

彭全刚
010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn

2009年9月30日

关注电价调整及其预期的影响

电力行业9月月报（下）

公用事业

电力

推荐（维持）

细分行业评级

电网	推荐
水电	推荐
火电	推荐
核电	推荐

上证指数 2763

行业规模

		占比%
股票家数（只）	54	3.4
总市值（亿元）	5975	2.9
流通市值（亿元）	3966	4.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.0	13.0	32.3
相对表现	-1.3	-14.4	-5.2



相关报告

- 《电力行业 9 月月报（上）- 用电量实现正增长，寻找电量推动下的绩优股》2009/09/14
- 《电力行业 8 月月报（下）- 8 月份跑赢大盘，防御价值开始显现》2009/09/2
- 《电力行业 8 月月报（上）- 用电量降幅继续收窄，关注低 PE 公司》2009/08/18
- 《电力行业 7 月月报 - 用电量降幅大幅收窄，煤价小跌后保持稳定》2009/07/14
- 《电力行业 6 月月报 - 用电量降幅收窄，煤价上涨放缓》2009/06/15

10 月份电价有可能进行调整，销售电价和水电上网电价上调对上市公司是利好，火电标杆上网电价差异化调整和三季度业绩增长对火电类公司的影响较为复杂，建议谨慎对待。如果市场继续调整，建议对重组类公司也要谨慎对待，重点推荐长江电力、国电电力、桂冠电力、文山电力。

q 多家上市公司的资产重组工作稳步推进、部分公司跨领域的投资有了新的进展。9 月份多家上市公司披露了资产重组工作相关进展，除国投电力外总体运作相对顺利，相关上市公司的资产重组工作稳步推进。许多公司尝试改变原有的业务结构，在新的业务上进行投资，个别公司原先投资的业务取得了可喜的突破。

q 节后电力价格机制改革或将加快推进。煤炭价格市场化的趋势可能很难改变，从而使得电力价格体制改革迫在眉睫。近期种种迹象表明，国家发改委或将在下半年加快推进电力体制改革。我们预计国家很有可能首先理顺去年上网电价上调两次，而输配电价只上调一次给电网公司带来的负担，十一后上调输配电价的可能性很大。

q 三季度业绩未来将逐渐明朗，电力板块的投资价值值得关注。尽管电力板块 9 月份以来跑输大盘 5.8 个百分点，并且电力行业 09 平均市盈率为 25.38 倍，高于金融服务、化工、采掘、家电、建筑、房地产、商业贸易，电力行业平均 PB 为 2.81 倍，高于钢铁、交运和轻工制造，在申万 23 个行业中处于中偏下的位置；但是未来上市公司三季度业绩将逐渐明朗，而三季度是历来的用电旺季，行业的整体业绩较好，环比效应明显，具有一定估值优势的电力行业未来值得关注。

q 10 月投资思路：重点推荐长江电力、国电电力、桂冠电力、文山电力。10 月份最需要关注的是电价调整、或者是对电价调整的预期。我们判断，销售电价和水电上网电价上调对电网公司是利好，火电标杆电价差别性调整对火电类上市公司影响差别较大。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
长江电力	13.3	0.41	0.50	0.72	26.6	18.5	3.6	强烈推荐 A
国电电力	6.7	0.03	0.31	0.40	21.7	16.8	2.5	强烈推荐 A
华能国际	7.2	-0.26	0.40	0.54	17.9	13.2	2.2	审慎推荐 B
华电国际	5.0	-0.28	0.25	0.36	20.0	13.9	2.2	审慎推荐 A
国投电力	9.4	0.12	0.25	0.45	37.4	20.8	2.8	审慎推荐 B
宝新能源	8.3	0.32	0.59	0.63	14.1	13.2	4.4	强烈推荐 B
深圳能源	11.3	0.41	0.98	0.90	11.5	12.6	2.1	强烈推荐 A
中能股份	10.9	0.20	0.65	0.69	16.8	15.8	1.9	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、多家上市公司的资产重组工作稳步推进	3
2、个别公司公告非公开发行股票事宜	3
3、部分公司跨领域的投资有了新的进展	3
二、行业动态及影响分析	6
1、国庆保电成为 9 月整个行业的工作重心	6
2、节后电力价格机制改革或将加快推进	6
3、8 月份多个省份用电形势良好	6
三、行业估值与国际估值比较	8
1、电力板块 9 月份以来跑输大盘 5.8 个百分点	8
2、不同板块的 PE 和 PB 比较	9
3、国际估值比较	10
四、10 月份投资思路探讨	11

图表目录

图 1: 电力板块与沪深 300 最近 8 月份走势比较	8
图 2: 电力板块与沪深 300 最近一年走势比较	8
图 3: 各行业市盈率比较	9
图 4: 各行业市净率比较	9
表 1: 重点公司 8 月份动态汇总	4
表 2: 电力行业 8 月份要闻及点评	7
表 3: 国际公司估值对照表	10
表 4: 主要火电上市公司重要发电区域火电发电量三季度环比情况	12
表 5: 龙头公司估值表	12

一、公司动态及分析

1、多家上市公司的资产重组工作稳步推进

9月份多家上市公司披露资产重组工作相关进展，总体运作较顺利，相关上市公司的资产重组工作稳步推进。

桂冠电力的资产收购方案获国资委批准，并经临时股东大会通过。目前公司的资产收购方案还需要证监会批复，预计年底前能够实现交割；此次资产收购评估基准日为3月31日，后三季度的收益归上市公司。资产交割后，将提高公司的整体盈利水平。

长江电力的资产重组工作完成。公司最新公告披露9月28日资产交割已经完成，整体上市正式完成。

国投电力的资产重组方案未获证监会审核通过。公司将对资产重组方案进行补充及完善，继续推进该项重组。我们预计最后方案通过的可能性还是很大，不过整个工作的完成可能推迟到2010年。

2、个别公司公告非公开发行股票事宜

华电国际非公开发行股票获通过。9月7日，华电国际非公开发行A股的应用获发审委有条件审核通过，公司非公开发行股票拟募集不超过35亿元，主要用于5个项目合计392万千瓦装机的投资项目。此举有助于公司缓解资金压力，稳步推进在建项目的进程。

京能热电拟非公开发行股票。9月21日，公司公告拟筹划非公开发行股票，并进行停牌，预计最迟于2009年9月28日复牌。

3、部分公司跨领域的投资有了新的进展

9月份，许多公司尝试改变原有的业务结构，在新的业务上进行投资，个别公司原先投资的业务取得了可喜的突破。

- Ø 宝新能源：公司以60071.94万元购得951933平方米的新地块，以拓展其房地产业务。
- Ø 华电国际：公司公告拟以增资扩股方式取得银星煤业公司45%，公司在煤电联营上又向前迈出了一步。
- Ø 桂冠电力：公司购买烟台东源风电集团有限公司100%的股权，实现风电装机方面的突破。
- Ø 大唐发电：大唐煤制气项目获核准，并在赤峰开建，该项目可以使大唐成为跨发电和天然气的综合性公用事业公司。大唐参股的同煤塔山循环经济园建成，这是一个煤电一体化的项目，是大唐探索煤电联营的主要项目。
- Ø 长江电力：公司控股41.69%的湖北能源将与三环股份进行资产置换，从而实现借壳上市，此举使得长江电力原有的投资可以市场定价，实现质的飞跃。

表1: 重点公司8月份动态汇总

公司名称	事项	事件内容	简评
广州控股 (600098)	大股东增持承诺期满	9月16日, 此前大股东于2008年9月16日承诺在12个月内, 通过二级市场增持不超过已发行股份数2%的公司股份, 目前承诺期满。	截止公告日, 大股东累计增持了0.05%的公司股份。
粤电力 A (000539)	集团签下煤炭长单	9月11日, 粤电集团继此前与俄罗斯 SUEK 签下三年供应300万吨的长单后, 又与中煤能源签下五年供应3900吨的长单。	粤电力 A 的燃料主要委托集团进行采购, 集团连签两项煤炭长期供货协议, 有助于公司降低煤炭成本, 保障煤炭供应。
	大股东增持承诺期满	9月19日, 大股东于2008年9月19日承诺在12个月内, 通过二级市场增持不超过总股本2%的B股股票, 目前承诺期满。	截止公告日, 大股东累计增持了占总股本0.75%的公司B股股票。
宝新能源 (000690)	公告购得新地	9月4日, 公司以60071.94万元购得951933平方米的新地块。	本次购得土地, 有利于公司房地产开发与建筑施工业务的持续稳定发展。
华能国际 (600011)	与中石油联姻	9月1日, 中石油和华能国际签署战略合作框架协议, 双方将扩大在天然气发电领域的合作, 同时在海外能源领域展开合作。	中石油刚收购吉宝公司所持新加坡石油公司45.51%的全部股份, 该公司拥有新加坡炼油公司50%的权益, 而该炼油公司是新加坡三大炼油企业之一, 此举能够进一步保障大士能源的燃料来源。
	发行融资券	9月9日, 发行09年第二期短期融资券, 总额50亿, 期限270天, 票面利率2.32%	本次发行所募集的资金50%部分将用来归还银行贷款, 置换负债品种, 提高公司直接融资比例, 降低融资成本; 其他资金用来补充短期经营性流动资金, 购买燃料。
华电国际 (600027)	非公开发行人获通过拟参与银星煤业公司增资扩股	9月7日, 华电国际非公开发行A股的申请获发审委有条件审核通过。 9月21日, 公司公告拟参与银星煤业公司增资扩股, 待该公司取得探矿权后将支付6亿元, 以增资扩股方式取得银星煤业公司45%。银星煤业负责银星一井、银星二井的开发建设, 总可采储量5.8亿吨, 总规划产量580吨/年, 预计2012年达产。	此次非公开发行拟募集不超过35亿元, 主要用于5个装机合计392万千瓦的投资项目。 此举能有效保障公司在宁夏的电煤供应; 该煤矿处于宁东煤炭基地八个矿区之一积家井矿区, 该矿区资源储量71亿吨, 规划产能1210吨/年, 合作开发银星煤矿可为公司在积家井矿区开发其他煤矿打下基础。
	购买风电资产	8月28日, 桂冠电力购买烟台东源风电集团有限公司100%的股权。该公司目前拥有风电厂15个, 总装机66.9万千瓦, 在役装机6.35万千瓦, 在建装机2.55万千瓦, 规划装机58万千瓦。	这次收购标志着桂冠电力开拓山东电力市场取得了重要进展, 并在风电装机方面实现零的突破。
桂冠电力 (600236)	资产收购获批	9月14日, 公司收到国资委关于公司定向增发收购大唐集团资产的批复, 同意本次重大资产重组。	目前还需要证监会批复, 预计可能到年底才能实现交割; 评估基准日为3月31日, 后三季度的收益归上市公司。
	电价公告	9月16日, 广西物价局批复大化11万千瓦的扩建工程含税上网电价为0.309元/千瓦时, 大化综合电价为0.2491元/千瓦时, 待发改委正式批复后以发改委的电价执行。	大化一期装机45.5万千瓦, 上网电价为0.2412元/千瓦时; 扩建工程装机11万千瓦; 扩建工程年均增加发电量1.53亿千瓦时; 扩建后总装机56.6万千瓦, 年均发电量为28.85亿千瓦时。按年均发电量测算, 实行综合上网电价后年均新增售电收入约为4,040万元。
	股东大会决议	9月21日, 09年第一次临时股东大会, 通过公司的资产重组相关议案。	目前还需要等待证监会最后批复。

公司名称	事项	事件内容	简评
京能热电 (600578)	关联交易	9月18日,公司转让京丰热电30%股权,京丰燃气30%股权,并收购巴林右风电公司100%股权。巴林右风电项目规划装机10万千瓦,一期4.95万千瓦。	京丰热电机组已全部关停,而京丰燃气效益一般,并且成本法核算,每年实际分红也很少,此次转让价款1.75亿,有利于缓解公司资金压力;同时未来可以增加公司风电装机。
	停牌	9月21日,公司拟筹划非公开发行股票,停牌。	公告表示,公司最迟于2009年9月28日复牌。
国投电力 (600886)	并购重组未获通过	9月21日,公司重大资产重组方案未获并购重组审核委员会通过。公司将对资产重组方案进行补充及完善,继续推进该项重组。	我们预计最后方案通过的可能性还是很大,不过整个工作的完成可能推迟到2010年。
	资产重组获通过	9月11日,证监会并购重组审核委员会有条件审核通过公司重大资产重组事宜。	公司此前披露计划9月底完成资产重组,目前看来应该问题不大,能够如期完成。
长江电力 (600900)	子公司借壳上市	9月18日,公司公告子公司湖北能源借壳三环股份实现整体上市	公司控股41.69%的湖北能源将与三环股份进行资产置换,置入资产交易价格超出置出资产交易价格的差额部分由公司5.77元发行不超过18亿股股份购买。
	限售股上市	9月16日,公司公告2399万股限售股将于9月22日上市。此次上市流通的主要为陈础平484万股,云南广聚明源投资有限公司的1914万股,为小非解禁。	该部分限售股解禁后公司只剩下大股东云南电网的1.4亿未解禁。
文山电力 (600995)	项目开建	8月30日,大唐煤制气项目获核准,项目分三期,10年向北京供气13.4亿立方米,11年供气26.8亿立方米,12年达产40亿立方米。	所有项目达产后有望实现销售收入142亿,利税34亿。大唐控股51%,该项目有望改变大唐现有单一的发电业务,使其成为跨发电和天然气的综合性公用事业旗舰。
	参股项目建成	8月30日同煤塔山循环经济园建成,该经济园是一个煤电联营项目,全部项目达产后,收入有望超过100亿,利税超过35亿元。	该园区主要项目之一塔山煤矿,大唐参股28%,08年贡献投资收益4亿;塔山发电,大唐参股40%,08年亏损5.8亿,权益亏损2.3亿;两项合计贡献投资收益1.7亿。
大唐发电 (601991)	项目投产	9月15日,子公司丰润热电1#(30万千瓦)投入商业运行。	预计第二台机组09年底10年初投产,公司截止今年中报,控股装机2779万千瓦。
	公司债上市	9月24日,09大唐债在上交所上市,规模30亿,票面利率5%。	募集资金全部用于偿还银行贷款,有助于减轻公司资金压力,保证项目顺利建设。

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、国庆保电成为 9 月整个行业的工作重心

9 月 11 日，发改委下发关于进一步做好新中国成立 60 周年庆祝活动期间煤电油气运保障工作的通知，要求做好发供电工作。近期，电网公司以及电力公司的工作重心全部转移到国庆保电的工作上。尽管 8 月才是全年用电的高峰，但是目前电厂采购原煤丝毫不敢放松，主要是为了保障国庆发供电工作，迎接新中国的 60 大庆。近期之所以秦皇岛库存水平持续走低以及港口动力煤价格小幅上升，与电厂国庆保电购煤的措施分不开。

2、节后电力价格机制改革或将加快推进

8 月 25 日，发改委主任张平在十一届全国人大常委会第十次会议做报告支出下半年我国将稳妥推进电力价格改革，下更大力气解决高耗能行业产能过剩、污染严重等问题。目前看来，下半年的电力价格机制改革或将加快推进。

近期，国家先是 8 月 24 日审议可再生能源法修正案草案，拟实施可再生能源发电全额保障性收购制度；而后在 9 月 19 日，发改委副主任张国宝又在水电可持续发展高层论坛上表示，发改委将在近期开展水火同价试点，同时进一步研究探讨移民补偿机制。煤炭价格市场化的趋势可能很难改变，从而使得电力价格体制改革迫在眉睫。近期种种迹象表明，国家发改委或将在下半年加快推进电力体制改革。

我们初步判断全面实施水火同价试点可能还需要一段时间，并且在实施水火同价的改革之前，国家将首先补偿电网企业一定的利益为水火同价试点扫清障碍。因此，我们预计国家很有可能首先理顺去年上网电价上调两次，而输配电价只上调一次给电网公司带来的负担，十一后上调输配电价的可能性很大。

3、8 月份多个省份用电形势良好

9 月 14 日，国家能源局的发布数据显示，1-8 月累计，全社会用电量 23409.24 亿千瓦时，同比增长 0.36%，年内首次由负转正。8 月份多个省份的用电形势呈现良好的局面，个别省份用电负荷不断创新高。

- Ø 江西：江西今年最高用电负荷连续 10 次创历史新高，8 月 28 日日最高负荷高达 964.1 万千瓦，同比增长 17.38%。
- Ø 广西：8 月份，广西电网公司区内售电量增长跃上新台阶，增长 20%；1-8 月售电量累计完成 388.3 亿千瓦时，今年首次恢复正增长，增长 0.48%。
- Ø 内蒙古：内蒙古电力公司 8 月份售电量完成 97.2 亿千瓦时，较去年同期增长 5.5%，为本年度首次实现正增长。

表2: 电力行业8、9月份要闻及点评

时间	行业事件	内容	简评
2009.8.24	十一届人大常委会第十次会议审议可再生能源法修正案草案	8月24日,十一届人大常委会第十次会议首次审议可再生能源法修正案草案,草案规定全国实施可再生能源发电全额保障性收购制度,由有关部门确定并公布最低限额收购指标,电监会负责监督。	该法案有助于有效调控电网企业对于可再生能源发电的全额收购,能有效的保障水电、风电等相关可再生能源的电量销售。
2009.8.25	发改委主任张平表示下半年要推进电力价格改革,抓好节能减排	8月25日,发改委主任张平在十一届全国人大常委会第十次会议做报告支出下半年我国将稳妥推进电力价格改革,下更大力气解决高耗能行业产能过剩、污染严重等问题。	电力价格改革有望加快推进。
2009.8.28	国家安监总局下发《关于深化煤矿整顿关闭工作的指导意见》	8月28日,国家安监总局等14个部委联合下发了《关于深化煤矿整顿关闭工作的指导意见》,继续加强对煤炭资源尤其是小煤矿的整合工作,力争在“十一五”规划末期把小煤矿数量控制在1万处以内。	小煤矿的整顿将推进煤炭资源的整合,便于有计划的开采,利于调控。
2009.8.28	江西用电负荷创历史新高	江西今年最高用电负荷连续10次创历史新高,8月28日日最高负荷高达964.1万千瓦,比去年最高用电负荷821.38万千瓦增长了142.72万千瓦,增速达17.38%。	用电负荷创新高,某种程度上反应了江西经济启稳向好。
2009.9.7	广西电网成功扭转售电量负增长局面	8月份,广西电网公司区内售电量增长跃上新台阶,增长20%;1-8月售电量累计完成388.3亿千瓦时,今年首次恢复正增长,增长0.48%。	广西省连续三个月工业增加值增长超过20%,是用电量大幅增长的原因。
2009.9.8	8月南网完成售电量同比增10.4%	8月份,南方电网完成售电量506.5亿千瓦时,同比增长10.4%;1-8月累计完成售电量3273.5亿千瓦时,同比增长2.02%。	持续的高温天气以及经济的恢复是南网售电量同比增长10.4%的主要原因。
2009.9.11	发改委通知做好国庆煤电油气运保障工作	9月11日,发改委下发关于进一步做好新中国成立60周年庆祝活动期间煤电油气运保障工作的通知,要求做好发供电工作。	近期,电网公司以及电力公司的工作重心全部转移到国庆保电的工作上。
2009.9.14	全社会累计用电量年内首次转正	9月14日,国家能源局的发布数据显示,1-8月累计,全社会用电量23409.24亿千瓦时,同比增长0.36%,年次首次由负转正。	经济的复苏带动了用电量的增长,我们预计三季度用电量环比增长15%。
2009.9.16	内蒙古电力售电量首现同比正增长	内蒙古电力公司8月份售电量完成97.2亿千瓦时,较去年同期增长5.5%,为本年度首次实现正增长。	8月内蒙非工业用电保持较高增幅,大工业电量降幅也趋缓。
2009.9.19	发改委将开展水火同价试点	9月19日,国家发改委副主任张国宝在水电可持续发展高层论坛上表示,发改委将在近期开展水火同价试点,同时进一步研究探讨移民补偿机制。	此举对于水电企业是一个重大利好,不过由于涉及电网的利益,如何试点尚待观察,我们持谨慎乐观的态度。
2009.9.23	国务院常务会议讨论并通过促进中部地区崛起规划	9月23日,国务院常务会议讨论并原则通过《促进中部地区崛起规划》。规划中特别提出要加快中部地区电力和电网建设。	中部地区6省:江西、安徽、江西、河南、湖北、湖南电力项目的审核可能受此规划的推动。

资料来源:招商证券

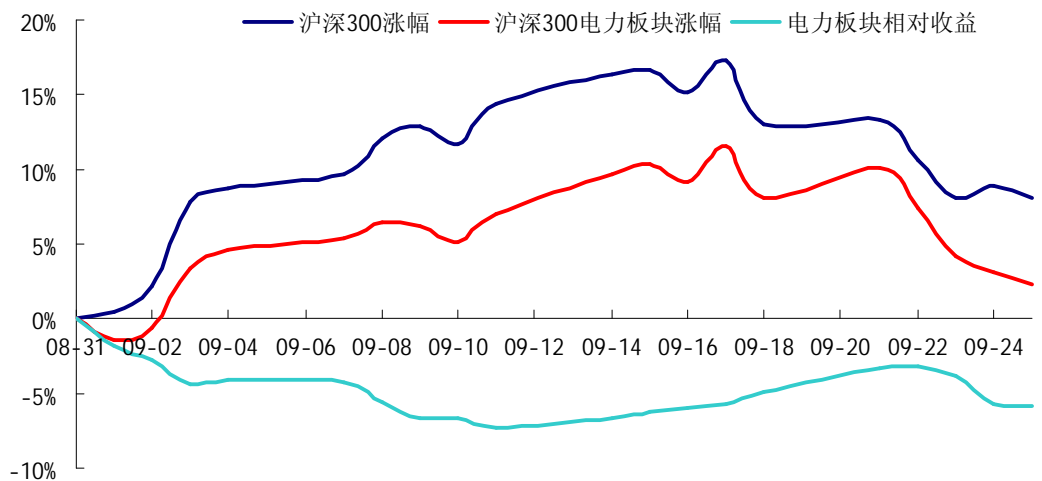
三、行业估值与国际估值比较

1、电力板块 9 月份以来跑输大盘 5.8 个百分点

- Ø 9 月至今，沪深 300 指数上涨 8.1%，电力板块上涨 2.3%，跑输市场 5.8 个百分点。
- Ø 过去三个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 4.6 个百分点。
- Ø 过去六个月，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 24.6 个百分点。
- Ø 过去一年，与沪深 300 指数相比，电力板块跑输 24.1 个百分点。

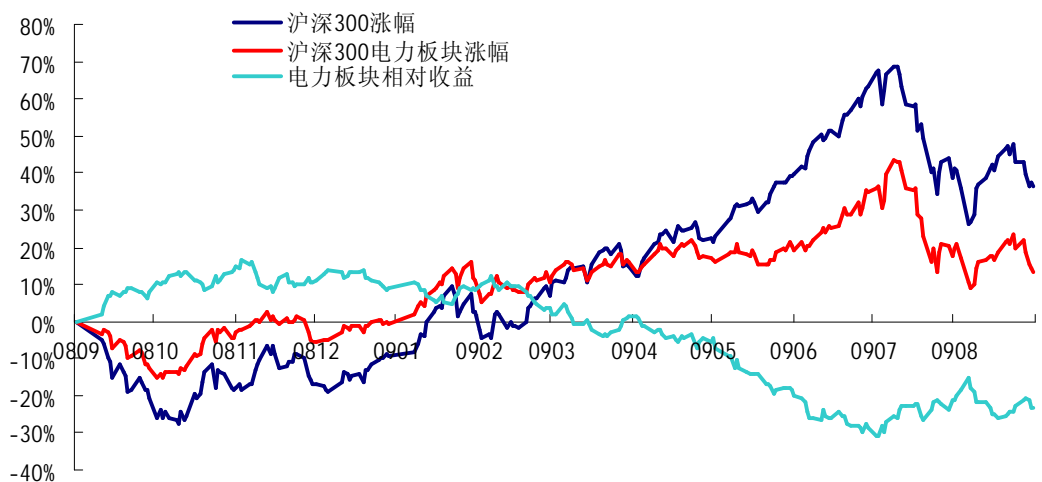
9 月份以来，股市出现明显反弹，电力板块的涨幅落后于沪深 300 的涨幅。不过，近期市场又出现明显调整，电力板块有可能跑赢大盘。

图1：电力板块与沪深300今年9月份以来走势比较



资料来源：wind，招商证券

图2：电力板块与沪深300最近一年走势比较



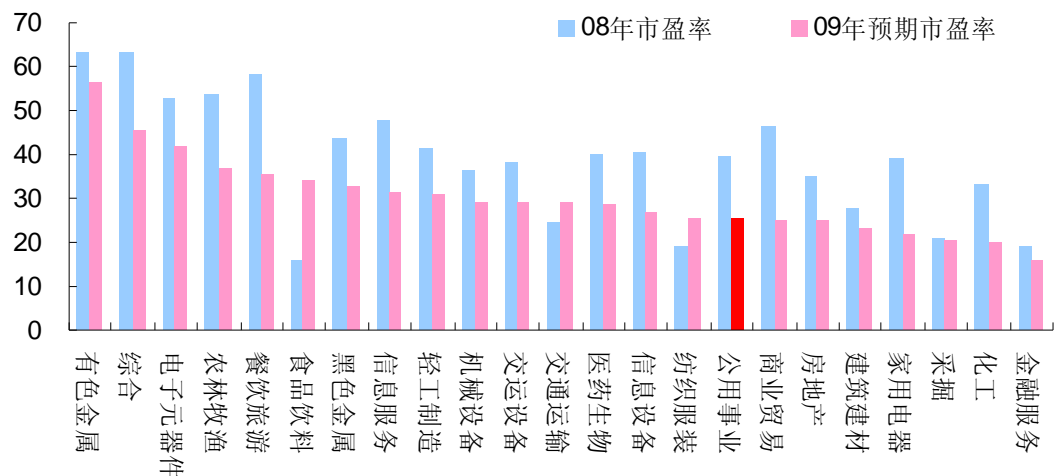
资料来源：wind，招商证券

2、不同板块的 PE 和 PB 比较

按照 9 月 25 收盘价，我们对不同行业之间的 PE 和 PB 进行了比较。按照当前价格计算的 09 年预测市盈率和按照最新中报公布的每股净资产计算的市净率比较，电力板块估值整体估值仍较低，在申万 23 个行业中处于中偏下的位置。

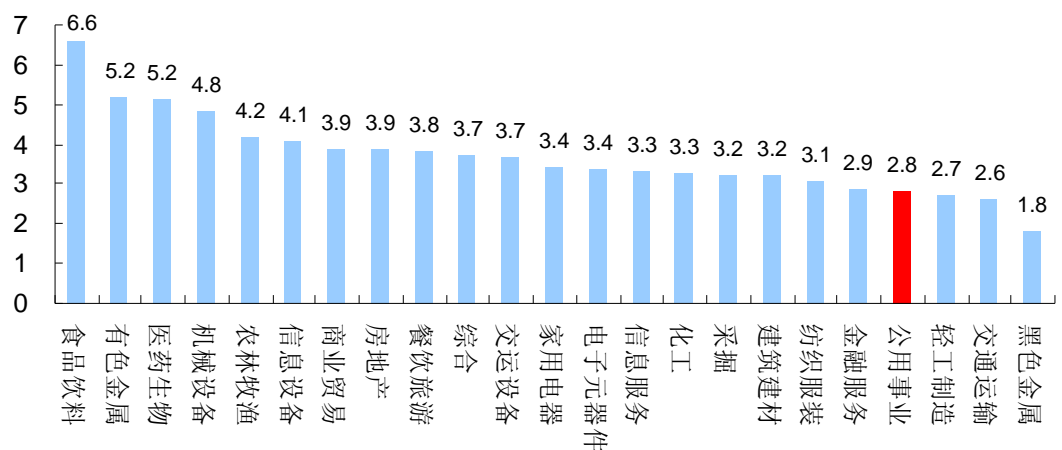
- Ø 按照 09 年预测市盈率计算，wind 显示的电力行业平均市盈率为 25.38 倍，高于金融服务、化工、采掘、家电、建筑、房地产、商业贸易。不过我们重点推荐的深圳能源、宝新能源、粤电力 A 等公司的市盈率，市盈率都低于 20 倍。
- Ø 按照最新净资产计算，电力行业平均 PB 为 2.81 倍，高于钢铁、交运和轻工制造，从 PB 来看，电力行业具有一定的吸引力。
- Ø 虽然电力板块的 PE 较某些行业，估值的优势不是很明显，但是 PB 还是具有一定的吸引力，且某些公司的 PE 还是具有一定的估值优势。

图3: 各行业市盈率比较



资料来源: wind, 招商证券

图4: 各行业市净率比较



资料来源: wind, 招商证券

3、国际估值比较

表3: 国际公司估值对照表

国别	名称	滚动PE	PE09	PE10	滚动PB	市值(M\$)	营收(M\$)	ROE(%)	ROA(%)	月市值变动%
中国香港	中电控股	15.6	16.1	14.7	1.9	16,159	6,973	16	8	-0
	香港电灯	12.1	14.2	13.7	1.9	11,704	1,640	17	12	-3
	华能国际	N/A	13.8	12.2	1.4	11,396	9,704	-9	-3	-10
	大唐发电	40.1	17.2	13.4	1.7	12,601	5,299	3	1	-7
	华润电力	25.7	16.9	14.0	2.6	10,767	3,438	7	2	-8
	华电国际	N/A	10.0	8.4	1.1	3,760	4,315	-20	-3	-6
	中国电力	N/A	12.5	9.8	0.9	1,033	1,386	-7	-3	-4
	平均值	23.4	14.4	12.3	1.6	9,631	4,680	1	2	-5
美国	ExelonCorp	11.5	12.2	12.4	2.7	33,053	18,859	26	6	-1
	SouthernCo.	14.1	13.7	13.0	1.8	25,418	17,127	14	4	1
	DukeEnergyCorp	13.9	13.1	12.2	1.0	20,501	13,207	6	3	1
	FPLGroupInc	13.4	12.8	11.4	1.8	22,194	16,410	15	4	-7
	FirstenergyCorp	10.0	12.3	13.0	1.6	14,135	13,627	16	4	2
	EntergyCorp	12.8	12.3	11.6	1.8	15,628	13,094	15	3	-2
	AmericanElectricPower	10.1	10.8	10.3	1.2	14,833	14,440	13	3	-0
	PPLCorporation	16.7	17.5	9.2	2.1	11,501	8,044	17	4	4
	EdisonInternational	9.3	11.3	9.9	1.2	11,192	14,112	14	3	2
	ProgressEnergyInc	13.4	13.0	12.3	1.2	10,999	9,167	10	3	-0
	平均值	12.5	12.9	11.5	1.6	17,945	13,809	15	4	-0
巴西	CentraisEletricasBra.	8.9	9.5	8.1	0.3	16,895	16,369	7	5	2
	CPFL EnergiaSA	12.2	11.9	10.3	3.0	8,457	5,284	26	8	-1
	TractebelEnergiaSa	13.5	12.8	11.8	3.7	7,483	1,873	37	15	8
	平均值	11.5	11.4	10.1	2.3	10,945	7,842	23	9	3
欧洲	EDF	20.7	17.6	15.3	2.7	104,700	94,060	14	2	6
	GDFSUEZ	8.7	13.5	12.2	1.1	98,715	99,393	13	5	-0
	E.ONAG	19.9	10.3	9.3	1.5	83,635	126,946	3	1	-4
	ENELSPA	5.2	8.6	9.6	1.3	59,002	87,179	26	4	2
	RWEPowerAG	9.1	9.7	8.9	2.8	51,173	69,507	20	3	-4
	IberdrolaSA	14.1	12.7	12.2	1.3	51,102	38,031	12	4	5
	ENDESASA	6.8	9.0	10.8	1.7	34,277	33,416	49	12	6
	NationalGridPlc	16.0	10.2	10.1	3.9	23,536	26,364	20	2	0
	平均值	12.6	11.4	11.1	2.1	63,268	71,862	20	4	1
亚洲	东京电力株式会社	N/A	29.4	18.2	1.3	35,197	58,571	-3	-1	-1
	关西电力株式会社	N/A	16.1	18.3	1.1	22,359	27,752	-0	-0	-
	中部电力株式会社	N/A	18.8	19.8	1.0	18,675	24,970	-1	-0	2
	东北电力株式会社	N/A	25.3	26.0	1.1	11,005	18,337	-3	-1	1
	九州电力株式会社	28.1	24.4	30.4	0.9	10,582	15,163	3	1	0
	韩国电力公司	N/A	N/A	15.8	0.5	19,117	28,644	-7	-4	11
	NTPCLimited	21.7	19.6	18.1	3.1	36,447	9,637	15	8	1
	ReliancePowerLimited	163.0	86.5	65.9	2.9	8,287	N/A	2	2	3
	TataPowerCoLtd	23.5	17.2	15.9	3.3	6,384	2,645	15	4	-1
	RelianceInfrastructureLtd	20.6	21.4	19.3	1.6	5,673	2,186	8	4	6
	平均值	51.4	28.7	24.8	1.7	17,373	20,878	3	1	2

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券

四、10 月份投资思路探讨

1、电价可能进行大规模调整

据有关媒体报导，销售电价、水电上网电价、火电标杆电价都有可能进行调整。销售电价可能上调，消化 2008 年两次上网电价上调带给电网企业的经营压力。水电价格可能小幅上调，消化征收水资源费、库区维护基金增加的成本。火电标杆电价可能会进行差别性调整，沿海地区火电标杆电价可能下调，内陆区域火电标杆电价可能上调。我们分析，这种报导有一定道理，不是空穴来风，应该给予高度重视，一旦文件真的出台，可能对股价造成冲击。

2、10 月份公布季报，电力公司业绩普遍可以看好

受 08 年基数较低的影响，预计 9 月份发电量同比增长 9% 以上。并且如我们此前所述，我们初步判断三季度全社会用电量将环比增长 15% 以上。水电公司由于季节性特点，三季度业绩本来就较好，火电公司由于发电量增加，业绩与二季度相比，也会有较大幅度提升，保守预测，各公司业绩增幅都应该高于发电量增速。我们判断，三季度公布对电力板块整体应该是利好，单季度业绩应该有很多公司出现大幅增长，或者从大幅亏损转为大幅盈利。

3、秦皇岛煤价“十一”后有可能出现回调

9 月份秦皇岛煤炭库存出现一定幅度下降，同时交易价格出现一定幅度的上涨。我们判断，造成这种现象的主要原因是：迎国庆小煤窑限产保安全减少了煤炭供应；政府要求电厂在国庆节期间保证供电，电厂要加大存煤量，9 月份买煤较多；大包线检修、迎国庆特品运输等因素造成煤炭运输受到一定程度影响。我们预计“十一”以后，这些因素会逐步消失，煤炭价格应该能小幅回落。不过，从目前的供需形势来看，我们认为电煤供应基本平衡，不存在大幅度过剩，对煤价下降幅度不应过于乐观。进入 11 月，北方省份开始加大冬储煤存量，煤炭企业开始为 2010 年合同煤谈判做准备，煤价走势存在一定变数。

4、10 月份投资建议

10 月份最需要关注的是电价调整、或者是对电价调整的预期。我们判断，销售电价和水电上网电价上调对电网公司是利好，火电标杆电价差别性调整对火电类上市公司影响差别较大。

- Ø 水电和电网类公司：总体是利好，建议加大配置，重点推荐长江电力、国电电力、桂冠电力、文山电力。
- Ø 沿海火电类公司：如果沿海省份标杆电价下调，我们判断肯定会对股价形成向下冲击，但是三季度出色的业绩又会对股价形成支持。所以建议在政策出台前适度回避，在股价调整充分后买入，重点推荐深圳能源、粤电力、宝新能源
- Ø 全国性的火电公司：政策影响应该属于中性，下属电厂应该是既有上调，又有下调，作用相互抵消。
- Ø 关注重组类公司的风险：市场再次开始调整，投资者的思路更加现实，故事的作用开始褪色。如果重组类公司 2009 和 2010 年公司业绩出不来，前期涨幅又比较大，那么有可能调整幅度较大，建议规避风险。

表4: 主要火电上市公司重要发电区域火电发电量三季度环比情况(亿千瓦时)

上市公司	区域	二季度	7月	8月	9月(E)	三季度(E)	季度环比
国电电力	上海	167	73	68	58	199	19%
	云南	138	25	24	25	74	-46%
	山西	434	165	168	152	486	12%
	浙江	433	178	167	151	496	15%
	浙江	433	178	167	151	496	15%
华能国际	上海	167	73	68	58	199	19%
	山东	700	246	254	249	749	7%
	江苏	669	249	245	231	725	8%
建投能源	河北	403	161	154	129	444	10%
	河北	403	161	154	129	444	10%
国投电力	甘肃	92	36	35	35	106	15%
	云南	138	25	24	25	74	-46%
深圳能源	福建	180	78	82	118	278	55%
	深圳	133	56	57	57	171	28%
申能股份	上海	167	73	68	58	199	19%
粤电力A	广东	479	195	215	224	634	32%
宝新能源	广东	479	195	215	224	634	32%
	内蒙古	495	185	196	196	577	16%
大唐发电	河北	403	161	154	129	444	10%
	浙江	433	178	167	151	496	15%
	山西	434	165	168	152	486	12%
金山股份	辽宁	253	94	102	88	285	13%
华电国际	山东	700	246	254	249	749	7%
	安徽	294	134	128	121	383	30%
	四川	136	31	28	20	79	-42%

资料来源: 招商证券

表5: 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				
					08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08PB
水电	600900	长江电力	强烈推荐 A	13.3	0.41	0.50	0.72	0.74	33	27	18	18	3.6
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	7.3	0.02	0.27	0.30	0.32	364	27	24	23	3.5
	600795	国电电力	强烈推荐 A	6.7	0.03	0.31	0.40	0.48	248	22	17	14	2.5
	600011	华能国际	审慎推荐 A	7.2	-0.26	0.40	0.54	0.62	-	18	13	12	2.2
	000600	建投能源	审慎推荐 B	5.7	0.08	0.27	0.45	0.56	80	21	13	10	1.8
	600886	国投电力	审慎推荐 B	9.4	0.12	0.25	0.45	0.55	86	37	21	17	2.8
	000027	深圳能源	强烈推荐 A	11.3	0.41	0.98	0.90	1.01	30	12	13	11	2.1
火电	600642	申能股份	审慎推荐 B	10.9	0.20	0.65	0.69	0.73	60	17	16	15	1.9
	000539	粤电力A	强烈推荐 B	7.5	0.02	0.39	0.47	0.53	390	19	16	14	2.1
	000690	宝新能源	强烈推荐 B	8.3	0.32	0.59	0.63	0.87	28	14	13	10	4.4
	601991	大唐发电	中性 A	8.9	0.02	0.15	0.28	0.34	496	59	32	26	3.3
	600396	金山股份	审慎推荐 A	7.8	0.07	0.05	0.40	0.50	134	156	19	16	4.1
	600027	华电国际	审慎推荐 B	5.0	-0.28	0.25	0.36	0.46	-	20	14	11	2.2
电网	600995	文山电力	审慎推荐 B	7.7	0.37	0.34	0.40	0.49	21	23	19	16	5.4

资料来源: 招商证券

分析师简介

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年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

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

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。