

电力行业最新观点及投资建议短评

我们在《欣欣以向荣 涓涓而始流——2008年电力行业投资策略报告中》中提出，电力行业正在经历结构的转型以及等待煤、电价格机制的理顺，同时08年外延式扩张的加快，将会加速提升主流电力企业的估值水平。从最近颁布的一些政策和企业微观行动上来看，电力行业正在等待系统性重估机会。

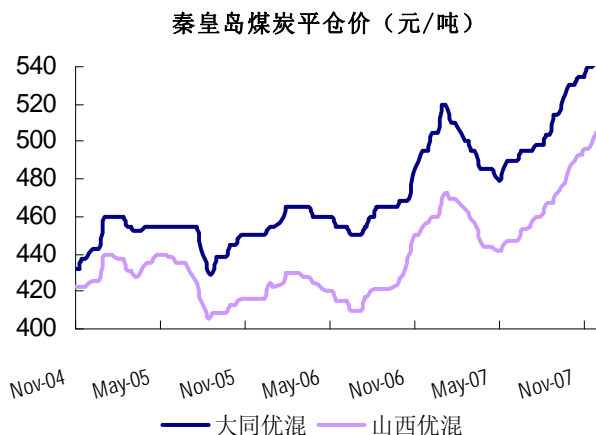
评论：

1、 **电力行业装机结构继续优化。**在最近发布的《中国的能源状况与政策》白皮书中指出，我国煤炭已发现的资源量仅占资源蕴藏量的13%，可采储量占已发现资源量的40%。水力资源开发利用程度仅为20%。再次提到要优化发展煤电，建设大型煤电基地，鼓励发展坑口电站。继续大力发展水电。国家发改委统计显示，2007年关停小火电机组1438万千瓦，超额43%完成关停任务。这些事件印证了我们在08年电力行业策略报告中提到的整个行业装机结构在不断优化的观点。

2、 **煤炭、电力价格之间关系将会得以理顺。**筹划中的国家能源部的成立，将使得我国的能源战略地位进一步提升，同时也使得石油、煤炭、电力各部门之间的协调问题日益突出。

“节能降耗”将会是我国能源战略的一个重要出发点，通过价格机制来实现“节能降耗”被证实为一条有效的路径。煤炭行业通过进出口贸易，国内价格已基本与国际价格水平接轨。尽管国内与国外电力行业在发电成本和定价机制上存在差异，比较电价高低意义不是很大，但是依照煤电联动机制来看，国内电价调整已经非常滞后于燃煤价格的上涨。从煤炭、电力、石油整个大能源角度来看，最后要做到每标准煤能源价格应该趋向统一。某一能源价格过低，实行“节能降耗”的难度将会加大。我们认为接近08年年中，CPI压力有所缓解时，区域性调整电价的可能是很大的。

图 1：秦皇岛煤炭平仓价



资料来源：CCTD，申万研究

图 2：澳大利亚煤炭 BJ 指数



资料来源：CCTD，申万研究

表 1：公用事业价格变化与 CPI 变化关系

	占消费的比重%	提价 5%	提价 10%	提价 15%	提价 20%
水电及燃料	5.5	0.28	0.55	0.83	1.1
水	0.6	0.03	0.06	0.09	0.12
电	2.5	0.13	0.25	0.38	0.5
石油类能源	1.7	0.09	0.17	0.26	0.34

资料来源：CEIC, 申万研究

3、**外延式扩张速度在加快。**在08-10年总电力装机规划中，五大发电集团等主流电力企业在各省的评选项目基本都排在前列，接下来中国电力行业产能的扩张更多是体现在五大集团等主流电力企业的扩张上面。同时近日华能集团参与新加坡淡马锡下面三家电厂的竞拍，桂冠电力对岩滩70%股权的收购，以及大唐发电对相关资产的整合等，又提升了整个行业资产收购的预期。电力企业目前在面对存量资产盈利暂时还受挤压，但整个行业景气度开始逐步见底回升的情况下，依托资本市场加快进行外延式扩张的战略明晰起来。

4、**尽管行业估值优势不明显，但估值提升的预期强烈。**在假设行业内重点公司08年平均净利润增长率为10%，09年增长到13%，10年增长到15%，之后逐步递减到2015年的4%并保持稳定，期间的分红率水平从50%上升到70%。由于资金流动性充裕，投资者要求的风险溢价会降低，根据申万对无风险利率和ERP的预测，投资者对电力行业的平均预期投资回报率为9%的话，对应08年合理市盈率水平为20-25倍左右。尽管目前行业08年市盈率水平在25倍左右，但考虑到整个行业景气度处于逐步见底回升的状况，我们认为行业估值提升的预期还是比较强烈。同时主流电力企业在加快资产收购的进度，我们认为也应该享受到一定的估值溢价。

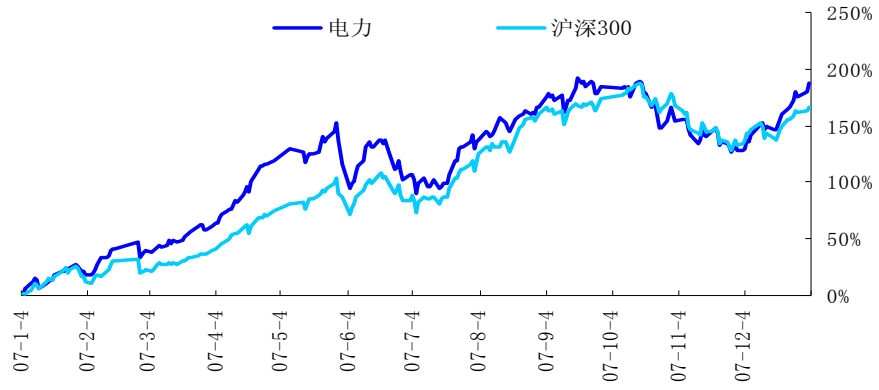
表 2：电力行业的市盈率分析（单位：倍）

		永续增长率						
		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
k	7.50%	15.45	16.97	19	21.85	26.12	33.23	47.45
	8.00%	14.96	16.43	18.39	21.13	25.24	32.1	45.8
	8.50%	14.49	15.91	17.8	20.44	24.4	31.01	44.22
	9.00%	14.05	15.41	17.23	19.78	23.6	29.96	42.7
	9.50%	13.62	14.93	16.68	19.14	22.82	28.96	41.24
	10.00%	13.2	14.47	16.16	18.53	22.08	28	39.83
	10.50%	12.8	14.02	15.66	17.94	21.36	27.07	38.48

资料来源：申万研究

5、**维持火电企业07年报和08年一季报存在压力，二季度开始投资机会更确定的判断。**在07电价没有调整，而煤价持续上涨和利用小时数仍然下降的背景下，我们认为火电企业存量资产的盈利压力是比较明显的，但各个变量改善的预期也在增强。同时随着资产收购进度的加快，不排除整个行业估值提前回升的可能。我们看好大型水电企业以及资产注入明晰或者有能力做行业整合的主流火电企业。建议买入长江电力，增持华能国际、国电电力、国投电力、华电国际、粤电力。电价的上调或者对电力企业投资煤矿倾斜政策的出台以及资产收购进度的加快，都将构成股票价格上涨的催化剂。

图 3: 电力行业指数与沪深 300 指数涨幅比较



资料来源: Wind, 申万研究

分析师: 余海、杨明

E-MAIL: yuhai@sw108.com; yangming@sw108.com

日期: 2008年1月4日

信息披露

分析师承诺

杨明：电力能源。

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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (outperform)	： 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持(underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。