行业研究报告

电力行业

2008 年 7 月份月报

中性
（维持评级）

2008 年 7 月 29 日

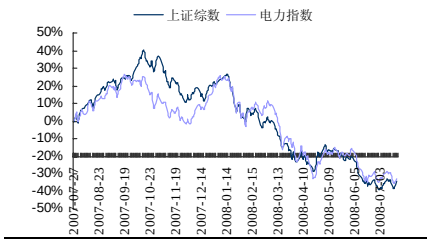
电力行业高级分析师：徐颖真

电话：021-68864007
E-mail:xuyz@guosen.com.cn

月度行业回顾

非不为、实不能

近一年收益率比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告:

《电力行业 2008 年年度投资策略:把握煤价与电价上涨的时间差》

《电力行业 2008 年二季度投资策略:股价尚未充分反映行业的悲观前景》

《电价问题专题报告：绕树三匝，何枝可依？》

《电力行业 2008 年中期投资策略》

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

- **6 月份单月发、用电量增幅大幅下降一定程度反映经济减速**

2008 年前 6 月发电量同比增长率 12.9%，但 6 月份单月发电量同比增长仅 8.3%，市场普遍分析原因有三：1、07 年 6 月份的高基数（17%）；2、某些区域缺煤停机或煤价太高有煤不发；3、经济降温需求不振，我们的观点是：1、从电力消费规律来看 6 月份发电量在全年的比例为 8.37%，是上半年的一个消费高峰，但 08 年 6 月份发电量的绝对数环比 5 月份也基本持平，说明增速的回落不是简单的高基数问题；2、局部地区拉闸限电固然存在但限电不会针对居民用电，而 6 月份居民用电的增速上也能明显看出回落的趋势；因此我们的结论是经济减速需求不振已经在电量上明确得到反映。

- **政府三申五令对电煤限价，但煤价新高迭创，事实已经难以用逻辑解释，因此，与其断言煤价见顶火电将逆转不如观望与等待，毕竟火电行业恢复到合理水平的时间远远要长于其从高点跌落谷底的时间**

5 月中旬发改委敦促合乎条件的地方小煤矿复产；6 月 19 号发改委发文上调全国销售电价 2.5 分的同时宣布对电煤限价；7 月 23 号发出进一步落实电煤限价的通知，但是 6 月 19 号到 7 月中旬煤价再涨 20%，至此煤价（大同坑口与秦皇岛价格分别）同比涨幅达到 100%-150%，我们判断 08 年底或 09 年初不排除电价再一次上调的可能，但行业利润也仅能恢复到微利，要恢复到 2007 年行业高点很困难。

- **2008 年前 5 月火电全行业亏损，2008 年中期火电公司大面积预亏或预减，预计 7 月份调高电价后三季度将环比改善但空间有限**

2008 年前 5 月份火电行业利润总额-23 亿，同比下降 108%，而中期电力上市公司大面积预亏或预减，我们在正文中对每家公司进行归纳并对未预告中报业绩的上市公司的中期业绩进行预测。

- **维持行业与公司评级**

行业盈利的持续恶化是显见的事实，电煤控制上涨势头甚至回落则是大家的主观期待，在目前股价并未凸显绝对投资价值的情况下，与其博煤价下跌博电价进一步上涨不如先等待三季度的数据，毕竟企业业绩对市场煤价格的变化传导有一个过程，毕竟电价上调从 7 月 1 日才开始实施政府是否再行调电价必然会考量 3 季度火电行业的经营改善情况，因此仍对行业维持中性评级，维持对长江电力等 4 家公司的谨慎推荐评级，无给予推荐评级的公司。

内容目录

6 月份单月发、用电增速显著回落 3
一、二产业用电增速下降，三产和居民增长加速 4
前 5 个月的用电区域特征 5
机组投产放缓 5
火电设备利用小时下降幅度收窄 6
限价不改煤价上涨势头 7
火电全行业亏损，五大电力集团亏四家 8
电力上市公司中报业绩预览 9
行业投资策略：趋势明朗需待三季度数据 10

图表目录

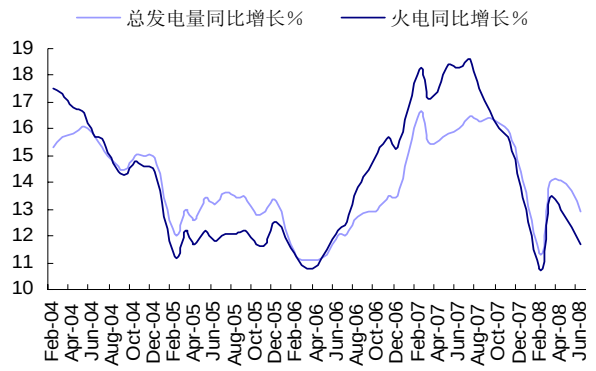
表 1：06 年以来用电产业结构变化 4
表 2：06 年以来主要用电行业用电增速及结构变化 4
表 3：06 年以来分区域用电增长 5
表 4：06 年以来逐月机组投产情况 6
表 5：06 年以来发电设备利用率下降情况 6
表 6：政府对煤炭价格的管制 7
表 7：A 股电力公司预减、预亏或预增情况 9
表 8：重点公司投资评级(单位：元） 11

6 月份单月发、用电增速显著回落

2008年前6月发电量增长率12.9%，较2007年14.4%的增速有所下降，其中火电发电量增速11.7%，而6月份单月发电量环比5月基本没有增长，同比增幅也仅8.3%，我们分析**发电量显著回落不乏煤炭供应不济的影响，但同时也反映了经济降温。**

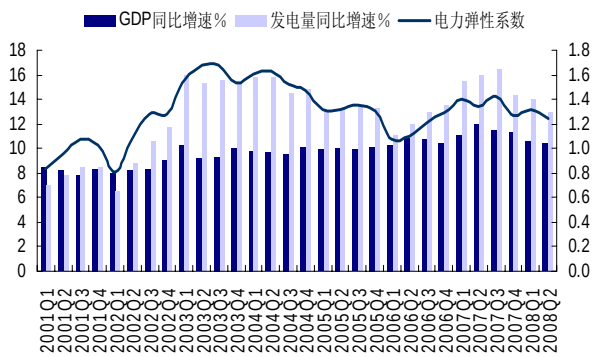
由于电力消费具有明显的季节性，我们对过去5年的月发电量在全年的占比进行统计，全年来看发电量有夏季和冬季2个用电高峰，分别是8月和12月，分别占全年的9.16%和9.3%。6月份发电量一般占全年8.37%，一般是上半年的最高值，但我们发现08年6月份的发电量与5月份基本持平。

图 1：01-08 年季度发电量增长率



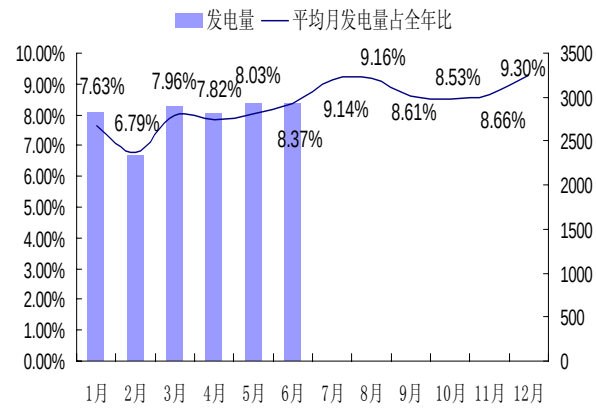
资料来源：行业监测网、国信证券经济研究所

图 2：01-08 逐季电力消费弹性系数



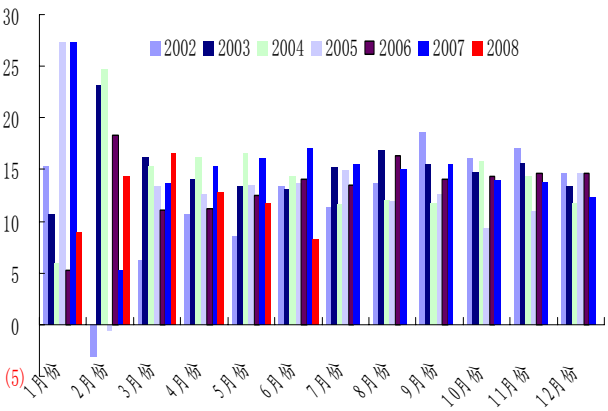
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 3：2001-2007 年月平均发电量在全年发电量占比



资料来源：行业监测网、国信证券经济研究所

图 4：2002-2008 月度单月发电量同比增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

一、二产业用电增速下降，三产和居民增长加速

08年前6月份用电量增速11.67%，其中居民用电增速16.51%，一、二、三产业用电增速分别4.95%、11.13%和12.28%。由于局部地区存在供煤瓶颈等原因局部时段存在供电缺口，但通常情况拉闸限电不会涉及居民用电因此我们认为居民用电增长情况是反映真实需求趋势的，我们注意到08年前4个月居民用电增速都在19%以上，1-5月居民用电增速18.41%，1-6月份则下降到16.51%，降幅非常明显，**因此我们认为6月份单月发用电的大幅下降经济降温是主导因素。**

6月份分部门的用电情况尚未公布数据，从1-5月份数据看情况如下，第一产业用电量同比增长5.6％；第二产业用电量同比增长11.6％；第三产业用电量同比增长13.8％；居民用电增长18.4%；4类结构中**第三产业和居民用电增势超过07年水平，这是比较值得关注的**趋势性变化的特征！

表1：06年以来用电产业结构变化

	2008 年 1-5 月份		2007 年 1-11 月份		2007 年 1-6 月份		2006 年 1-11 月份	
	增速	结构	增速	结构	增速	增速	增速	结构
全社会用电量总计	12.42	100.00	14.94	100	15.56	100	14.15	100
A、各行业用电量合计	11.67	88.33	15.46	88.85	16.15	89.17	14.09	88.47
第一产业	5.58	2.29	5.92	2.67	2.67	2.59	9.71	2.93
第二产业	11.60	76.25	16.21	76.38	17.18	78.99	14.61	75.53
第三产业	13.75	9.78	12.56	9.81	12.16	9.58	11.59	10.01
B、城乡居民生活用电量合计	18.41	11.67	10.96	11.15	10.97	10.83	14.58	11.53
城镇居民	19.08	6.98	9.83	6.61	10.04	6.43	12.25	6.93
乡村居民	17.44	4.69	12.64	4.53	12.36	4.4	18.25	4.61

资料来源：中电信息网

表2：06年以来主要用电行业用电增速及结构变化

	2008 年 1-5 月份		2007 年 1-11 月份		2007 年 1－6 月份		2006 年 1－11 月份	
	增速	结构	增速	结构	增速	结构	增速	结构
二、工业	11.55	75.27	16.22	75.43	17.20	76.05	14.62	74.59
1.轻工业	7.67	13.33	9.68	13.82	10.39	13.95	10.34	14.44
2.重工业	12.42	61.95	17.80	61.61	18.84	62.10	15.7	60.15
（一）采矿业	13.58	5.13	13.51	4.96	11.09	4.97	8.26	4.95
（二）制造业	12.29	55.77	16.84	55.33	18.46	56.05	15.8	54.35
化学原料及化学制品制造业	12.73	8.60	12.71	8.36	15.84	8.64	12.04	8.53
橡胶和塑料制品业	6.23	2.20	12.00	2.3	13.94	2.35	13.98	2.35
非金属矿物制品业	12.06	5.57	14.00	5.72	14.37	5.66	14.61	5.72
黑色金属冶炼及压延加工业	13.1	11.73	22.02	11.39	25.25	11.64	18.98	10.76
有色金属冶炼及压延加工业	16.07	7.62	28.45	7.36	29.91	7.45	24.04	6.62
交通运输、电气、电子设备制造业	16.45	3.68	20.18	3.64	21.60	3.59	24.08	3.48
（三）、电力燃气及水的生产和供应业	8.11	14.39	14.90	15.14	14.72	15.02	12.70	15.29

资料来源：中电信息网

前 5 个月的用电区域特征

08年前5月份用电量增速12.42%，从分省的情况看，各省的波动较大，广东、山西、湖南、云南、江西、贵州大幅下降，这和天气、煤炭供应等有直接联系，预计夏季高峰期部分地区将出现电力缺口，但全国大部分地区供应充足。

表3：06年以来分区域用电增长

	2008 年 1-5 月份		2007 年 1-12 月份		2006 年 1-12 月份	
	用电率增长%	在全国占比%	用电率增长%	在全国占比%	用电率增长%	在全国占比%
全国	12.42	100.00%	14.42	100.00%	13.99	100.00%
广东省	9.19	9.41%	12.94	10.45%	12	10.60%
江苏省	12.48	8.98%	15.2	9.12%	17.24	9.11%
山东省	13.17	8.21%	14.3	8.00%	19.01	8.05%
浙江省	12.05	6.44%	14.81	6.75%	16.24	6.76%
河北省	13.73	6.38%	15.69	6.18%	15.55	6.14%
河南省	16.38	5.90%	18.61	5.57%	12.29	5.38%
辽宁省	11.23	4.36%	10.9	4.20%	10.22	4.33%
山西省	6.68	3.99%	18.99	4.02%	14.12	3.82%
内蒙古	22.88	3.84%	29.8	3.54%	30.63	3.09%
四川省	11.85	3.60%	11.08	3.63%	12.05	3.74%
上海市	11.91	3.30%	7.75	3.29%	7.92	3.52%
湖北省	13.87	3.05%	12.73	3.04%	10.53	3.09%
福建省	13.5	2.99%	15.36	3.08%	14.2	3.06%
湖南省	5.56	2.49%	14.48	2.71%	10.89	2.65%
安徽省	17.31	2.44%	15.04	2.35%	13.89	2.35%
云南省	14.32	2.26%	13.87	2.26%	13.48	2.24%
广西区	21.02	2.24%	16.58	2.08%	11.34	2.01%
陕西省	11.84	2.15%	12.42	2.01%	12.07	2.05%
甘肃省	16.72	2.07%	9.07	2.05%	6.57	2.15%
黑龙江	7.81	2.05%	4.52	1.92%	6.29	2.09%
北京市	9.33	2.02%	14.44	1.89%	9.19	1.89%
贵州省	-1.02	1.82%	16.01	2.08%	16.27	2.06%
江西省	11.77	1.55%	13.44	1.52%	11.71	1.52%
天津市	12.01	1.53%	12.17	1.43%	9.19	1.46%
吉林省	12.46	1.52%	14.6	1.57%	13.79	1.58%
宁夏区	11.61	1.45%	13.94	1.33%	24.75	1.34%
重庆市	12.63	1.39%	9.83	1.37%	15.05	1.42%
新疆区	19.4	1.28%	15.96	1.27%	14.79	1.26%
青海省	16.03	0.95%	16.78	0.88%	18.02	0.86%
海南省	11.03	0.33%	14.94	0.35%	19.25	0.34%

资料来源：中电信息网

机组投产放缓

根据《2007年全国电力工业统计快报》，截至2007年底全国发电装机容量7.1329亿千瓦，同比增长14.36%，净投产装机约9100万千瓦，考虑到当年关停小火电1438万千瓦，07年全国电力基建新增发电装机约1.0009亿千瓦，与2006年全年1.0117亿千瓦的投产数基本持平。

08年前6月投产3302万千瓦，低于07年前6月3837.3万千瓦的投产量，历史上看各月投产数量较不均衡，下半年投产装机一般高于上半年，国网公司预测08年投产装机9300万千瓦，考虑到东方电机受地震影响将延期交付机组，因此我们判断08年全年的投产量低于9300万千瓦的可能性很大，投产规模可能在8000-8500万千瓦之间。

表4：06年以来逐月机组投产情况

	全部机组		水电机组		火电机组		单月新投机组（各类型）
	新投	相对上年底增幅	新投	相对上年底增幅	新投	相对上年底增幅	
08 年 1-6 月份	3301.85	4.63%	704	4.85%	2449.61	4.42%	959.67
08 年 1-5 月份	2342.18	3.28%	518.80	3.57%	1691.36	3.05%	424.76
08 年 1-4 月份	1917.42	2.69%	367.08	2.53%	1447.51	2.61%	671.40
08 年 1-3 月份	1246.02	1.75%	99.08	0.68%	1062.91	1.92%	526.57
08 年 1-2 月份	719.45	1.01%	91.33	0.63%	592.15	1.07%	719.45
07 年 1-12 月份	10009	16.09%	1306.5	10.16%	8258.36	17.06%	1457.53
07 年 1-11 月份	8551.47	13.75%	1081.2	8.41%	7087.05	14.64%	2007.32
07 年 1-10 月份	7270.05	11.69%	985.10	7.66%	5943.49	12.28%	725.90
07 年 1-9 月份	6544.15	10.52%	804.24	6.26%	5422.19	11.20%	567.58
07 年 1-8 月份	5976.57	9.61%	771.00	6.00%	4905.19	10.13%	1246.15
07 年 1-7 月份	4730.42	7.61%	568.35	4.42%	3993.49	8.25%	892.62
07 年 1-6 月份	3837.80	6.17%	313.20	2.44%	3356.79	6.93%	1037.52
07 年 1-5 月份	2800.28	4.50%	199.13	1.55%	2446.89	5.06%	697.09
07 年 1-4 月份	2103.19	3.38%	83.68	0.65%	1972.69	4.08%	790.39
07 年 1-3 月份	1312.80	2.11%	32.30	0.25%	1259.40	2.60%	460.31
07 年 1-2 月份	852.49	1.37%	8.61	0.07%	840.49	1.74%	852.49
06 年 1-12 月份	10117.00	20.30%	971.00	9.50%	9048.00	23.70%	
06 年 1-9 月份	6007.82	11.82%	690.22	5.92%	5284.74	13.76%	
06 年 1-6 月份	3241.46	6.38%	359.91	3.09%	2868.06	7.47%	
06 年 1-3 月份	1198.89	2.36%	71.11	0.61%	1125.20	2.93%	

数据来源：中电联，6 月份中电联统计口径发生变化

火电设备利用小时下降幅度收窄

从大数上来看，全国范围 07 年装机增长 16%、需求增长 14.4%，因此 07 年全年设备利用小时数下降 210 小时，其中水电上升 100 小时，火电下降 317 小时，约 5.6%。08 年前 6 月份水电受益于来水利用小时上升 4%，火电机组发电小时数继续下降 50 小时，约 1.92%。

假设 2008 年投产 8500 万装机，增长 12%、需求增长 12-13%，整体而言，利用小时数的波动将收窄，局部省份将出现利用小时数的强烈反弹，包括华东、山东、广东等省。

表5：06年以来发电设备利用率下降情况

	全部			水电			火电		
	当年	前 1 年	同比	当年	前 1 年	同比	当年	前 1 年	同比
08 年 1-6 月份	2380	2432	-2.14%	1553	1492	4.09%	2555	2605	-1.92%
08 年 1-5 月份	1971	2011	-1.99%	1170	1103	6.07%	2139	2197	-2.64%
08 年 1-4 月份	1560	1619	-3.64%	841	808	4.08%	1711	1746	-2.00%

08 年 1-3 月份	1157	1177	-1.70%	564	575	-1.91%	1282	1302	-1.54%
08 年 1-2 月份	748	769	-2.73%	360	360	0.00%	830	856	-3.04%
07 年 1-12 月份	5011	5221	-4.02%	3532	3434	2.85%	5316	5633	-5.63%
07 年 1-11 月份	4583	4786	-4.24%	3337	3196	4.41%	4835	5140	-5.93%
07 年 1-10 月份	4182	4344	-3.73%	3083	2970	3.80%	4404	4650	-5.29%
07 年 1-9 月份	3777	3924	-3.75%	2759	2690	2.57%	3984	4198	-5.10%
07 年 1-8 月份	3358	3494	-3.89%	2338	2385	-1.97%	3570	3743	-4.62%
07 年 1-7 月份	2858	2967	-3.67%	1904	1980	-3.84%	3054	3172	-3.72%
07 年 1-6 月份	2437	2537	-3.94%	1487	1645	-9.60%	2638	2741	-3.76%
07 年 1-5 月份	2011	2097	-4.10%	1103	1238	-10.90%	2206	2289	-3.63%
07 年 1-4 月份	1619	1668	-2.94%	808	882	-8.39%	1746	1849	-5.57%
07 年 1-3 月份	1174	1238	-5.17%	570	604	-5.63%	1320	1404	-5.98%
07 年 1-2 月份	774	803	-3.61%	359	360	-0.28%	864	912	-5.26%
06 年 1-12 月份	5221	5424	-3.74%	3434	3664	-6.28%	5633	5866	-3.97%
06 年 1-9 月份	3923	4105	-4.43%	2665	2810	-5.16%	4204	4414	-4.76%
06 年 1-6 月份	2544	2672	-4.79%	1646	1643	0.18%	2748	2926	-6.08%
06 年 1-3 月份	1251	1313	-4.72%	602	591	1.86%	1405	1495	-6.02%

数据来源：中电联

限价不改煤价上涨势头

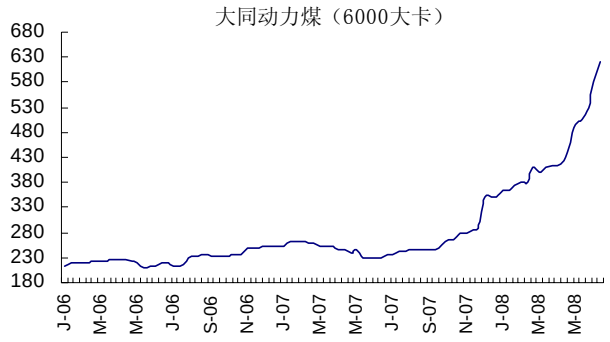
截至2008年7月中旬，大同6000大卡动力煤价格达到630元，秦皇岛大同优混平仓价突破了1000元，同比08年年初价格涨幅都在70-90%，同比涨幅在100%-150%。为了平抑电煤价格，发改委自5月份以来多次采用行政手段进行干预和管制，但截至目前尚未见成效，6月19日发改委限价令颁布一月有余后电煤价格反而上涨22%。因此发改委进一步发通知强化限价令，我们认为下半年煤价上涨的趋势会被遏制，但对其回落空间并不能抱太高期望，除非2009年GDP回落到9%以下。

表 6：政府对煤炭价格的管制

2008 年 5 月下旬	国家发改委会同财政部、交通运输部、铁道部、水利部等在北京召开紧急会议。山西、四川、内蒙古等地煤炭工业局都先后接到国家发改委通知，要求当地大中型煤矿加大产量，加快小型煤矿安全验收工作，一旦验收合格，立即发放开工证，让小型煤矿尽快复产
2008 年 6 月 19 日	国家发改委对电煤出厂价实行了最高限价，发出通知，对主要港口和集散地的电煤实行最高限价，同时要求煤炭生产商确保电厂的煤炭供应，并将严惩囤积煤炭的行为
2008 年 7 月 23 日	国家发展改革委关于进一步完善电煤价格临时干预措施的通知，决定在主要港口对动力煤进行统一限价。自发文之日起至今年 12 月 31 日，秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过 6 月 19 日价格水平，即发热量 5500 大卡/千克动力煤限价水平分别为每吨 860 元、840 元和 850 元

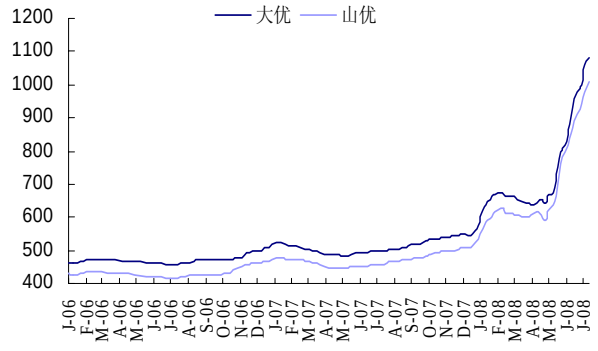
数据来源：发改委网站等

图 5：坑口煤价走势



资料来源：国信证券经济研究所

图 6：秦皇岛动力煤平仓价格走势



资料来源：国信证券经济研究所

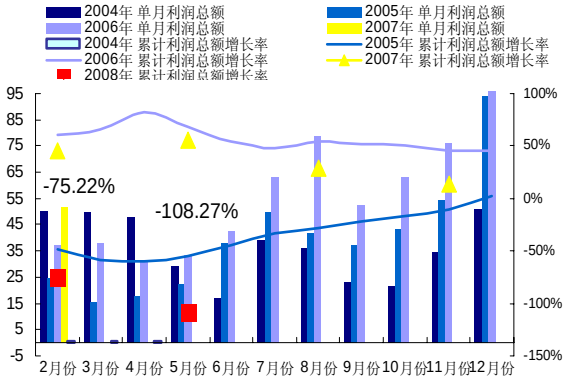
火电全行业亏损，五大电力集团亏四家

06年火电行业利润总额同比增长46%，07年前5月利润总额同比增幅达到55%，前8月利润总额同比增长29.1%，1-11月利润总额增速则下降到13.5%，而到08年1-2月，行业利润下滑高达75%，08年1-5月份火电行业实现利润总额约-23亿，同比下降108%，计算下来4、5两月火电行业合计亏损约48.4亿。08年前5月份火电行业毛利率下降到8.10%。

五大集团装机约占全国总装机的42%，且整体资产质量好于平均水平，但尽管如此上半年五大集团除华能外全面亏损，具体情况如下，华能集团截至6月底合并销售收入688亿元，同比增长37.7%，华能国际A报亏，但集团总体盈利。而中电投集团旗下的业务煤炭、金属、水电及核电、金融等板块共计贡献利润16.8亿元，但集团总体业务仍然亏损。华电集团则表示，上半年由于煤炭价格不断上涨，集团政策性亏损达到了26亿元。大唐集团1~5月整体亏损14.79亿元，火电业务造成的亏损有23.37亿元。

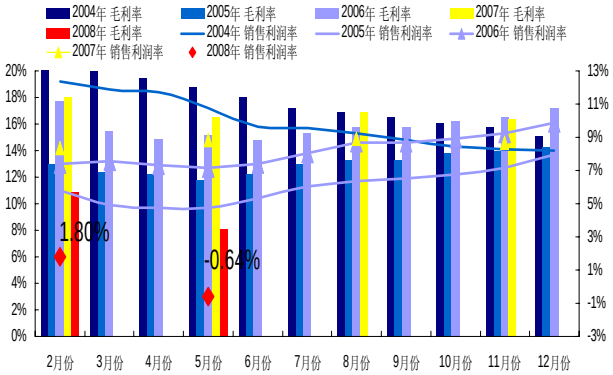
08年一季度电力上市公司净利润同比下降71.5%，08年二季度上市火电公司进一步恶化。大批火电公司中期预减或预亏。

图 7：04-08 年火电行业利润及增幅



资料来源：聚源数据

图 8：04-08 年火电行业毛利率与销售利润率



资料来源：聚源数据

电力上市公司中报业绩预览

五大集团下旗舰电力公司除国电电力未对中报预减或预亏外，其他均已做相关公告，我们覆盖的全国性火电公司中华能国际、华电国际亏损、国投电力、大唐发电预计下降幅度在70%左右，地方性中型电力公司中粤电力、上海电力、漳泽电力预亏，深能源、广州控股、建投能源预减，此外我们预测申能下降30-40%，桂冠电力中报亏损，长江电力同比下降35%，但07年中期有出售建行股权的非经常性收益，扣除后基本持平，金山股份预计中报业绩将有所增长。

表 7：A 股电力公司预减、预亏或预增情况

公司	08 中期业绩预告情况	2007 年净利润	预计 08 年中期净利润与 EPS	当前股价	预计中报披露时间
覆盖公司					
华能国际	预计亏损	29.37 亿 EPS=0.24 元		7.14 元	8 月 28 日
大唐发电	预计净利润同比下降 70%	23.04 亿 EPS=0.16 元	6.91 亿 EPS=0.059 元	9.17 元	8 月 27 日
华电国际	预计亏损	5.46 亿 EPS=0.091 元		4.86 元	8 月 29 日
粤电力	预计净利润 -5,000 万～-6,000 万	4.5 亿 EPS=0.169 元	-5,000 万～-6,000 万 EPS=-0.0188 元～-0.023 元	6.97 元	8 月 14 日
国投电力	预计较大减幅（一季报中）	3.1 亿 EPS=0.378 元		7.33 元	8 月 5 日
深能源	预计净利润同比下降 45%，	8.9908 亿元 EPS=0.35 元	4.9476 亿 EPS=0.22 元	8.93 元	8 月 22 日
上海电力	预计亏损 5.6 亿	2.11 亿 EPS=0.099 元	-5.6 亿 EPS=-0.26 元	4.38 元	8 月 8 日
建投能源	预计下降 67%	2.31 亿 EPS=0.31 元	0.76 亿 EPS=0.09 元	6.64 元	8 月 30 日
川投能源	预计净利润同比增长 230%—290%，扣除非经常性损益的净利润同比增长 270%—290%	0.52 亿 EPS=0.13 元	1.7～2 亿 EPS=0.27 元～0.32 元	23.29 元	7 月 30 日

长江电力	**无预告**	**22.7 亿 EPS=0.27 元**	**15 亿 EPS=0.16 元**	**14.35 元**	**8 月 25 日**
申能股份	**无预告**	**10.72 亿 EPS=0.37 元**	**5.8 亿 EPS=0.2**	**9.39 元**	**8 月 21 日**
桂冠电力	尚未公告，但预计亏损			6.52 元	8 月 19 日
国电电力	未公告，预计下降 50%以内		EPS=0.13 元	6.60 元	8 月 28 日
金山股份	无预告	0.6754 亿 EPS=0.26 元		8.56 元	8 月 22 日
关注公司					
广州控股	预计净利润同比下降 75%左右，剔除上年同期转让广州市北二环高速公路有限公司 20% 股权影响，下降 50%左右	6.81 亿 EPS=0.331 元	3.4 亿 EPS=0.165 元	5.95 元	8 月 30 号
漳泽电力	预计亏损 2.3 亿	2.82 亿 EPS=0.22 元	-2.3 亿 EPS=-0.17 元	5.03 元	8 月 26 日
文山电力	预计同比增长 100%-150%	2353.74 万	EPS=0.12 ~ 0.15 元	12.76 元	8 月 6 日
宝新能源	同比增长 52%，扣除非经常性损益后下降 61%		3.33 亿 EPS=0.3 元，扣除非经常性损益后 EPS=0.07 元	10.34 元	已公布

数据来源：公司公告等

行业投资策略：趋势明朗需待三季度数据

目前整体板块估值并无明显优势，这点可以从 2 方面说明，一、PB：龙头公司还在 2 左右；二、A/H 价差：没有 1 家 A 股对 H 股折价的电力公司，同时溢价的程度远高于 A/H 的平均水平溢价。

有一种观点认为电力公司的重置价值高于账面价值，我们认为恰恰相反，理由：1、电监会的年度监管报告披露的数据看机组的造价整体 04 年以来并未上涨；2、电力行业是政府管制型行业，资产流动受限，五大电力集团甚至包括国开投等其他中央电力集团以及地方电力集团都是在高负债下的经营，没有在行业底部加快扩张的实力，而有这个实力的如三峡总公司对火电涉足极少目前也还处在尝试阶段且其长期的水电开发项目还处在资金投入期，不可能大规模开始对火电的并购；3.电力体制改革无果、电价政策没法落实，火电行业的合理长期投资回报率基本上是个伪命题，加上这个产业受政府控制民营外资均难以介入，指望行业回到市场化的均衡状态目前连前提都不具备。

因此我们坚持 08 年年度策略报告的观点，长周期看对电力行业的投资策略主要在于阶段性的选时，从现在这个时点往前推半年、推一年我们看到行业指数基本与市场指数走平，没有超额收益但也没有跌的更多，但该行业的利润下滑幅度却远远高于社会全行业平均水平，说明估值风险的释放还不够，另外我们看到以基金对代表的机构投资者对电力行业一直低配因此也一直没有做空动力，这或许可以部分解释电力板块上半年为何没有超跌。

作为卖方分析我们必须给出该行业未来出现投资机会的时点，我们认为三季度的行业数据是比较关键的，理由是：1、煤价的趋势可以相对明朗，可以看清

国内电煤限价的效果以及国际煤价的走向；2、看清经济下滑以及电力需求下滑的程度；3、最关键的看 7 月 1 号调电价后看行业是否改善以及改善程度；4、届时电价再次上调的预期可能再起，这一点是最受市场关注的，电价上调是行业 05 年以来为数不多的几波阶段性机会的关键因素。因此建议未来 2 个月在对电力行业静观其变，不为而为！维持中性评级，公司评级也维持不变。

表8：重点公司投资评级(单位：元)

	本次评级	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE	股价(7/25)	PB
长江电力	谨慎推荐	0.6	0.61	0.66	24.42	24.02	22.20	14.65	3.48
川投能源	谨慎推荐	0.12	0.78	1.17	194.08	29.86	19.91	23.29	9.51
国电电力	谨慎推荐	0.32	0.25	0.28	20.63	26.40	23.57	6.60	2.72
华能国际	谨慎推荐	0.52	0.11	0.15	13.73	64.91	47.60	7.14	1.88
粤电力	中性	0.28	0.1	0.13	24.89	69.70	53.62	6.97	2.07
申能股份	中性	0.64	0.45	0.45	14.67	20.87	20.87	9.39	1.92
国投电力	中性	0.52	0.22	0.26	14.87	35.14	29.73	7.73	1.94
桂冠电力	中性	0.23	0.26	0.3	28.35	25.08	21.73	6.52	2.55
黔源电力	中性	0.12	-0.1	0.2	74.50	-89.40	44.70	8.94	2.65
上海电力	中性	0.23	-0.35	-0.2	19.04	-12.51	-21.90	4.38	1.34
建投能源	中性	0.48	0.22	0.3	13.83	30.18	22.13	6.64	1.87
深能源	中性	0.77	0.45	0.5	11.60	19.84	17.86	8.93	1.72
大唐发电	中性	0.29	0.12	0.18	31.62	76.42	50.94	9.17	3.76
金山股份	中性	0.33	0.39	0.61	25.94	21.95	14.03	8.56	2.86
华电国际	中性	0.2	0.1	0.13	24.30	48.60	37.38	4.86	2.04

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李　晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席经济顾问 杨建龙	钢铁有色金属行业首席分析师 郑　东
IT 行业首席分析师 肖利娟	首席策略分析师 汤小生	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方　焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
基础化工行业首席分析师 邱　伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严　平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨　昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁　丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮　敏	煤炭行业分析师 杨立宏	机械行业分析师 郑　国
汽车与汽配行业分析师 李　君	纺织品与服装行业分析师 方军平	I T 行业分析师 王俊峰
房地产行业分析师 陈　林	基础化工行业分析师 陈爱华	食品饮料行业分析师 黄　茂
金融行业分析师 黄　飙	金融行业分析师 武建刚	宏观经济分析师 林松立
宏观经济分析师 任泽平	金融工程分析师 王军清	策略分析师 崔　嵘
交通运输行业分析师 孙菲菲	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	金融行业分析师 谈　煊	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张　如	基金分析师 杨　涛	金融衍生品分析师 董艺婷

国信证券经济研究所机构销售部

上海机构销售部负责人 盛建平 shengjp@guosen.com.cn （021）68864592	北京机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn （010）82252615	深圳机构销售部总经理 万成水 wangcs@guosen.com.cn （0755）82133147
上海机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn （021）68866025	北京机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn （010）82252236	深圳机构销售部销售副总监 刘　钦 liuqin@guosen.com.cn （0755）82130680
上海机构销售部销售经理 郑　毅 zhengyi@guosen.com.cn （021）68866205	北京机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn （010）82259782	深圳机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn （0755）82130818
		深圳机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn （0755）82133148