价调整或将让位于保经济增长

预计市场煤价在现有水平上存在 15%的下降空间，而 2009 年合同煤价仍有 5%左右的上涨空间，电力企业燃料成本压力有望得以舒缓，企业毛利率有望恢复到 12%的水平。继续上调上网电价 1.08 分/Kwh，才能恢复到 2006 年的盈利水平，保增长成为首要政策目标及成本压力舒缓的背景下继续上调电价的预期将淡化。

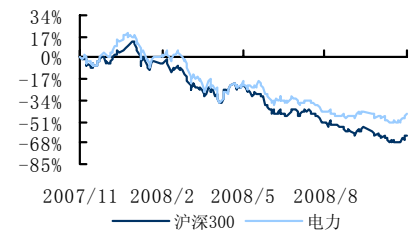
■ 寻找行业利好因素的最大受益者

下游需求下滑带来的利用小时的下降将在一定程度上抵消成本压力的缓解，电力行业短期内仍将徘徊在盈亏边缘。我们认为，火电行业的投资机会主要来自电价上调、煤价超预期回落、利率下降等利好事件的推动。而对这些因素高度敏感的公司将成为投资的首选。华能国际将是火电行业利好因素的最大受益者，给予“推荐”评级，上调粤电力 A 评级为“推荐”，维持对大唐发电、国投电力的“谨慎推荐”评级。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600900	长江电力	推荐
000539	粤电力 A	推荐
600011	华能国际	推荐
601991	大唐发电	谨慎推荐
600886	国投电力	谨慎推荐

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

	07A	08E	09E
华能国际	07A	08E	09E
PE	14.19	//	173.18
PB	1.68	2.01	1.99
EV/EBITDA	8.19	22.03	11.03
粤电力 A	07A	08E	09E
PE	22.80	//	54.26
PB	1.64	1.66	1.62
EV/EBITDA	7.72	8.19	6.81

相关研究

《景气回暖仍待煤电联动、政策调控凸显龙头地位—电力行业 2008 年度投资策略》2007-11-12
 《成本压力空前，盈利能力恶化—电力行业 2008 年二季度投资策略》2008-4-8

分析师：

邹振松、虞亚新、李兴
 021-63217846
 zouzs@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤
 (8621) 63217917
 yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

引言：新机遇与新挑战	5
需求下滑影响有限，景气取决于要素价格超预期调整	Error!
Bookmark not defined.	
经济增速放缓将导致电力需求增长回落	5
电源投资增速下滑难遏利用小时颓势	8
上市公司业绩对利用小时敏感度相对较低	11
保增长政策目标下电价再次调整将缓行	11
煤炭需求滑落后燃料成本面临减压契机	11
电价上调多少，电力企业才能恢复正常利润？	13
行业收益率决定未来电价是否调整	14
CPI 压力让位于保经济增长	15
节能调度使重点公司增获市场份额	15
可再生能源迎来发展春天	15
火电机组利用小时出现分化	16
要素调整孕育多样化投资机会	17
上网电价再次调整	17
煤炭价格超预期回落	17
高负债率受益于利率下调	18
资产注入，关注外延式扩张	19
煤电联营或成主流	19
投资策略与重点公司推荐	20
水电：业绩稳定、抗周期性	21
火电：利好事件驱动多样化投资机会	21
重点公司点评	21

图表目录

图 1: 第二产业仍是电力消费大户	5
图 2: 工业用电增速下降带动全社会用电下降	5
图 3: 电解铝产量增速四个月连续下滑	6
图 4: 粗钢产量增长放缓	6
图 5: 电力消费弹性首次回落到 1 之下	6
图 6: 我国经济重工业化进程加速发展	7
图 7: 日本工业化时期电力消费弹性大于 1	7
图 8: 电力能源消费正在不断提高	7
图 9: 人均生活用电持续增长	7
图 10: 2007 年以来装机增速开始放缓	8
图 11: 2008 年新增装机容量及增速显著低于 2007 年	8
图 12: 电源投资增速趋缓将引导新增装机增速下滑	8
图 13: 08 年发电设备利用小时出现下滑	10
图 14: 区域之间利用小时存在差异	10
图 15: 华能国际业绩对利用小时敏感度测试	11
图 16: 上半年动力煤价格不断攀升	12
图 17: 上半年火电企业全面亏损	12
图 18: 社会煤炭库存开始回升	12
图 19: 电厂煤炭库存快速回升	12
图 20: 10 月份国内动力煤价格出现倒挂	12
图 21: 合同煤价远低于市场煤价	12
图 22: 08 年火电企业上网电价调整	13
图 23: 上网电价调整取决于行业资产收益率	14
图 24: CPI、PPI 冲高回落	15
图 25: GDP 增速呈现放缓趋势	15
图 26: 新增装机中水电比重不断上升	16
图 27: 我国水资源利用率低于平均水平	16
图 28: 重点上市公司单位机组功率比较	17
图 29: 上网电价调整 1 分/度, 重点上市公司 09 年 EPS 增厚情况	17
图 30: 上半年上市公司燃料成本急剧上升	18
图 31: 煤价下降 5%, 重点上市公司 09 年业绩增幅	18
图 32: 火电企业资产负债率居高不下	18
图 33: 重点上市公司利息支出不断上升	18
图 34: 贷款利率下降 27 个基点, 重点上市公司营业利润变动情况	19
图 35: 水电企业始终维持 40% 以上的毛利率	21
图 36: 长江电力毛利率达到 70% 左右	21

表 1: 世界著名研究机构对中国 2009 年 GDP 增速的预测.....	7
表 2: 电力需求情景分析.....	8
表 3: 五年计划电力投资情况.....	9
表 4: 2003~2010 年我国发电设备装机容量预测.....	9
表 5: 发电设备利用小时预测.....	10
表 6: 2006~2009 年火电企业燃料成本预测.....	12
表 7: 不同煤价涨幅下 2009 年火电企业毛利率恢复情况.....	13
表 8: 火电企业恢复正常利润的电价调整幅度.....	14
表 9: 不同煤价涨幅下上网电价需调整的幅度.....	14
表 10: 2003~2020 年我国可再生能源远景规划.....	15
表 11: 不同机组的效率及煤耗比较.....	16
表 12: 大容量火电机组成为主力机组.....	16
表 13: 具明确资产整合预期的重点上市公司.....	19
表 14: 重点上市公司煤炭资源.....	19
表 15: 美国电力公司估值.....	20
表 16: H 股电力公司估值.....	20
表 17: 重点上市公司投资要素比较.....	21
表 18: 华能国际 2009 年 EPS 对煤价、电价及利用小时的敏感性分析.....	22
表 19: 大唐发电 2009 年 EPS 对煤价、电价及利用小时的敏感性分析.....	23
表 20: 粤电力 2009 年 EPS 对煤价、电价及利用小时的敏感性分析.....	24
表 21: 行业重点上市公司估值指标与评级变化.....	24

引言：新机遇与新挑战

2008 年是我国电力行业有史以来最为尴尬和艰难的年份之一。一方面，煤炭市场的超级牛市使电力行业面临空前的成本压力，火电几现全行业亏损；另一方面，历经 2006 年来的高速扩张，随着电力供需的改善，电力行业在产业链条上的谈判能力弱化，设备利用小时继续下滑，单位电量固定成本亦快速上升。

随着国内经济增长的放缓和煤炭市场供需状况的改善，电力行业迎来了新的机遇和挑战。资本市场对电力行业的关注点从燃料成本压力转移到电力需求及需求所决定的发电设备利用率上。煤炭价格下跌和利用小时的大幅下降对电力行业利润影响孰轻孰重？电力行业目前盈利水平到底处在什么位置？

本篇报告将围绕上述要点展开研究，我们将着重回答下列问题：

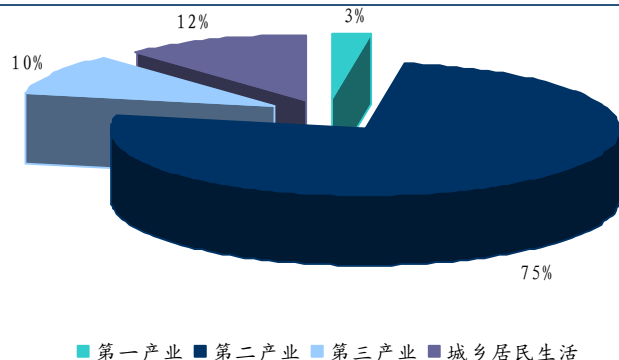
- 电力需求将恶化到什么程度，及燃料成本下跌阶段电企将在何种利用率水平下达到盈亏平衡？
- 2009 年电力企业燃料成本将如何变化及相对应的火电企业毛利率水平？
- 电价是否存在进一步上调空间及需要重点关注的因素？
- 要素调整将如何影响企业盈利，哪些上市公司将成为利好因素的最大受益者？

供需双降利用小时继续探底

经济增速放缓将导致电力需求增长回落

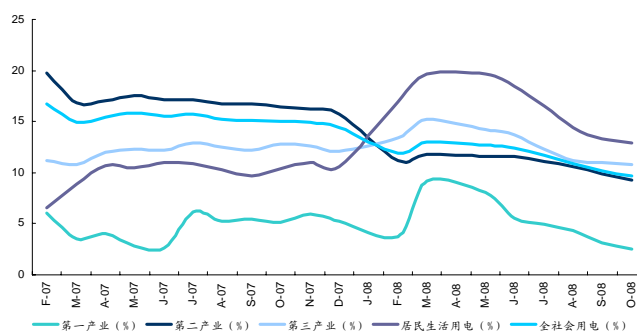
2008 年 1-10 月份，全社会用电量 28968.50 亿千瓦时，同比增长 8.27%，增速同比回落 6.73%，其中工业用电 121868.14 亿千瓦时，同比增长 7.36%，增速回落 9.04%。作为电力消费大户，工业用电增速的下降是导致全社会用电下降的主要因素。

图 1：第二产业仍是电力消费大户

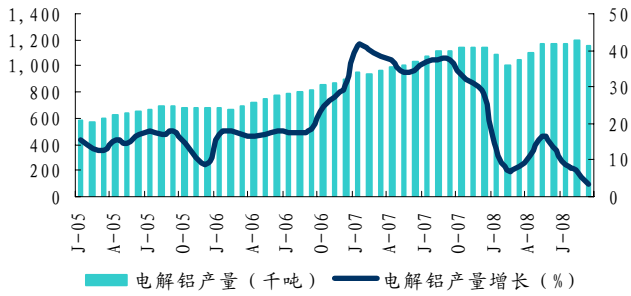


资料来源：国家统计局、长江证券研究部

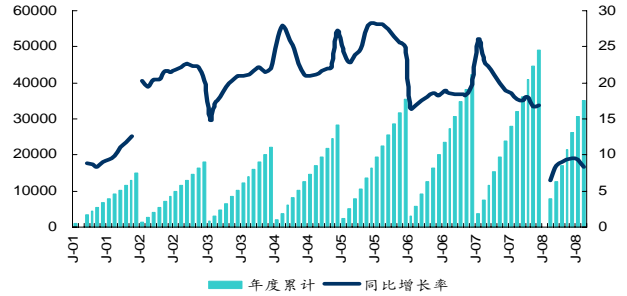
图 2：工业用电增速下降带动全社会用电下降



资料来源：国家统计局、长江证券研究部

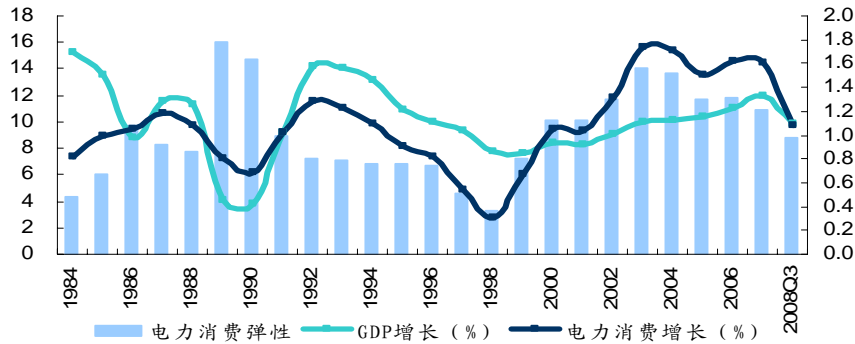
图 3: 电解铝产量增速四个月连续下滑


资料来源: Bloomberg、长江证券研究部

图 4: 粗钢产量增长放缓


资料来源: Wind、长江证券研究部

电力消费弹性系数自 2000 年来首次滑落到 1 以下，实体经济的回落已经传导至电力需求。

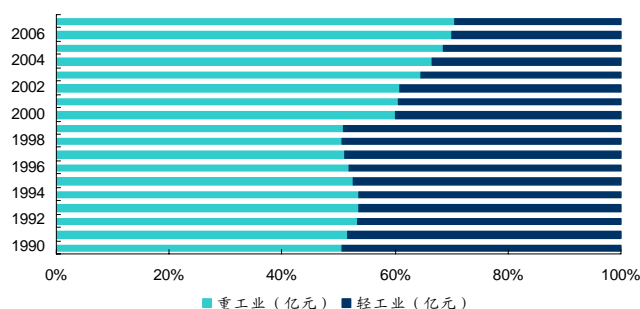
图 5: 电力消费弹性首次回落到 1 之下


资料来源: 国家统计局、长江证券研究部

自 2000 年，我国加快工业化进程以来，电力消费增速一直高于 GDP 增速，那么，本轮经济调整会否使电力消费弹性回落到 1998 年 0.36 的历史低点呢？我们认为：短期内电力弹性小于 1 的可能性在加大，但不会回到前期低点，预计 2008 年电力消费弹性系数为 0.8，2009 年进一步下滑至 0.5。

➤ 21 世纪以来，我国重工业化进程加速发展。1998 年我国重工业占工业产值只有 50% 左右；进入 2000 年以后，消费结构升级、城市化进程加快、交通和基础设施投资加大等因素带动了重工业快速发展，重工业产值在工业总产值中的比重不断提高，2007 年达到了 70.47%，对比世界主要经济体工业化发展历史，工业化时期能源消耗快速增长，而电力消费弹性一般也大于 1，即便在第一次石油危机期间，日本的经济增速快速回落，但电力消费弹性仍然保持在 1 左右，低点出现在 1975 年为 0.96。

图 6：我国经济重工业化进程加速发展



资料来源：国家统计局、长江证券研究部

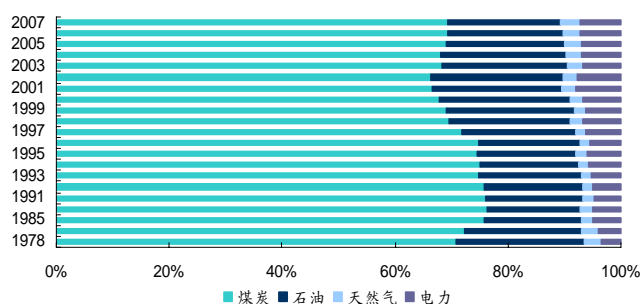
图 7：日本工业化时期电力消费弹性大于 1



资料来源：日本统计局、长江证券研究部

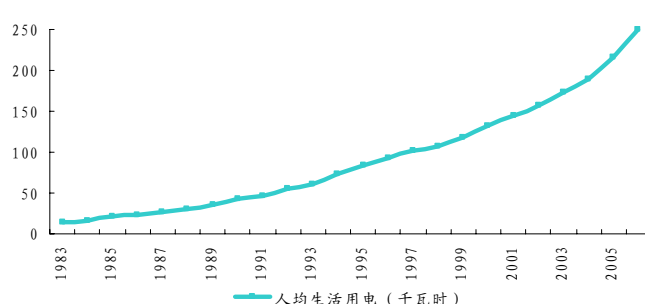
- 尽管有色金属和钢铁的增速有所回落,但由于基数较大,电力消费的惯性需求依然存在。40000亿拉动内需政策的推出也有望扩大上述产品的需求,进而拉动电力需求。
- 电能以其清洁、高效、便利的优势有对其他能源形成替代的趋势,其占能源消费总量的比重在最近10年间提高了1%。
- 日本能源经济研究所的研究表明,能源消费的惯性规律普遍存在,自1984年以来,我国电力消费弹性平均水平维持在1.01,因此从长期看,电力消费将趋于稳定。

图 8：电力能源消费正在不断提高



资料来源：国家统计局、长江证券研究部

图 9：人均生活用电持续增长



资料来源：国家统计局、长江证券研究部

- 国家经济刺激计划将对2009年GDP增长产生显著刺激作用,相关权威机构预测4万亿基建投资将提升GDP约1.6%,而由此引致的钢铁、建材等高能耗产品消费增长也将刺激电力需求。

表 1：世界著名研究机构对中国 2009 年 GDP 增速的预测

	2008 年	2009 年	2010 年
Action Economics	9.8	8.5	9.5
CFC Seymour	9.9	8	8.5
Moody's Economy.com	9.9	9.5	9.3
DekaBank Deutsche Girozentrale	10	9	
平均	9.9	8.75	9.1

资料来源：Bloomberg、长江证券研究部

根据中性预期,我们预计2008年GDP保持9.9%的增速,而电力消费弹性系数将降低至0.8,2008年全社会用电量增长7.92%,达到35302.6亿千瓦时。2009年GDP增长8.75%,

全社会用电需求增长 4.38%，达到 36847.1 亿千瓦时。

表 2: 电力需求情景分析

	2007	2008E	2009E	2010E
乐观预期				
GDP 增速 (%)	11.9	10.2	9.5	9.5
电力消费弹性系数	1.32	0.8	0.5	0.6
电力消费增速 (%)	14.4	8.16	4.75	5.7
全社会用电 (亿千瓦时)	32711.8	35381.1	37061.7	39174.2
中性预期				
GDP 增速 (%)	11.9	9.9	8.75	9.1
电力消费弹性系数	1.32	0.8	0.5	0.6
电力消费增速 (%)	14.4	7.92	4.38	5.46
全社会用电 (亿千瓦时)	32711.8	35302.6	36847.1	38858.9
悲观预期				
GDP 增速 (%)	11.9	9.6	8	8.5
电力消费弹性系数	1.32	0.8	0.5	0.6
电力消费增速 (%)	14.4	7.68	4	5.1
全社会用电 (亿千瓦时)	32711.8	35224.1	36633	38501.3

资料来源：长江证券研究部

电源投资增速下滑难遏利用小时颓势

2008~2010 年新增装机增长将放缓

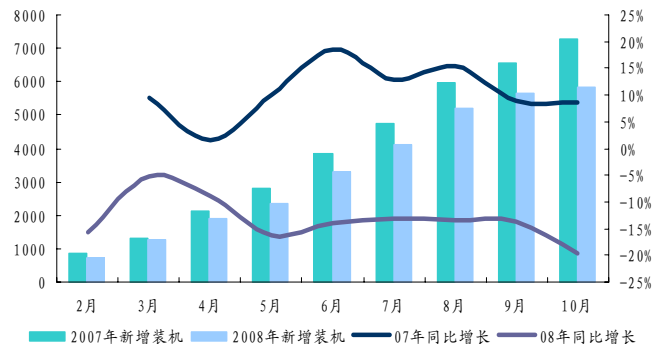
2008 年 1-10 月份，全国 6000 千瓦及以上发电生产设备容量达 73581 万千瓦，同比增长 12.2%。其中，水电 13849 万千瓦，同比增长 18.3%；火电 57923 万千瓦，同比增长 10.3%。1-10 月份，新增装机容量 5846.2 万千瓦，同比下降 19.59%，装机容量增长呈现递减趋势。

图 10: 2007 年以来装机增速开始放缓



资料来源：中电联、长江证券研究部

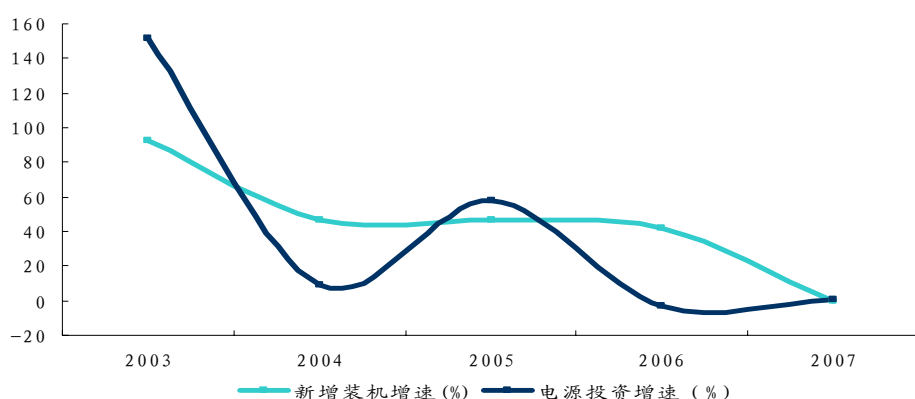
图 11: 2008 年新增装机容量及增速显著低于 2007 年



资料来源：中电联、长江证券研究部

按照“十一五”时期电力投资计划，电源投资总额为 15000 亿元，年均增速为 12.08%，从历史的角度来看，已经处于比较低的水平。而近年来电力行业景气度下滑也平抑了各大发电集团的扩张步伐，发改委新建项目审批步伐开始放缓，受此影响，类似 2006 和 2007 年的高增长难以为继，考虑小机组继续关停，2008 年以后净增装机将逐年递减。

图 12: 电源投资增速趋缓将引导新增装机增速下滑



资料来源: 中电联、长江证券研究部

表 3: 五年计划电力投资情况

	六五	七五	八五	九五	十五	十一五
总投资(亿元)	273	957	2740	5580.6	11481.5	30000
年均增速(%)		28.51	23.41	15.29	15.52	21.18
电源投资总额 (亿元)	211	762	2224	4129.7	8481.5	15000
年均增速(%)		29.28	23.89	13.18	15.48	12.08
电网投资总额 (亿元)	62	195	516	1450.9	3000	15000
年均增速(%)		25.76	21.49	22.97	15.64	37.97

资料来源: 长江证券研究部

预计 2008 年总装机容量增速将放缓至 11.88%，发电设备容量达到 79800 万千瓦，而 2009 年装机增速继续下滑至 10.28%，发电设备容量预计将达到 88000 万千瓦左右。

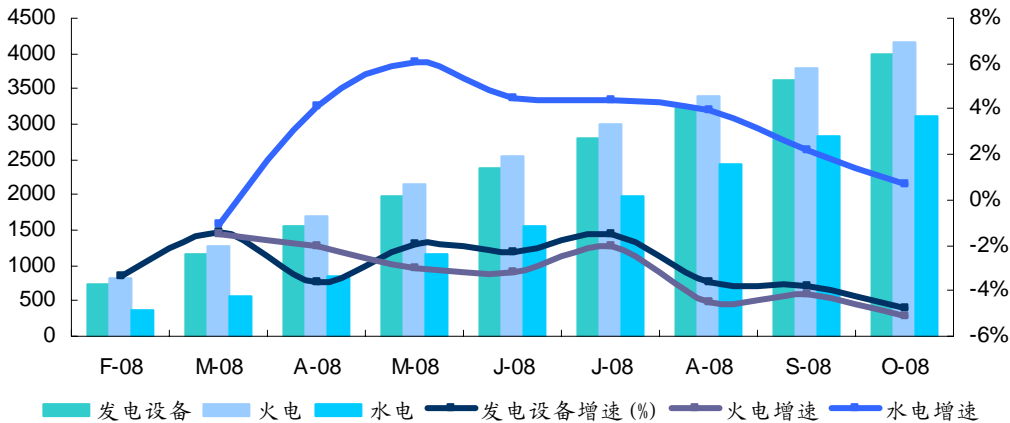
表 4: 2003~2010 年我国发电设备装机容量预测

	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总装机容量	39141	44239	51718	62200	71329	79800	88000	95600
YoY		13.02%	16.91%	20.27%	14.68%	11.88%	10.28%	8.64%
火电装机容量	28977.1	32948	39137.6	48405	55442	62144	68124	73594
新增火电	2422.4	3970.9	6189.6	9388.4	8475	8100	7400	6700
关停火电	0	0	0	121	1438	1400	1500	1300
净增火电	2422.4	3970.9	6189.6	9267.4	7037	6700	5900	5400

资料来源: 中电联、长江证券研究部

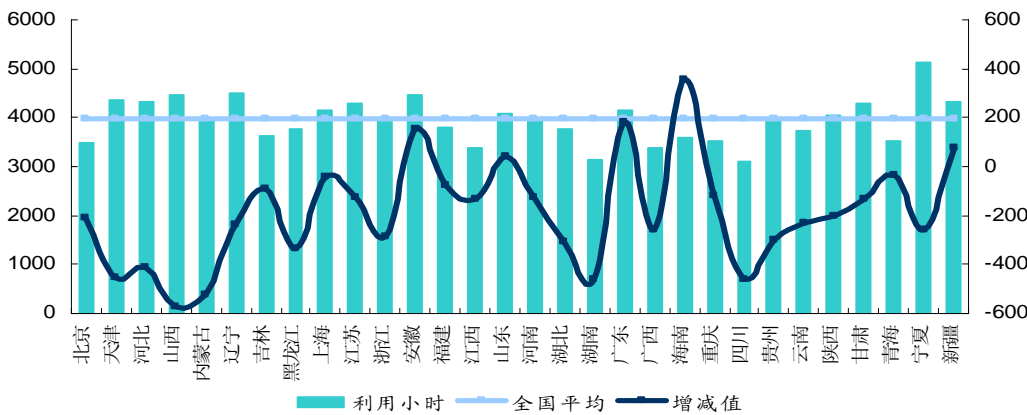
利用小时进一步下滑，区域之间存在差异

2008 年 1~10 月份，全国发电设备累计平均利用小时为 3981 小时，同比降低 200 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3110 小时，同比上升 22 小时；受水电出力增加挤占市场份额及需求影响，同期火电设备累计平均利用小时降至 3809 小时，同比下降 225 小时。

图 13: 08 年发电设备利用小时出现下滑


资料来源：中电联、长江证券研究部

从区域差异看，受奥运因素影响，天津、河北、山西、内蒙古等省利用小时出现大幅下降，但仍高于全国平均水平；而海南、安徽、广东、新疆等省利用小时上升显著；甘肃、宁夏地区受当地能源和高耗能工业带动利用小时保持在高位运行。

图 14: 区域之间利用小时存在差异


资料来源：中电联、长江证券研究部

综合考虑未来两年电力消费需求增速下滑及新增装机的逐年递减，我们预计 2008 年全国发电设备平均利用小时在 4814 左右，同比下降 3.94%。火电设备平均利用小时 4975，同比下降 6.41%，2009 年平均利用小时进一步下滑至 4581 左右，降幅 4.84%，火电设备平均利用小时 4667，降幅 6.2%。区域差异看，由于高能耗行业需求的大幅下滑，我们对内蒙古、宁夏等省份 2009 年电力设备利用小时表现非常担忧，而江苏、山东等地经济转型基础较好，预计利用小时表现将继续优于全国平均水平，广东、浙江的发电量增长仍需等待当地大量的出口加工工业恢复。

表 5: 发电设备利用小时预测

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E
发电设备利用小时	5245	5455	5425	5221	5011	4814	4581	4454
YoY	7.92%	4.00%	-0.55%	-3.76%	-4.02%	-3.94%	-4.84%	-2.77%

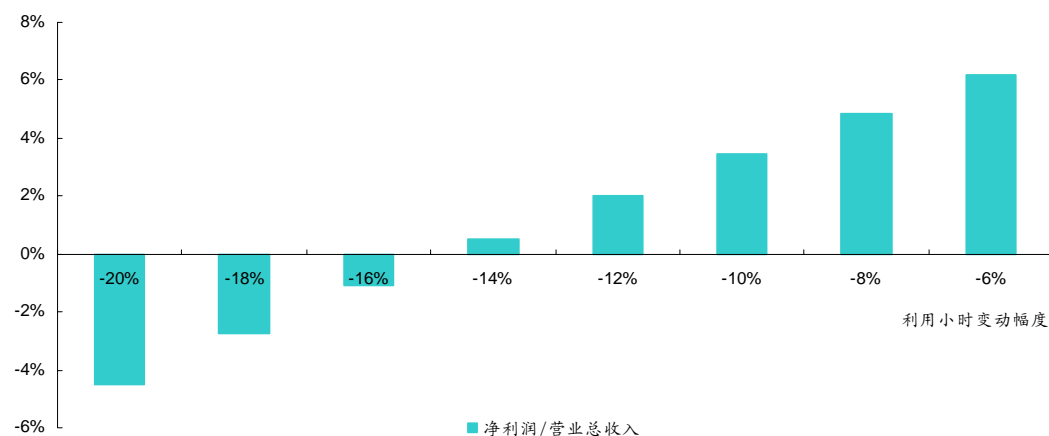
水电利用小时	3239	3462	3664	3434	3532	3600	3538.4	3553.68
YoY	-1.52%	6.88%	5.83%	-6.28%	2.85%	1.93%	-1.71%	0.43%
火电利用小时	5767	5991	5865	5633	5316	4975	4667	4496
YoY	9.39%	3.88%	-2.10%	-3.96%	-5.63%	-6.41%	-6.20%	-3.66%

资料来源：长江证券研究部

上市公司业绩对利用小时敏感度相对较低

为了比较设备利用小时下滑对公司业绩的影响，我们选取最具代表性的华能国际进行测算。由于 2008 年该公司业绩受煤价和电价影响而出现严重亏损现象，我们选取 07 年的数据进行测算，结果表明公司业绩对利用小时敏感度相对较低，如果 2009 年公司综合平均利用小时下降 14.5%，达到 4827 小时左右时，公司进入亏损状态（07 年公司利用小时数为 5656 小时）。由此可见，利用小时下滑对火电企业业绩影响有限，煤价和电价仍是决定火电企业经营业绩的主要因素。

图 15：华能国际业绩对利用小时敏感度测试



资料来源：长江证券研究部

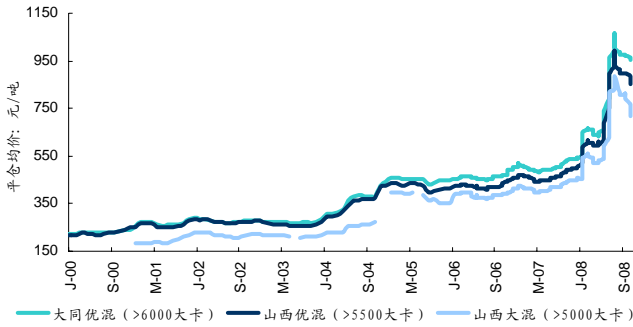
保增长政策目标下电价再次调整将缓行

我们认为，在经济环境恶化、保增长成为首要政策目标的条件下，上网电价的再次调整将综合考虑电力企业的相对盈利能力和下游用户的承受能力。

煤炭需求滑落后燃料成本面临减压契机

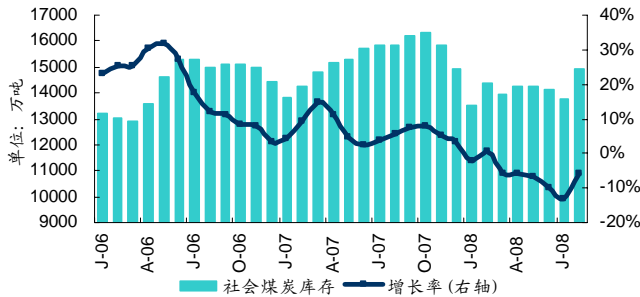
2008 年煤炭市场的超级牛市严重损害了发电企业的盈利能力，火电行业出现全面亏损，1~8 月份火电企业亏损额达到 471 亿元，预计年底全行业亏损将达到 700 亿左右，而电网企业将面临零增长。

图 16: 上半年动力煤价格不断攀升



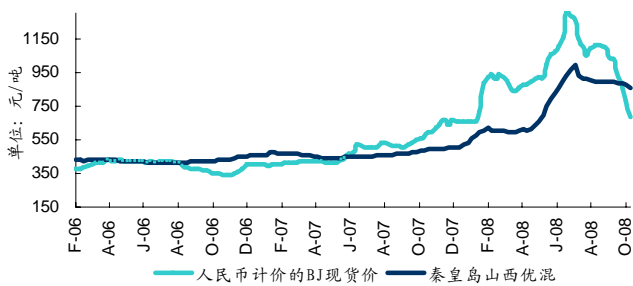
资料来源: Sxcoal、长江证券研究部

图 18: 社会煤炭库存开始回升



资料来源: Sxcoal、长江证券研究部

图 20: 10 月份国内外动力煤价格出现倒挂



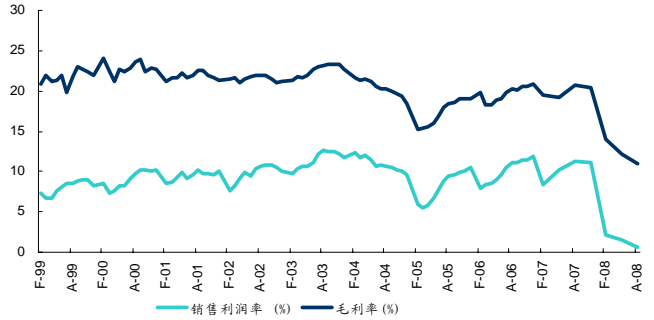
资料来源: Sxcoal、长江证券研究部

近期煤炭价格的大幅调整将使电力企业面临成本减压的良好契机,我们预计动力煤现货价格将在现有基础上继续下滑 15%,而合同价微幅上涨 5%,我们分别对合同煤占比 50%和 70%进行了燃料成本测算,结果表明,当合同煤占比 50%时,09 年电力企业燃料有望下降 6.6%;而合同煤占比 70%时,电力企业燃料成本下降 2.46%。由于上半年合同兑现率普遍偏低,我们认为情景 1 的假设更贴近实际情况。

表 6: 2006~2009 年火电企业燃料成本预测

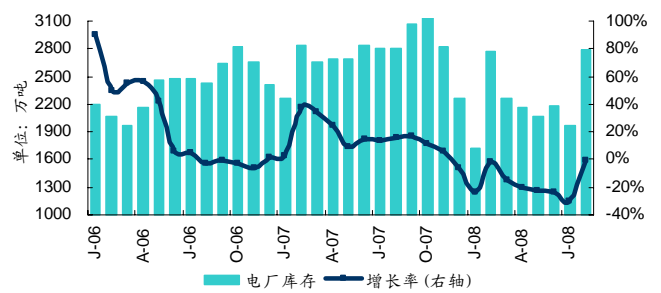
	2006	2007	2008E	2009E
情景 1: 合同煤占比 50%				
合同煤价格(元/吨)	380	420	458	480.9

图 17: 上半年火电企业全面亏损



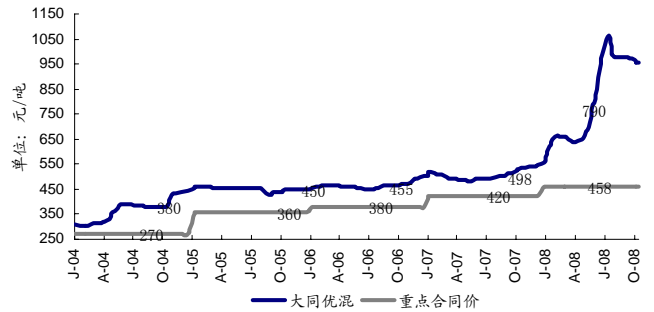
资料来源: Wind、长江证券研究部

图 19: 电厂煤炭库存快速回升



资料来源: Sxcoal、长江证券研究部

图 21: 合同煤价远低于市场价



资料来源: 长江证券研究部

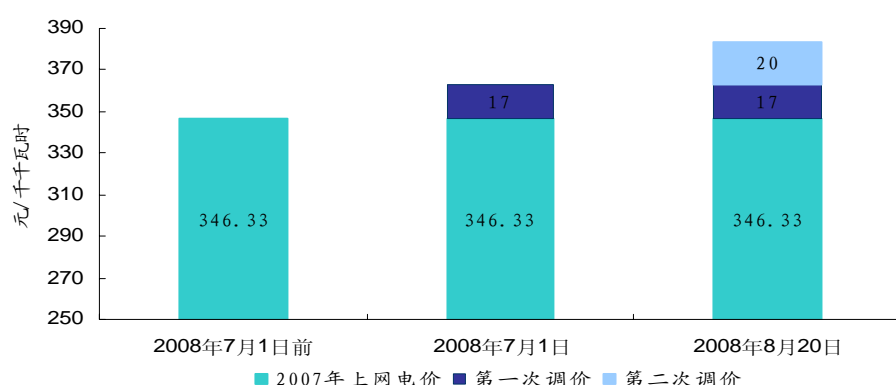
市场煤价格(元/吨)	441.75	481.65	762.85	648.42
综合煤价(元/吨)	410.88	450.83	610.43	564.66
标煤价格(元/吨)	523.69	574.96	765.6	714.88
情景 2: 合同煤占比 70%				
合同煤价格(元/吨)	380	420	458	480.9
市场煤价格(元/吨)	441.75	481.65	762.85	648.42
综合煤价(元/吨)	398.53	438.5	549.46	531.16
标煤价格(元/吨)	527.01	580.18	715.84	698.23

资料来源：长江证券研究部

电价上调多少，电力企业才能恢复正常利润？

2008年7月1日和8月20日，全国上网电价进行了两次调整，火电企业平均上网电价由2007年的346.33元/千千瓦时，提高到383.33元/千千瓦时，上调了37元/千千瓦时。我们测算，火电企业将在四季度实现扭亏为盈，考虑到两次电价调整的全年效应，以及我们对煤炭价格的预测，2009年电力企业毛利率有望恢复到12%左右，相当于2007年初行业毛利率水平的67%。

图 22: 08 年火电企业上网电价调整



资料来源：国家发改委、长江证券研究部

表 7: 不同煤价涨幅下 2009 年火电企业毛利率恢复情况

		合同煤涨幅				
		0	5%	10%	15%	20%
市场煤涨幅	-25%	18.09%	16.59%	15.10%	13.60%	12.11%
	-20%	16.01%	14.52%	13.02%	11.53%	10.03%
	-15%	13.94%	12.44%	10.95%	9.45%	7.96%
	-10%	11.86%	10.37%	8.87%	7.38%	5.88%
	-5%	9.79%	8.29%	6.80%	5.30%	3.81%

资料来源：长江证券研究部

根据 2007 年全国平均供电煤耗是 357 克/千瓦计算，上网电价调整 1 分/度大约可弥补电煤成本上涨 28 元/吨，两次调价可弥补火电企业燃料成本约 103.6 元/吨。假设合同煤占比 50%，则需要上调 3.13 分/度才能使 2009 年的盈利能力恢复到 2006 年的水平，考虑到“煤电联动”机制中，电力企业需内部消化 30% 的煤价上涨因素，则上网电价仍需上调 1.08 分/千瓦时。

表 8: 火电企业恢复正常利润的电价调整幅度

	06 年以来标煤涨幅 (元/吨)	电价上调幅度 (分/度)	内部消化 30%后调整幅度 (分/度)
合同煤占比 50%	191.19	3.13	1.08
合同煤占比 70%	171.22	2.41	0.58

资料来源: 长江证券研究部

表 9: 不同煤价涨幅下上网电价需调整的幅度

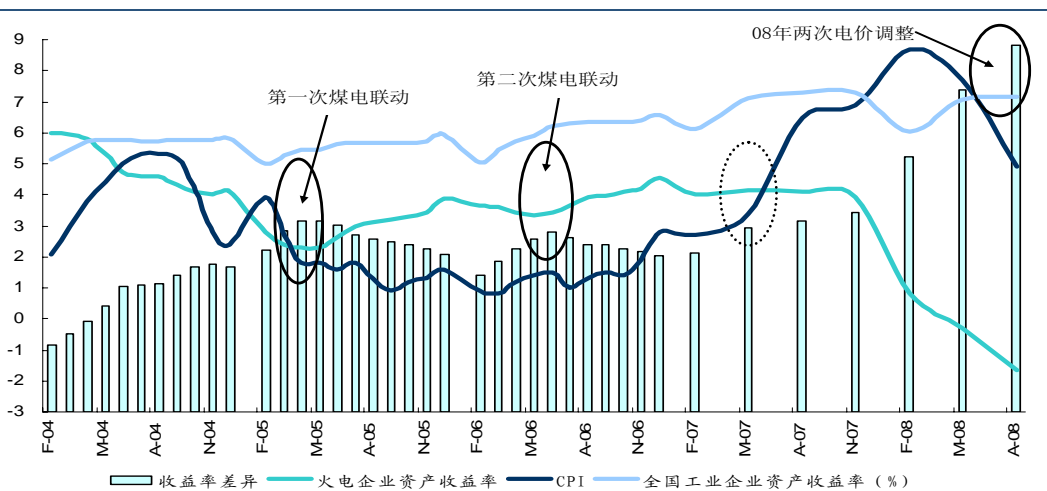
		合同煤涨幅				
		0	5%	10%	15%	20%
市场煤涨幅	-25%	-0.43	-0.03	0.37	0.77	1.17
	-20%	0.12	0.52	0.92	1.32	1.73
	-15%	0.68	1.08	1.48	1.88	2.28
	-10%	1.24	1.64	2.04	2.44	2.84
	-5%	1.79	2.19	2.59	2.99	3.39

资料来源: 长江证券研究部 注: 按照合同煤占比 50%测算

行业收益率决定未来电价是否调整

电力企业的盈利能力关系到电力企业的发电积极性, 而电力短缺造成的开工不足将直接影响到国家经济的稳定发展。另外, 我国的电力市场仍处于发展阶段, 电价改革的主要目标是吸引更多的电力投资, 保障国民经济稳定运行; 这和发达国家通过降低电价、提高效率 and 为客户提供更多的选择为目标的电价改革有着本质性区别。

分析 2005 年 5 月 1 日和 2006 年 6 月 30 日, 国家为了缓解电煤成本不断攀升而实施的两次煤电联动。我们可以发现, 两次“煤电联动”都是在火电企业资产收益率和全国工业企业资产收益率差异不断扩大, 创出新高的时候推出。而 2007 年以来不断恶化的通胀水平使第三次“煤电联动”至今无法成行。我们认为收益率差将是未来电价是否上调的重要指标, 随着 2009 年煤炭价格的回落、两次电价调整将全年贡献利润, 以及经济冲击下全国工业企业资产收益率不断走低, 我们预计再次调整上网电价的预期或将淡化。

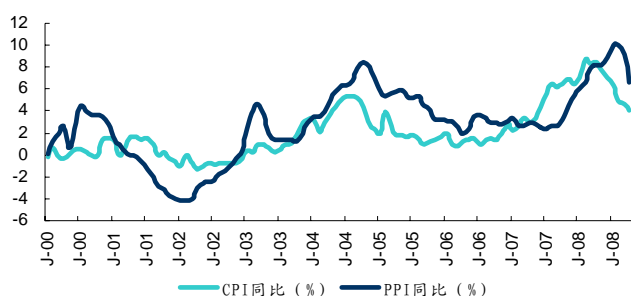
图 23: 上网电价调整取决于行业资产收益率


资料来源: 长江证券研究部

CPI 压力让位于保经济增长

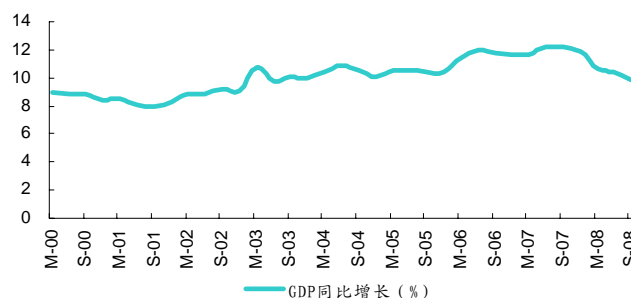
CPI 的冲高回落了加大了市场对电价调整的预期，而近期宏观经济指标显示，经济增速已经出现下滑趋势。政策调控方向已经从控制通货膨胀转向保经济增长，电价调整或将让位于经济增长。长江证券宏观策略部研究表明，消费电价上调 0.02 元/千瓦时，将影响下游 20 多个行业的利润率 0.5-1.5%，影响 CPI 上涨 0.32 个百分点。事实上，在经济下滑时期，由于成本上涨不能完全传导至下游行业，利润率的下降幅度将超过我们估算的水平。

图 24: CPI、PPI 冲高回落



资料来源: Wind、长江证券研究部

图 25: GDP 增速呈现放缓趋势



资料来源: Wind、长江证券研究部

节能调度使重点公司增获市场份额

节能调度指在保障电力可靠供应的前提下，按照节能、经济的原则，优先调度可再生发电资源，按机组能耗和污染物排放水平由低到高排序，依次调用化石类发电资源，最大限度地减少能源、资源消耗和污染物排放。

可再生能源迎来发展春天

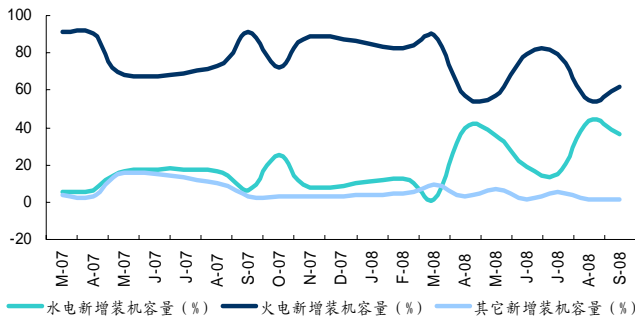
火电成本压力及节能调度方式的全面推广将引导更多的资金投资于可再生能源发电，从而提高可再生能源发电在我国发电结构中的比重，优化我国的电源结构。

表 10: 2003~2020 年我国可再生能源远景规划

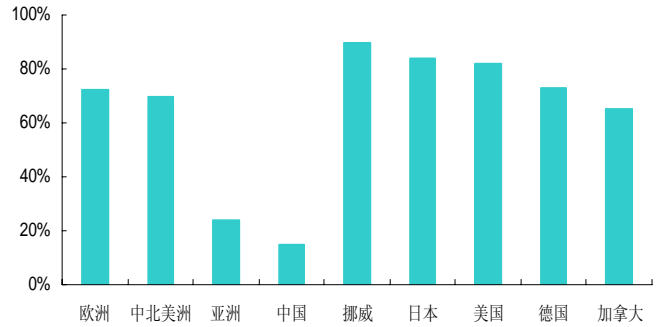
项目/年份	2003	2010E	2020E	年均增长
水电	9488	18000	38000	7.01%
风电	57	500	3000	26.30%
太阳能发电		30	180	26.30%
光伏发电	5	50	200	24.20%
生物质发电	190	550	3000	17.60%
地热发电(万吨标煤)		400	1200	11.60%

资料来源: 国家发改委、长江证券研究部

我国水资源丰富，总储量约 2.81 万立方米，居世界第六位，与之相比，我国水电的装机和发电量仅占可开发量的 23.6%和 16%，远远落后于其它国家，水能的利用与水电的优势远未发挥。“十一五”电力工业规划明确提出了有序开发水电资源，我们预计，水电装机规模将稳定增长。

图 26: 新增装机中水电比重不断上升


资料来源: 长江证券研究部

图 27: 我国水资源利用率低于平均水平


资料来源: Wind、长江证券研究部

火电机组利用小时出现分化

节能调度模式下, 政府将根据“能耗”和“污染物排放”两项指标对火电机组进行调度。单机规模大且具有脱硫、脱硝设施的燃煤机组将占有优势。

表 11: 不同机组的效率及煤耗比较

机组容量(MW)	发电煤耗(g/kWh)	发电效率	厂用电率	供电煤耗(g/kWh)	供电效率
12	480	25.60%	15%	552	22.26%
25	440	27.92%	13%	497.2	24.71%
50	420	29.25%	12%	470.4	26.12%
100	400	30.71%	11%	444	27.67%
125	375	32.76%	10%	412.5	29.78%
300	330	37.23%	7%	353	34.79%
600	320	38.39%	6%	339	36.22%
1000	273	45.00%	5%	287	42.86%

资料来源: 长江证券研究部

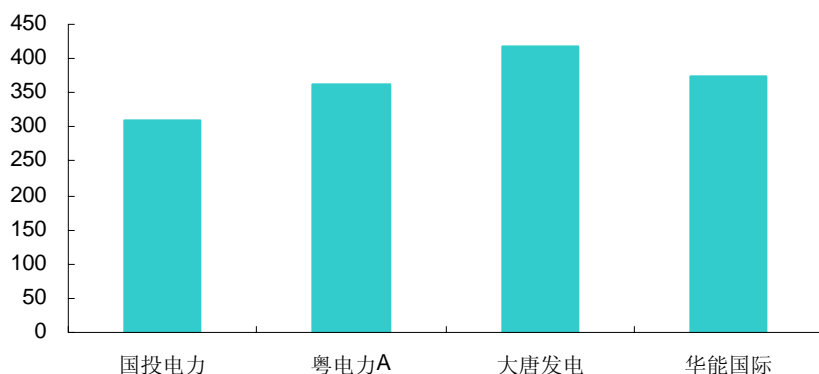
表 12: 大容量火电机组成为主力机组

	2002	2003	2004	2005	2006
火电 10 万千瓦及以上	855	931	1026	1174	1393
装机容量	19076.1	20881.8	23618.4	27798.9	35874.8
占火电装机比例(%)	71.84	72.06	72.69	72.37	74.11
火电 30 万千瓦及以上	314	342	394	480	635
装机容量	11071.5	12118	14218	17491	24441
占火电装机比例(%)	41.69	41.82	43.76	45.53	50.44

资料来源: 长江证券研究部

据了解, 节能调度模式下, 60 万千瓦及以上机组利用小时有望增加 200 小时左右, 30 万千瓦的机组增幅在 100 小时左右。单位机组功率较高的大唐发电、华能国际、粤电力 A 有望获得更大的市场份额, 利用小时进一步得到保障。

图 28: 重点上市公司单位机组功率比较



资料来源：公司公告、长江证券研究部

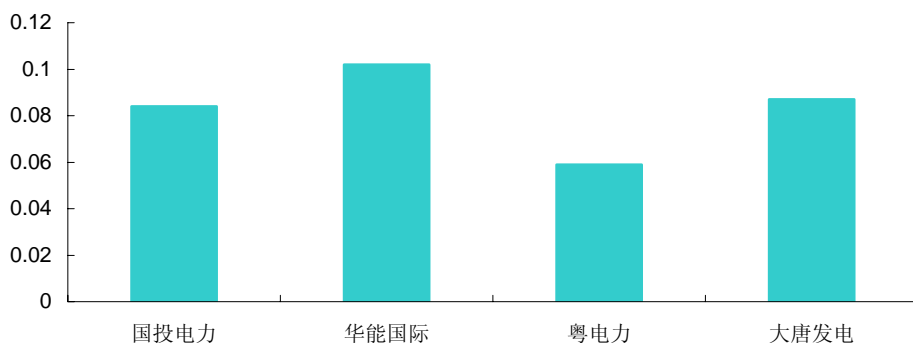
要素调整孕育多样化投资机会

下游需求下滑带来的利用小时的下降将在一定程度上抵消成本压力的缓解，电力行业短期内仍将徘徊在盈亏边缘的尴尬局面。我们认为，火电行业的投资机会主要来自电价上调、煤价回落、利率下降等利好事件的推动，而对这些因素高度敏感的公司将成为投资的首选。

上网电价再次调整

尽管我们对短期内再次上调上网电价持谨慎态度，但我们仍对重点公司业绩的电价敏感度保持关注。我们认为长期注重成本控制、对电价高度敏感的上市公司，将率先进入盈利状态，在我们覆盖的重点公司中，华能国际、大唐发电、粤电力和国投电力业绩具有较高的电价敏感度。

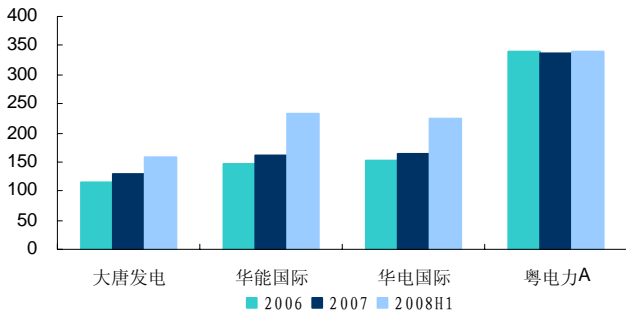
图 29: 上网电价调整 1 分/度，重点上市公司 09 年 EPS 增厚情况



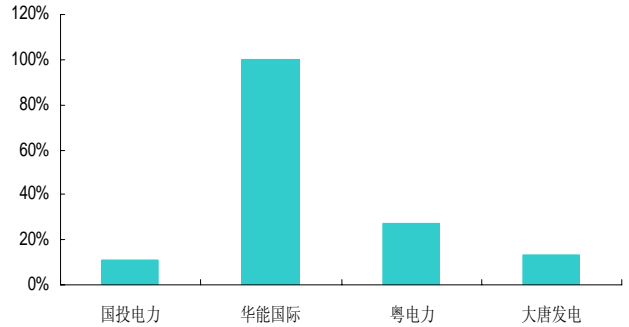
资料来源：长江证券研究部

煤炭价格超预期回落

主流公司的燃料成本占火电企业营业成本的 60-70%，煤价的波动是决定火电企业利润收入的主要因素。近期煤炭价格的快速回落为火电企业盈利改善提供了良好的契机，我们测算华能国际、粤电力是煤价下跌的最大受益者。

图 30: 上半年上市公司燃料成本急剧上升


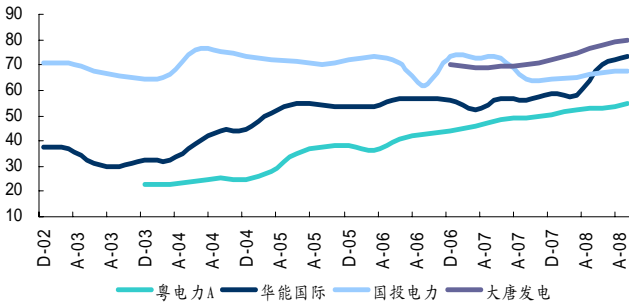
资料来源: 长江证券研究部

图 31: 煤价下降 5%，重点上市公司 09 年业绩增幅


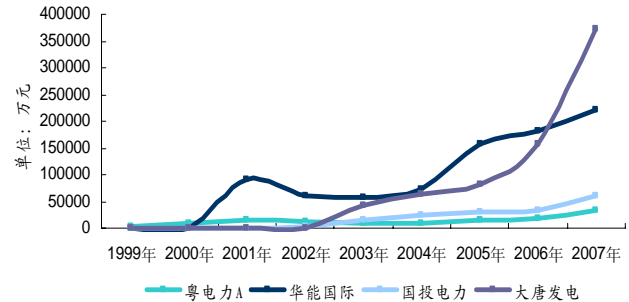
资料来源: 长江证券研究部

高负债率受益于利率下调

电力装机规模迅速扩大的背后,是每年巨额的资本支出,而这部分资金主要来源于银行贷款,导致电力企业资产负债率一直居高不下。2007 以来,煤炭价格的不断飙升,也使得火电企业经营现金流高度紧张,频频向银行申请短期借款解决“燃煤之急”,进一步把火电企业的资产负债率推向了 73.15% 的历史高点,在加息周期中财务费用更是不断上升。

图 32: 火电企业资产负债率居高不下


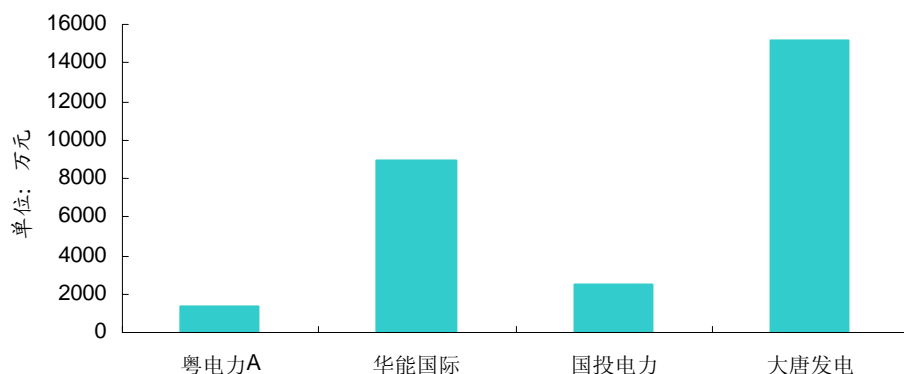
资料来源: 公司公告、长江证券研究部

图 33: 重点上市公司利息支出不断上升


资料来源: 公司公告、长江证券研究部

中国人民银行于 2008 年 9 月 16 日下调了人民币贷款基准利率 0.27 个百分点,随着央行五大举措落实适度宽松货币政策的出台,货币政策有望进一步放松。建议关注贷款利率下调带来财务费用压力大幅下降的上市公司: 大唐发电、华能国际。

图 34：贷款利率下降 27 个基点，重点上市公司营业利润变动情况



资料来源：长江证券研究部

资产注入，关注外延式扩张

随着燃料成本压力的舒缓，火电盈利能力有望逐步恢复，而重点公司借助资产注入实现外延式扩张的步伐将有望加速。

表 13：具明确资产整合预期的重点上市公司

	母公司	承诺事项	年内进展
国投电力	国家开发投资公司	资产收购平台	前期准备
粤电力 A	粤电集团	承诺股权激励	前期准备
国电电力	国电集团	整体上市分步实施	前期准备
长江电力	三峡总公司	资本运作平台	正在实施
桂冠电力	大唐集团	红水河流域资产收购平台	正在实施

资料来源：长江证券研究部整理

我们对具有明确整合预期的电力公司及其母公司资产进行了整理，发现长江电力、国电电力和粤电力的资产注入对业绩增厚最为明显。

煤电联营或成主流

煤炭是火电企业的主要燃料，煤价的不断攀升使得火电企业经营业绩不断恶化，火电企业积极寻求煤炭资源，开展煤炭业务，试图通过直接投资矿产，或参股煤炭企业来实现“煤电联营”，进而降低自己的经营成本。其中以大唐发电最为积极，参股、控股 6 个煤矿，权益可采储量达到 70.7 亿吨，设计产能 15700 万吨，实现了煤炭、电力双主业发展。

表 14：重点上市公司煤炭资源

公司名称	煤矿资源	所在区域	权益	现有产能 (万吨/年)	设计产能 (万吨/年)
大唐发电					
	塔山煤矿	山西大同	28%	700	1500
	胜利煤矿	内蒙古	100%		6000
	五间房	内蒙古	51%		4200
	孔兑沟	内蒙古	52%		1000
	长滩煤矿	内蒙古	40%		2000
	蔚州	河北蔚县	50%	400	1000

粤电力 A							
霍尔辛赫	山西	30%		300			
马道头	山西	10%					1000
安达隆	印度尼西亚			1500	2008~2012 年长期(集团采购)		
怀特温公司	澳大利亚			250			
酸刺沟	内蒙古	30%					1200
华能国际							
蒙托煤矿	澳大利亚	25.50%		800			
安达隆	印度尼西亚			850	2008~2012 年长期合同		
丰玉	山西	49%		1000	约定 49% 供公司电厂		
斜沟	山西	10%		1500			
兴县	山西	10%		1000			

资料来源: 长江证券研究部

投资策略与重点公司推荐

随着国际资本市场估值水平的逐渐回调, 美国和香港电力公司的平均 PB 已经回落到 1x 的水平, 综合来看 A 股市场估值优势不明显。但是, 电力行业在政策、资金、技术方面存在较高的进入壁垒。长期来看, 我国工业化进程仍在继续, 电力需求仍然巨大, 行业正常盈利水平将得以保证。

从行业估值方法看, 由于大部分公司盈利能力尚待恢复, 因此市净率估值法依然适用, 我们认为, 考虑进入门槛和行业盈利向好趋势, 平均 1-2x 的 PB 水平已经基本趋于合理。

由于短期内上网电价继续上调无望, 而合同煤谈判尚不明朗, 下游需求下滑带来的利用小时的下降将在一定程度上抵消成本压力的缓解, 电力行业短期内仍将徘徊在盈亏边缘, 故此我们维持对行业的“中性”评级。

但是我们注意到部分重点公司已经进入投资安全区域, 我们建议: 对未来经济形势持谨慎态度的稳健型投资者可继续关注长江电力等水电公司, 而煤价、利用小时和电价等要素调整过程中火电公司将出现多样化机会, 精选对利好因素敏感度高的公司将获得超越平均水平的收益率。

表 15: 美国电力公司估值

company	price(USD)	P/E		P/B		EV/EBITDA	
		08E	09E	08E	09E	08E	09E
Southern Union Company	13.490	7.40	6.95	0.68	0.68	7.18	5.86
Consolidated Edison	39.190	13.01	12.37	1.12	1.08	8.07	7.64
DYNEGY INC	2.380	20.17	9.88	0.44	0.43	7.52	6.66
AES CORP	8.280	7.27	6.88	1.47	1.21	5.88	5.95
均值		11.96	9.02	0.93	0.85	7.16	6.53

资料来源: Bloomberg、长江证券研究部

表 16: H 股电力公司估值

company	price(USD)	P/E		P/B		EV/EBITDA	
		08E	09E	08E	09E	08E	09E

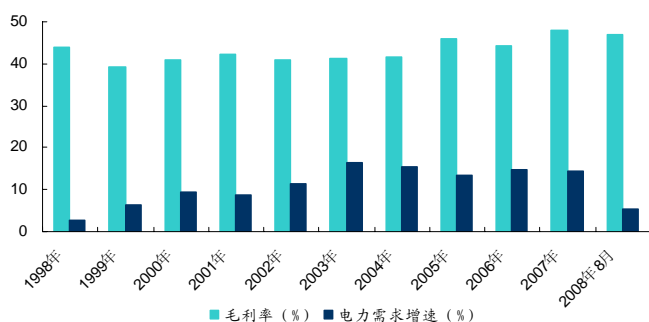
Southern Union Company	13.49	7.4	6.95	0.68	0.68	7.18	5.86
Consolidated Edison	39.19	13.01	12.37	1.12	1.08	8.07	7.64
DYNEGY INC	2.38	20.17	9.88	0.44	0.43	7.52	6.66
AES CORP	8.28	7.27	6.88	1.47	1.21	5.88	5.95
均值		11.96	9.02	0.93	0.85	7.16	6.53

资料来源：Bloomberg、长江证券研究部

水电：业绩稳定、抗周期性强

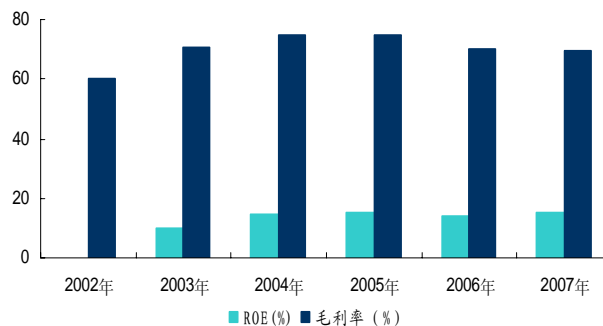
水电由于其环保、高效，且电价低于火电而一直受到电网的青睐，即使在电力需求增速明显放缓的 98 年也保持了 44% 的毛利率。尽管受季节性来水影响会略有波动，总体而言，仍能保证 40% 的毛利率，具有良好的抗周期性。我们推荐盈利能力强、资产质量优良的长江电力。

图 35：水电企业始终维持 40% 以上的毛利率



资料来源：Wind、长江证券研究部

图 36：长江电力毛利率达到 70% 左右



资料来源：Wind、长江证券研究部

火电：利好事件驱动多样化投资机会

在煤价、电价和利用小时三个影响火电企业业绩的关键变量中，利用小时的敏感度相对较低，煤价和电价才是决定行业景气度的关键因素。建议关注对煤价、电价高度敏感的上市公司。长期来看，纵向一体化，实施煤电联营以及能源结构多样化的公司将在竞争中确立优势。

表 17：重点火电公司投资要素比较

	电价上调	煤价回落	利率下调	节能调度	资产注入	煤电联营
华能国际	✓	✓	✓	✓		✓
粤电力 A		✓		✓	✓	✓
国投电力	✓				✓	
大唐发电	✓		✓	✓		✓

资料来源：长江证券研究部

重点公司点评

长江电力：规模扩张中实现业绩稳定增长

公司是我国最大的水力发电公司，也是中国三峡总公司旗下唯一的上市公司和资本运作的平台，三峡总公司主营业务整体上市后，公司将实现规模化发展的巨大飞跃，并一举

解决同业竞争问题。

- ✚ 公司以水力发电为核心，将受益于节能调度方式，成为经济滑落过程中唯一没有需求风险的重点发电企业。随着三峡大坝蓄水位的不断提高，公司电量将实现稳定增长。
- ✚ 与火电相比，公司燃料成本压力较小，未来毛利率将保持稳定在70%左右。
- ✚ 我们测算公司2008年EPS为0.50元，维持推荐评级。

华能国际：火电行业利好因素的最大受益者

- ✚ 公司是全国布局的最大发电上市公司，截止2008年8月31日公司权益发电装机容量达到37593兆瓦，可控发电装机容量40989兆瓦。公司坚持开发与收购并重、新建与扩建并重的发展战略，资产规模仍在迅速增长。预计2010年公司装机容量将达到6000万千瓦。
- ✚ 面对不断上涨的燃料成本，公司正积极准备涉足煤炭业务，2010年公司计划到2010年控制煤炭产量5000万吨/年，占公司煤炭需求的40%左右。
- ✚ 预计2008-2010年EPS分别为：-0.28元、0.041元和0.148元。考虑到公司装机数量庞大，资产质量良好，任何火电行业的利好政策，都将在其身上产生显著的效果，公司将是火电行业利好政策的最大受益者，给予“推荐”评级。

表 18：华能国际 2009 年 EPS 对煤价、电价及利用小时的敏感性分析

		电价调整幅度								
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
利用小时变动幅度	-10%	0.107	0.145	0.182	0.22	0.258	0.296	0.333	0.371	0.408
	-5%	0.116	0.156	0.196	0.235	0.275	0.315	0.355	0.394	0.434
	0	0.125	0.167	0.209	0.251	0.293	0.334	0.376	0.418	0.459
	5%	0.134	0.178	0.222	0.266	0.31	0.354	0.397	0.441	0.485
	10%	0.142	0.189	0.235	0.281	0.327	0.373	0.419	0.465	0.51
		电价调整幅度								
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
标煤价格变动幅度	-20%	0.94	0.982	1.023	1.065	1.106	1.148	1.19	1.231	1.273
	-15%	0.737	0.778	0.82	0.861	0.903	0.945	0.986	1.028	1.07
	-10%	0.533	0.575	0.616	0.658	0.7	0.741	0.783	0.825	0.866
	-5%	0.33	0.371	0.413	0.455	0.496	0.538	0.579	0.621	0.663
	0%	0.125	0.167	0.209	0.251	0.293	0.334	0.376	0.418	0.459
	5%	-0.08	-0.038	0.003	0.045	0.087	0.129	0.171	0.213	0.255
	10%	-0.286	-0.244	-0.202	-0.16	-0.118	-0.076	-0.034	0.008	0.05
	15%	-0.491	-0.449	-0.407	-0.365	-0.323	-0.281	-0.239	-0.197	-0.155
20%	-0.696	-0.654	-0.612	-0.57	-0.528	-0.486	-0.444	-0.402	-0.36	
		标煤价格变动幅度								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
利用小时变动幅度	-10%	0.766	0.583	0.400	0.216	0.031	-0.153	-0.338	-0.522	-0.707
	-5%	0.811	0.618	0.425	0.231	0.036	-0.159	-0.354	-0.549	-0.743
	0%	0.857	0.653	0.450	0.246	0.041	-0.164	-0.37	-0.575	-0.780
	5%	0.902	0.688	0.475	0.261	0.045	-0.17	-0.385	-0.601	-0.816
	10%	0.948	0.724	0.500	0.276	0.050	-0.176	-0.401	-0.627	-0.853

资料来源：长江证券研究部

大唐发电：“煤电联营” 凸显长期投资价值

- 公司主要从事电力业务，围绕电力主业，积极向上下游产业延伸，在煤矿、煤化工以及运输项目上不断扩张，不断提高公司的抗风险能力，是国内唯一一家电力、煤炭双主业的电力上市公司。
- 公司积极修建坑口电厂，坑口煤价远低于中转地煤价保证了公司良好的盈利能力，60万千瓦机组已经成为公司的主力机组，煤耗低、效率高，进一步保证了公司毛利率优于其它公司。
- 燃料成本压力未消的情况下，公司煤炭自给率的不断提高和发电结构的不断优化，将缓解公司的燃料成本压力。
- 公司具有良好的成长性，成本控制卓有成效，盈利能力良好，随着电源结构的不断优化和煤炭以及煤化工业务的顺利发展，公司的整体实力将进一步提高，抗风险能力进一步增强。我们预计公司2008-2010年每股收益分别为0.024元、0.142元和0.186元，估值优势不显著，首次给予“谨慎推荐”评级。

表 19: 大唐发电 2009 年 EPS 对煤价、电价及利用小时的敏感性分析

		电价调整幅度								
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
利用小时变动幅度	-10%	0.153	0.174	0.195	0.215	0.236	0.256	0.277	0.298	0.318
	-5%	0.17	0.192	0.214	0.235	0.257	0.279	0.3	0.322	0.344
	0	0.187	0.21	0.233	0.255	0.278	0.301	0.324	0.346	0.369
	5%	0.204	0.228	0.252	0.276	0.299	0.323	0.347	0.371	0.394
	10%	0.221	0.246	0.271	0.296	0.32	0.345	0.37	0.395	0.42
		电价调整幅度								
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
标煤价格变动幅度	-20%	0.57	0.593	0.615	0.638	0.661	0.684	0.706	0.729	0.752
	-15%	0.474	0.497	0.52	0.542	0.565	0.588	0.611	0.633	0.656
	-10%	0.379	0.401	0.424	0.447	0.469	0.492	0.515	0.538	0.56
	-5%	0.283	0.306	0.328	0.351	0.374	0.397	0.419	0.442	0.465
	0%	0.187	0.21	0.233	0.255	0.278	0.301	0.324	0.346	0.369
	5%	0.092	0.114	0.137	0.16	0.182	0.205	0.228	0.251	0.273
	10%	-0.004	0.019	0.041	0.064	0.087	0.109	0.132	0.155	0.178
	15%	-0.1	-0.077	-0.054	-0.032	-0.009	0.014	0.037	0.059	0.082
	20%	-0.195	-0.173	-0.15	-0.127	-0.105	-0.082	-0.059	-0.036	-0.014
		标煤价格变动幅度								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
利用小时变动幅度	-10%	0.458	0.372	0.285	0.199	0.112	0.026	-0.061	-0.147	-0.234
	-5%	0.491	0.4	0.309	0.218	0.127	0.036	-0.055	-0.146	-0.237
	0%	0.525	0.429	0.333	0.237	0.142	0.046	-0.05	-0.145	-0.241
	5%	0.558	0.457	0.357	0.257	0.157	0.056	-0.044	-0.144	-0.244
	10%	0.591	0.486	0.381	0.276	0.171	0.067	-0.038	-0.143	-0.248

资料来源：长江证券研究部

粤电力：业绩改善契机显现

- 公司是广东省最大的上市发电企业，市场地位突出。近两年广东新投机组较少，预计尽管区内出口加工企业用电减少，但机组利用小时仍将维持高位，从而使公司继续维持较

低的单位电量固定成本。

- ✚ 奥里油电厂由于燃料供应中断导致巨额亏损，该电厂已启动“油改煤”工程，终止亏损计提后可能将相关费用计入新项目的在建工程，我们预计违约方赔偿将在年内得以落实，导致公司2008年业绩亏损的首要负面因素将不复存在。
- ✚ 公司市场煤占比近60%，将充分受益于市场煤价格的大幅回落，2009年公司业绩有望明显改善。
- ✚ 近年来公司加大了相关一体化步伐，预计未来合同煤占比将有望提升，而在建散货船近10艘，运力超过200万吨，预计2011年可满足所需运力的50%以上，公司相关多元化战略将初现成果。
- ✚ 考虑到粤电力处于优质区域电力市场，背靠实力大股东，后续外延扩张空间巨大；现货煤和沿海散货运费下跌将舒缓成本压力；两次电价调整在2009年全年贡献收益；参股电厂经营好转和相关多元化战略逐步贡献增量利润，预计粤电力2008~2010年EPS分别为-0.036、0.104和0.114元，上调评级为“推荐”。

表 20: 粤电力 2009 年 EPS 对煤价、电价及利用小时的敏感性分析

		电价调整幅度								
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
利用小时变动幅度	-10%	0.138	0.165	0.192	0.219	0.246	0.272	0.299	0.326	0.353
	-5%	0.151	0.179	0.208	0.236	0.264	0.292	0.321	0.349	0.377
	0	0.164	0.193	0.223	0.253	0.283	0.312	0.342	0.372	0.402
	5%	0.176	0.208	0.239	0.27	0.301	0.333	0.364	0.395	0.426
	10%	0.189	0.222	0.254	0.287	0.32	0.353	0.385	0.418	0.451
		电价调整幅度								
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
标煤价格变动幅度	-20%	0.72	0.75	0.78	0.81	0.839	0.869	0.899	0.929	0.958
	-15%	0.581	0.611	0.641	0.671	0.7	0.73	0.76	0.79	0.819
	-10%	0.442	0.472	0.502	0.531	0.561	0.591	0.621	0.65	0.68
	-5%	0.303	0.333	0.362	0.392	0.422	0.452	0.481	0.511	0.541
	0%	0.164	0.193	0.223	0.253	0.283	0.312	0.342	0.372	0.402
	5%	0.024	0.054	0.084	0.114	0.144	0.173	0.203	0.233	0.263
	10%	-0.115	-0.085	-0.055	-0.025	0.004	0.034	0.064	0.094	0.123
	15%	-0.254	-0.224	-0.194	-0.165	-0.135	-0.105	-0.075	-0.046	-0.016
	20%	-0.393	-0.363	-0.334	-0.304	-0.274	-0.244	-0.214	-0.185	-0.155
		利用小时变动幅度								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
标煤价格变动幅度	-10%	0.288	0.312	0.335	0.359	0.382	0.406	0.43	0.453	0.477
	-5%	0.177	0.194	0.21	0.227	0.243	0.26	0.277	0.293	0.31
	0%	0.066	0.075	0.085	0.094	0.104	0.114	0.123	0.133	0.143
	5%	-0.046	-0.043	-0.04	-0.038	-0.035	-0.032	-0.03	-0.027	-0.024
	10%	-0.157	-0.161	-0.166	-0.17	-0.174	-0.179	-0.183	-0.187	-0.191

资料来源：长江证券研究部

表 21: 行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
600900	长江电力	14.36	0.57	0.5	/	25.14	28.72	/	3.5	4	/	推荐	推荐

600011	华能国际	7.06	0.497	-0.28	0.041	14.19	/	173.18	1.85	2.01	1.99	推荐	推荐
601991	大唐发电	7.16	0.291	0.024	0.142	24.63	300.99	50.49	2.86	3.04	2.89	谨慎推荐	谨慎推荐
000539	粤电力 A	5.65	0.248	-0.036	0.104	22.80	/	54.26	1.64	1.66	1.62	谨慎推荐	推荐
600886	国投电力	8.29	0.524	0.186	0.259	15.83	44.59	32.00	2.09	2.01	1.91	谨慎推荐	谨慎推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邹振松，华中科技大学财务金融硕士，从事煤炭与电力行业研究，重点覆盖和跟踪的上市公司包括：长江电力、粤电力、国投电力、国电电力、桂冠电力、中国神华、中煤能源、西山煤电、国阳新能。

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加入长江证券研究部，担任煤炭与电力行业助理分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail	
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
