

电力研究小组  
86-10-88087783  
pengqg@cmschina.com.cn

2008年7月28日

# 电煤限价发出第二道金牌，实际效果仍待观察

## 电力行业7月月报

公用事业

电力

中性（维持）

### 细分行业评级

电网	推荐
水电	推荐
火电	中性
核电	推荐

上证指数 2865

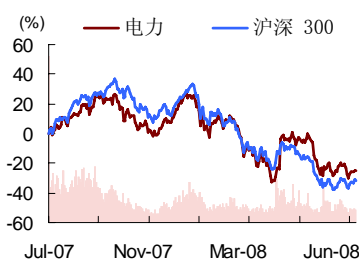
### 行业规模

		占比%
股票家数(只)	54	3.4
总市值(亿元)	5798	2.9
流通市值(亿元)	2836	4.6
重点公司市值(亿元)	2643	1.3

### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.1	-33.0	-24.7
相对表现	-5.1	9.1	6.2

### 指数比较



### 相关报告

- 1、《电力行业6月月报-上调电价改善业绩，用电增速趋于平稳》2008/05/29
- 2、《电力行业5月月报-工业用电同比下降幅度较大》2008/05/29
- 3、《电力行业4月月报-利用小时出现回升，节能调度有望推广》2008/04/23

国家发改委7月23日再次下发文件，将对电煤限价措施扩大至全部动力煤，并将对出矿价的限价扩大到中转港口限价。但是第二道限价金牌仍然留有缺口，“原则上”带来的执行困难导致限价效果仍然有待观察。1~6月份用电量增长11.7%，比1~5月份下降0.7个百分点，工业用电增速又出现加速下降趋势。鉴于外部政策环境有所改善，政府积极推进价格改革，维持推荐水电、电网公司，建议在火电公司中报业绩风险释放之后，适当配置拥有煤炭资源的优质火电公司。

- **电煤限价发出第二道金牌，实际效果仍待观察。**7月23日国家发改委再次下发文件，进一步完善电煤价格临时干预措施。在6月19日限价文件的基础上，本次限价措施将对电煤出矿价的限价扩大到对主要港口和集散地的全部动力煤进行限价，不仅限价范围扩大，还要求各主要煤炭生产企业每月向省级价格主管部门报告电煤结算价格、热值、数量等情况。
- **用电量增速继续下降，工业用电再次出现下滑趋势。**1~6月份全国全社会用电量达到16908亿千瓦时，同比增长11.7%，增幅比2007年同期下降3.9个百分点，下降幅度加大，比1~5月份下降0.6个百分点。工业用电同比增长11%，比上年同期下降6.1个百分点，比1~5月份下降0.5个百分点。其中，轻工业用电同比增长6.6%，比上年同期下降3.8个百分点；重工业用电同比增长12.1%，比上年同期下降6.7个百分点。
- **水电利用小时增速出现回落，火电利用小时下降50小时。**水电利用小时1~6月份累计为1553小时，同比增加61小时，但比1~5月份增幅减少6小时。火电累计利用小时为2555小时，同比下降50小时，下降幅度为1.9%。
- **外部环境逐步改善，等待火电公司中报业绩风险释放。**从国家发改委第二次对电煤进行限价可以看出，政府正在帮助火电企业度过难关。鉴于外部环境正在逐步改善，我们继续推荐水电和电网公司，建议在火电公司中期业绩风险释放之后，适当配置拥有煤炭资源和水火均衡的优质火电公司。

### 重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
长江电力	14.65	0.60	0.51	0.53	28.7	27.6	3.4	强烈推荐A
华能国际	6.50	0.50	0.07	0.25	92.9	26.0	1.8	审慎推荐A
国电电力	6.36	0.34	0.10	0.23	63.6	27.7	2.6	审慎推荐A
深圳能源	8.76	0.73	0.45	0.50	19.5	17.5	1.7	审慎推荐A
文山电力	12.09	0.31	0.43	0.53	28.1	22.8	4.7	审慎推荐A
桂冠电力	6.19	0.24	0.23	0.30	26.9	20.6	2.4	审慎推荐B
国投电力	7.01	0.63	0.18	0.33	38.9	21.2	1.8	审慎推荐B
广州控股	5.89	0.53	0.28	0.33	21.0	17.8	1.4	审慎推荐B

资料来源：招商证券

## 正文目录

一、电煤限价发出第二道金牌，实际效果仍待观察.....	4
1、限价范围扩大到主要港口全部动力煤价格 .....	4
2、信息公开应有一定效果 .....	4
3、限价令仍然具有不确定性，效果仍然有待观察 .....	4
二、用电增速趋于平稳，利用小时出现回升.....	5
1、1~6 月份用电量增长 11.7%，比上月下降 0.7 百分点 .....	5
2、工业用电增速再次出现下滑趋势 .....	5
3、主要用电省份增速稳定 .....	6
4、南方电网用电负荷增长仍然最快 .....	6
5、1~6 月份全国发电量同比增长 12.9% .....	7
6、主要发电大省发电增速下降 .....	7
7、全国平均利用小时 1~6 月份累计下降 52 小时 .....	8
8、全国平均利用小时 6 月份单月下降 17 小时 .....	8
9、海南、安徽、新疆利用小时同比增加较多 .....	9
三、细分行业分析.....	10
1、水电利用小时出现回落 .....	10
2、甘肃、河南、山西、青海等省水电利用小时较高 .....	10
3、火电利用小时下降 50 小时，降幅减小 .....	11
4、宁夏、甘肃、吉林、辽宁等省火电利用小时较高 .....	11
5、供电煤耗同比下降 10 克，降幅为 2.81% .....	12
6、直供电厂发电耗煤 5.46 亿吨，增长 12.8% .....	12
7、秦皇岛煤价继续上涨，涨幅接近 90% .....	13
四、等待中报业绩风险释放.....	14

**图表目录**

图 1: 1~6 月份各产业用电量增速比较 .....	5
图 2: 1~6 月份工业用电量增速比较 .....	5
图 3: 1~6 月份各省用电量及增速比较 .....	6
图 4: 1~6 月份各区域电网用电负荷及增速比较 .....	6
图 5: 1~6 月份不同类型发电机组发电量增速比较 .....	7
图 6: 1~6 月份各省发电量和增速比较 .....	7
图 7: 1~6 月份全国累计利用小时变动情况 .....	8
图 8: 1~6 月份全国逐月利用小时变动情况 .....	8
图 9: 1~6 月份各省累计利用小时和增速比较 .....	9
图 10: 1~6 月份全国水电利用小时变动情况 .....	10
图 11: 1~6 月份各省水电利用小时变动情况 .....	10
图 12: 1~6 月份全国火电利用小时变动情况 .....	11
图 13: 1~6 月份各省火电利用小时变动情况 .....	11
图 14: 1~6 月份火电供电煤耗变动情况 .....	12
图 15: 1~6 月份全国直供电厂耗煤情况 .....	12
图 16: 秦皇岛动力煤价格变动情况 .....	13
图 17: 秦皇岛大同优混平均价格比较 .....	13
表 1: 重点公司盈利预测和投资评级 .....	14
附表 1: 重点电力上市公司盈利性指标比较 .....	15
附表 2: 重点电力上市公司盈利性指标比较 .....	15
附表 3: 重点电力上市公司成长性指标比较 .....	16
附表 4: 重点电力上市公司电价、成本、毛利、净利指标比较 .....	16
附表 5: 香港上市电力公司估值比较 .....	17
附表 6: 国外上市电力公司估值比较 .....	17

## 一、电煤限价发出第二道金牌，实际效果仍待观察

7月23日国家发改委再次下发文件，进一步完善电煤价格临时干预措施。6月19日发改委下文对电煤出矿价进行限价，但是此后以秦皇岛为代表的电煤价格仍然大幅上涨。本次限价措施将电煤出矿价进行限价扩大到对主要港口和集散地动力煤进行限价，限价范围扩大，并且要求各主要煤炭生产企业每月向省级价格主管部门报告电煤结算价格、热值、数量等情况。

### 1、限价范围扩大到主要港口全部动力煤价格

在6月19日对电煤的限价措施中，主要针对合同电煤出矿价（车板价）进行限制。而在7月23日的文件中，对限价范围有两个扩大：

- **限价地区扩大到主要中转港口。**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，并且明确规定5500大卡动力煤含税最高平仓价秦皇岛港为860元/吨、天津港为840元/吨、唐山港为850元/吨。
- **限价煤种扩大到全部动力煤。**新文件堵住了6月19日文件中的一个漏洞，对港口全部动力煤进行限价，使中间商不能再将电煤以“其他动力煤”的名义提价，规避6月19日文件的限价措施。

### 2、信息公开应有一定效果

煤炭行业长期以来存在着统计信息不全面的问题，导致产量数据失真，影响政府决策。7月23日的文件要求：

- 各产煤省（区、市）价格主管部门要掌握主要煤炭生产企业6月19日及之前重点合同和非重点合同电煤结算价格、热值等，作为煤炭生产企业执行限价的依据。
- 自8月初起，各主要煤炭生产企业须每月向省级价格主管部门或其授权机构报告电煤结算价格、热值、数量等情况。

我们认为信息公开是进行监管的重要手段之一，只要做到公开透明，就容易找到涨价动力，并有针对性地采取措施。

### 3、限价令仍然具有不确定性，效果仍然有待观察

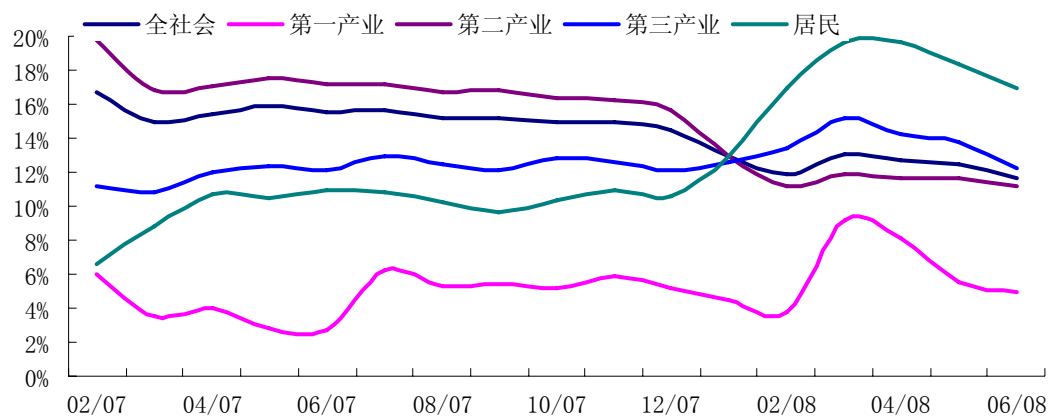
文件要求煤炭生产经营企业“原则上”不得在港口变更重点合同收货人，不得将重点合同电煤交给关联销售公司销售，转变为市场电煤或其他用煤，这就为煤炭企业留下运作空间。我们判断，因为文件限价并不坚决，对中转港口的限价实际效果仍然有待观察。

## 二、用电增速趋于平稳，利用小时出现回升

### 1、1~6 月份用电量增长 11.7%，比上月下降 0.7 个百分点

1~6 月份全国全社会用电量达到 16908 亿千瓦时，同比增长 11.7%，增幅比 2007 年同期下降 3.9 个百分点，比上月下降 0.7 个百分点。其中，第一产业用电增速维持回调，为 5.0%；第二产业用电同比增长 11.1%，比上月下降 0.5 个百分点；第三产业增速为 12.3%；居民用电增速为 16.9%。

图1：1~6月份各产业用电量增速比较

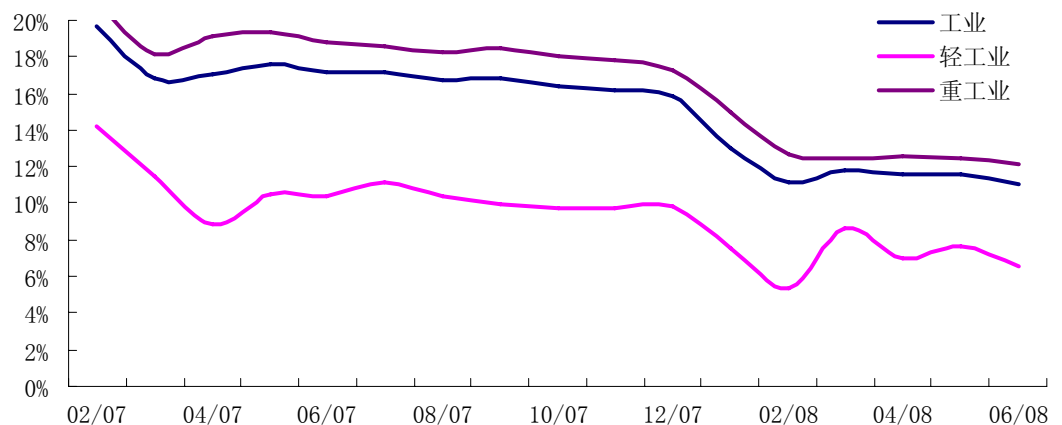


资料来源：国家统计局，招商证券

### 2、工业用电增速再次出现下滑趋势

1~6 月份全国工业用电同比增长 11.1%，比上月下降 0.5 个百分点，比上年同期下降 6.1 个百分点。其中，轻工业用电同比增长 6.6%，比上年同期下降 3.8 个百分点；重工业用电同比增长 12.1%，比上年同期下降 6.7 个百分点，比上月下降 0.3 个百分点。在 1~5 月份增速区域收敛时候，6 月份增速再次出现较大幅度下滑。

图2：1~6月份工业用电量增速比较



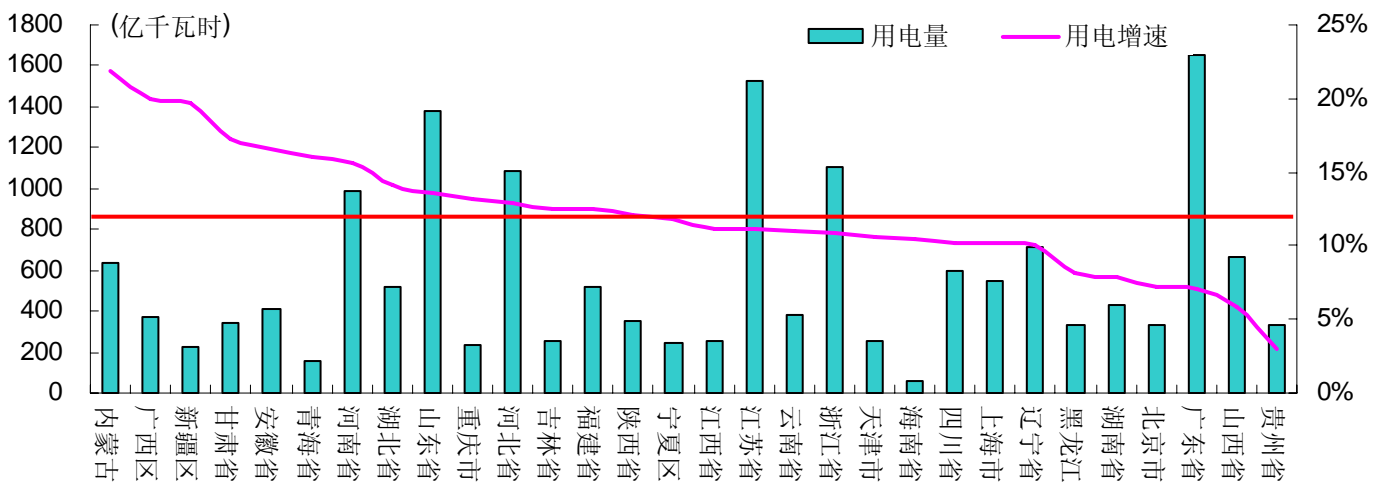
资料来源：国家统计局，招商证券

### 3、主要用电省份增速稳定

从各省的用电量增长情况来看，用电量同比增速超过全国平均水平（11.7%）的省份依次为：内蒙古（21.9%）、广西（19.9%）、新疆（19.7%）、甘肃（17.3%）、安徽（16.5%）、青海（16.1%）、河南（15.6%）、湖北（14.1%）、山东（13.6%）、重庆（13.2%）、河北（13.0%）、吉林（12.6%）、福建（12.56%）、山西（12.1%）、宁夏（11.8%）。

内蒙古和广西仍然是全国用电需求增长最为旺盛的地区，增速超过或接近 20%。新疆虽然基数较低，但是增长速度突出。主要用电大省江苏、浙江、广东用电量增速低于全国水平，建议关注。

图3：1~6月份各省用电量及增速比较

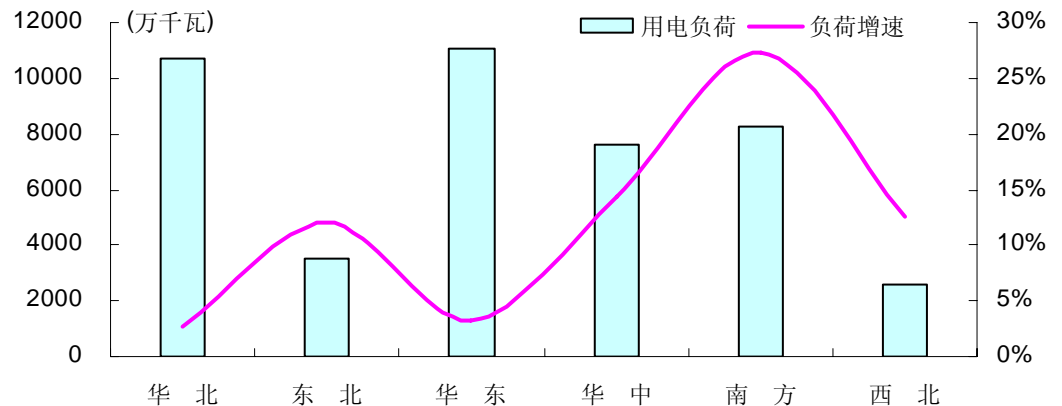


资料来源：国家统计局，招商证券

### 4、南方电网用电负荷增长仍然最快

截至6月份，全国最高用电负荷4.43亿千瓦，华东电网用电负荷依然最高，其次为华北电网。全国最高用电负荷同比增长10.3%，比1~5月份已经有所下降。在各区域电网中，南方电网用电负荷增长依然保持最快，增速达到27.4%。

图4：1~6月份各区域电网用电负荷及增速比较



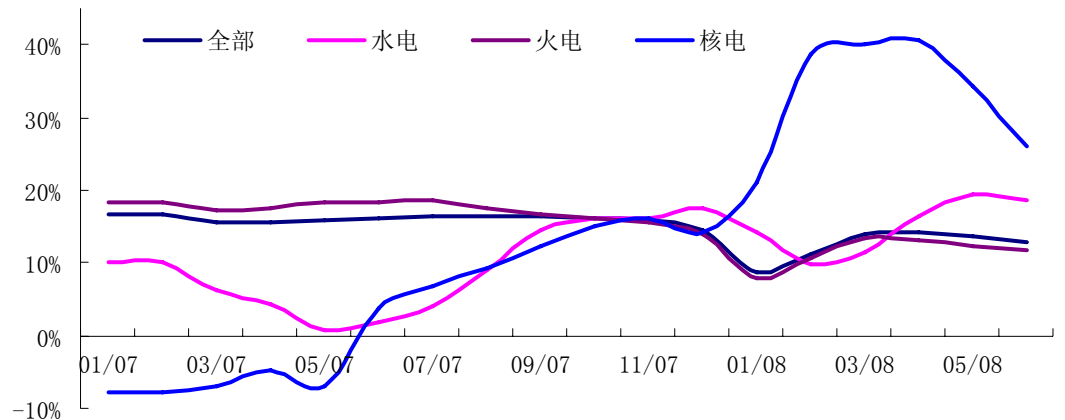
资料来源：国家统计局，招商证券

## 5、1~6 月份全国发电量同比增长 12.9%

1~6 月份全国发电量 16803 亿千瓦时，同比增长 12.9%，比上月增速下降 0.8 个百分点。

- 核电发电量增速仍为最高，累计增速为 25.9%，由于基数增加，增幅开始回落；
- 水电发电量增速达到 18.5%，虽然比上月下降 1 个百分点，但总体增速仍然较高；
- 火电发电量增速为 11.7%，同比下降 6.6 个百分点，环比下降 0.6 个百分点。

图5：1~6 月份不同类型发电机组发电量增速比较

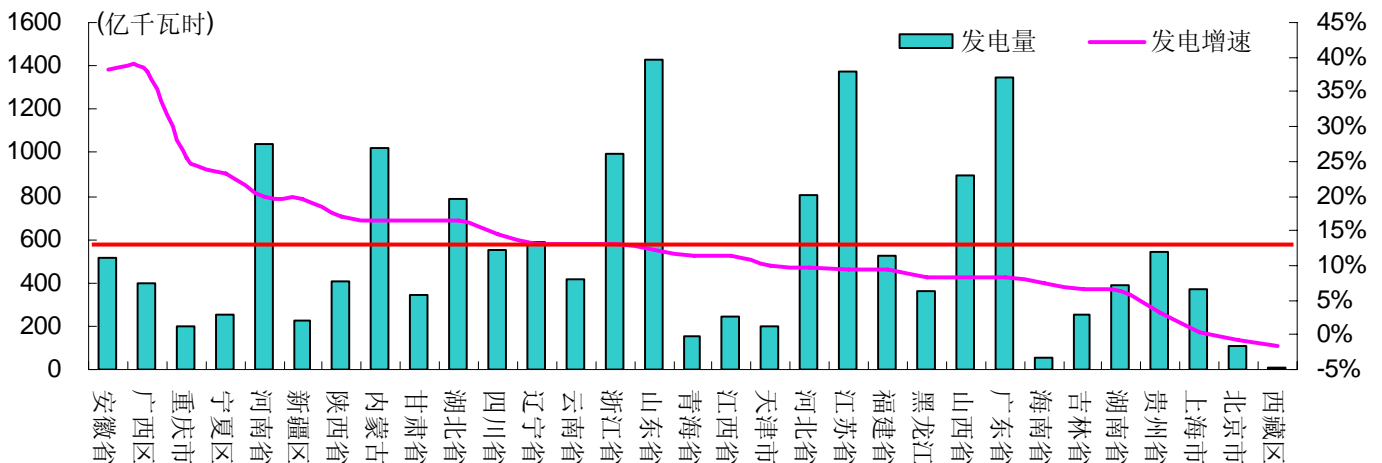


资料来源：国家统计局，招商证券

## 6、主要发电大省发电增速下降

发电量增长最快的依然是安徽和广西，发电量增速分别达到 38.3% 和 37.9%，但是增速有所回落。在主要用电大省中，广东、江苏、山西、河北的发电量增速略低于全国平均水平。

图6：1~6 月份各省发电量和增速比较

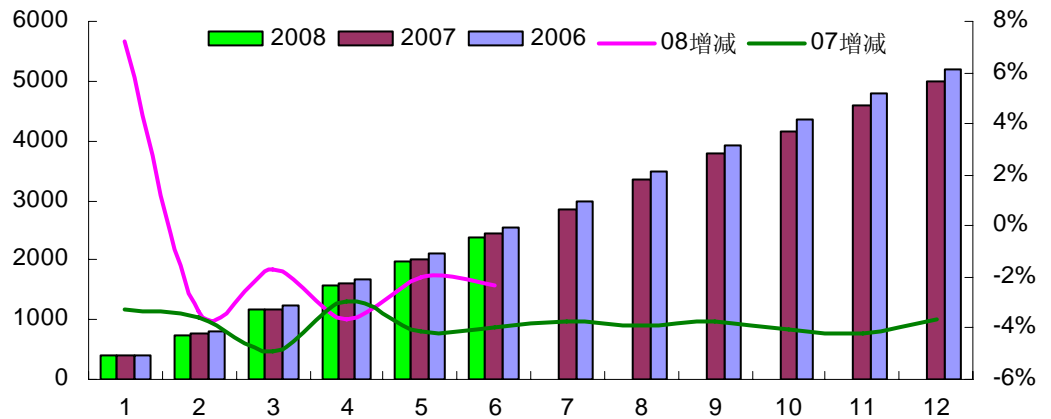


资料来源：国家统计局，招商证券

## 7、全国平均利用小时 1~6 月份累计下降 52 小时

1~6 月份全国全部机组累计利用小时为 2380 小时，比上年同期下降 52 小时，下降幅度为 2.34%，降幅比 1~5 月份增加 0.4 个百分点。与 1~5 月份累计下降 39 小时相比，累计降幅增加 13 小时。

图7：1~6月份全国累计利用小时变动情况



资料来源：国家统计局，招商证券

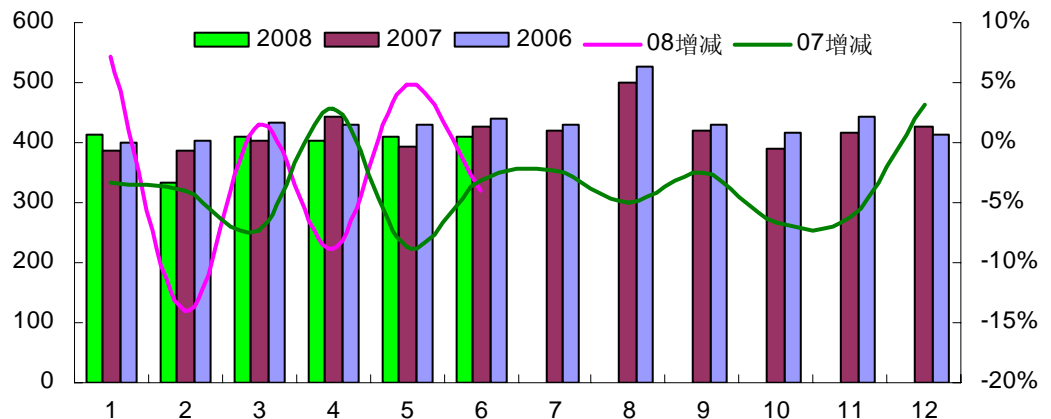
## 8、全国平均利用小时 6 月份单月下降 17 小时

6 月份机组平均利用小时减少 17 小时，下降幅度为 3.99%。相比较而言，5 月份发电利用小时同比增加 19 小时，同比增加 4.85%。

08 年以来，利用小时逐月波动的特征非常明显，利用小时增减与上年利用小时基数关系很大。进入“迎峰度夏”之后，机组利用小时的变动方向非常重要，基本上决定了全年的利用小时变化趋势。

按照我们的判断，08 年上半年利用小时会小幅度的下降，而下半年利用小时将出现回升，全年与 07 年利用小时持平。迎峰度夏期间的利用小时变动情况对全年利用小时影响较大。

图8：1~6月份全国逐月利用小时变动情况



资料来源：国家统计局，招商证券



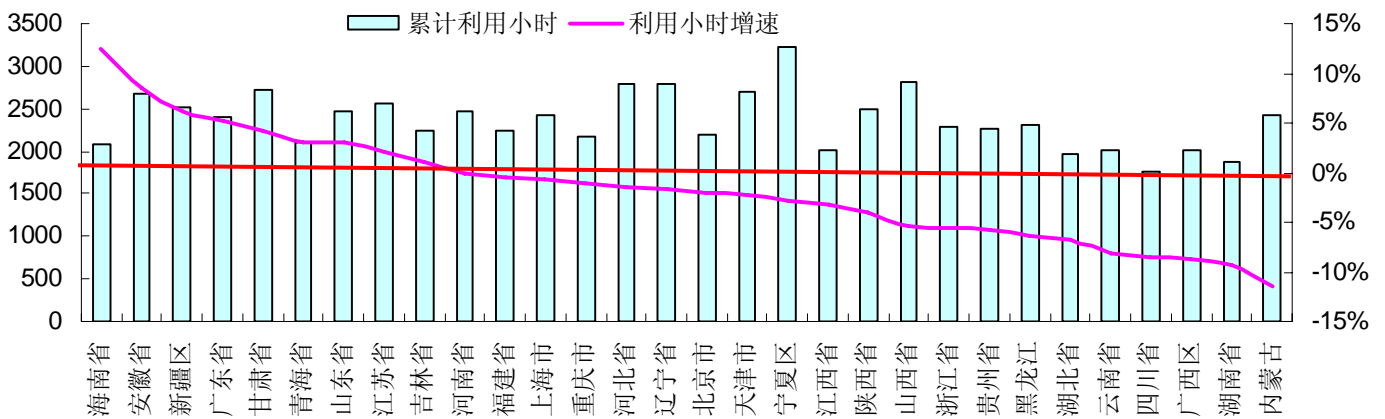
## 9、海南、安徽、新疆利用小时同比增加较多

1~6月份，利用小时保持上升的省份有海南、安徽、新疆、广东、甘肃、青海、山东、江苏、吉林等省和自治区。利用小时增速超过5%的省份有海南（12.4%）、安徽省（8.52%）、新疆（6.27%）和广东省（5.26%）。

超过全国平均利用小时（2380）的省份主要有：宁夏（3224）、山西（2810）、辽宁（2790）、河北（2787）、甘肃（2711）、天津（2704）、安徽（2679）、江苏（2570）、新疆（2525）、陕西（2502）、河南（2476）、山东（2474）、上海（2435）、内蒙古（2427）、广东（2410）。

地震对四川省内发电厂的负面影响初步显现，该省1~6月份累计发电利用小时为全国最低，仅为1756小时。

图9：1~6月份各省累计利用小时和增速比较



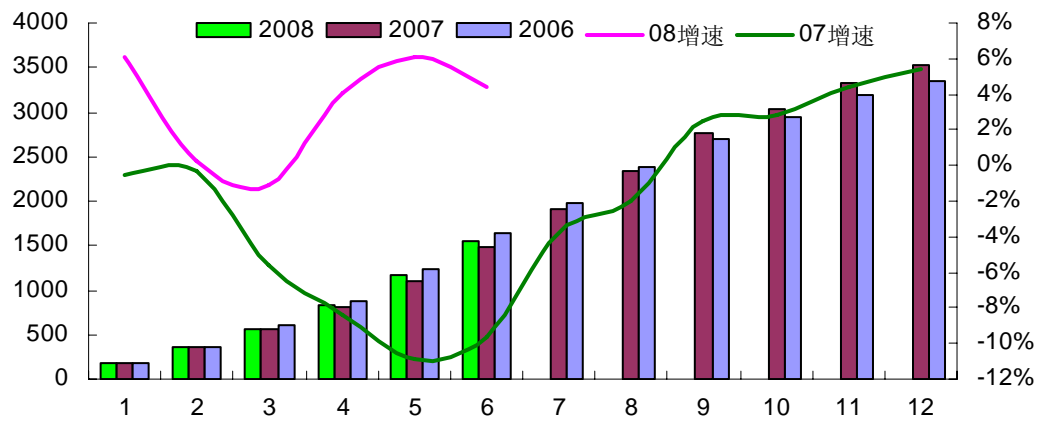
资料来源：国家统计局，招商证券

### 三、细分行业分析

#### 1、水电利用小时出现回落

水电利用小时 1~6 月份同比增加 61 小时，增幅为 4.08%。从这三年的利用小时增速来看，2007 年 5、6 月份水电利用小时下降较多，基数较低，因此 2008 年增速较高。2007 年下半年水电利用小时较高，预计 2008 年下半年水电利用小时增速会出现一定下降。

图10: 1~6月份全国水电利用小时变动情况

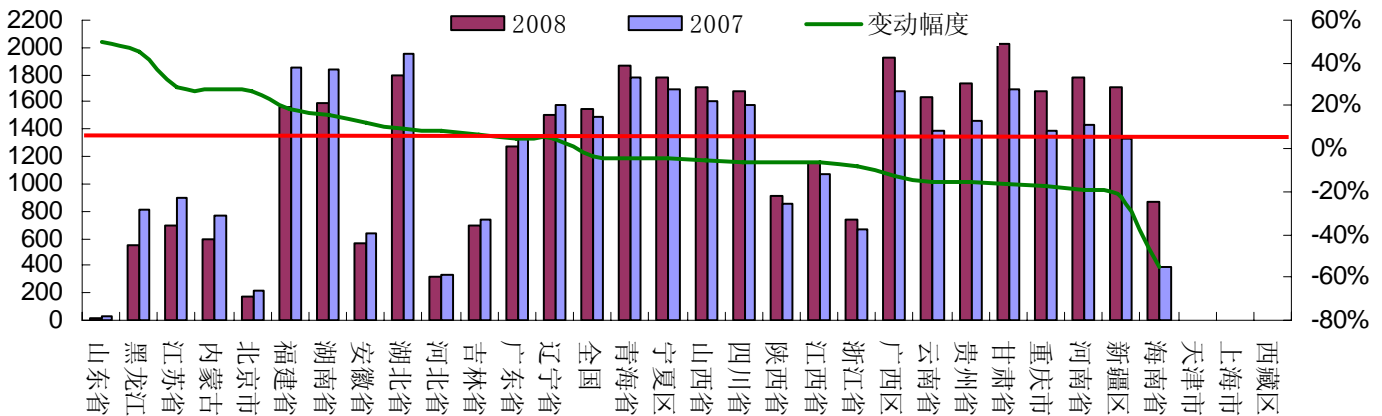


资料来源：国家统计局，招商证券

#### 2、甘肃、河南、山西、青海等省水电利用小时较高

1~6月份利用小时较高的省份主要是甘肃省(2030)、广西区(1922)、青海省(1864)。利用小时增速较快的省份主要是山东(50%)、黑龙江(45.1%)、江苏(28.5)、内蒙古(28%)等。

图11: 1~6月份各省水电利用小时变动情况

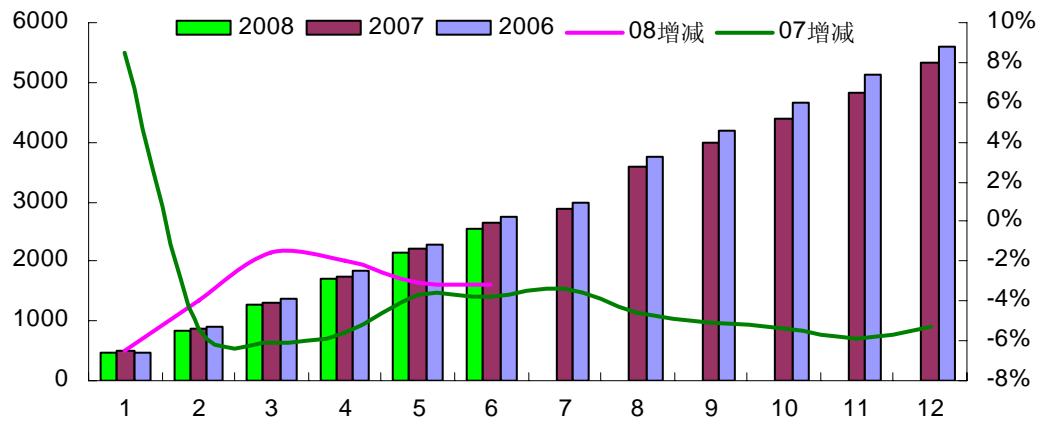


资料来源：国家统计局，招商证券

### 3、火电利用小时下降 50 小时，降幅减小

1~6 月份，全国火电累计利用小时为 2555 小时，同比下降 50 小时，与 1~5 月份同比下降 67 小时相比，降幅有所减小，仅为 1.9%。随着迎峰度夏用电高峰的到了，预计火电利用小时会有所回升。

图12: 1~6月份全国火电利用小时变动情况



资料来源：国家统计局，招商证券

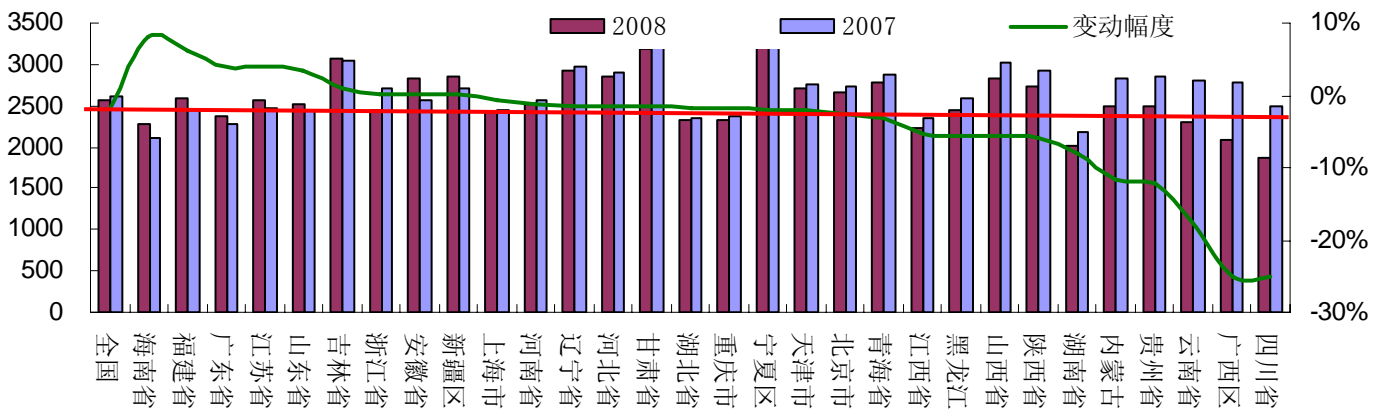
### 4、宁夏、甘肃、吉林、辽宁等省火电利用小时较高

1~6 月份，全国火电利用小时最高的几个省份是：宁夏（3414）、甘肃（3180）、吉林（3070）、辽宁（2921）、河北（2864）。

利用小时增速较多的省份是：海南（8.2%）、福建（6.2%）、广东（4.1%）、江苏（4%）、山东（3.5%）。

利用小时下降较快的省份是：四川（-25.1%）、广西（-24.9%）、云南（-17.6%）、贵州（-12.2%）、内蒙古（-11.7%）。

图13: 1~6月份各省火电利用小时变动情况



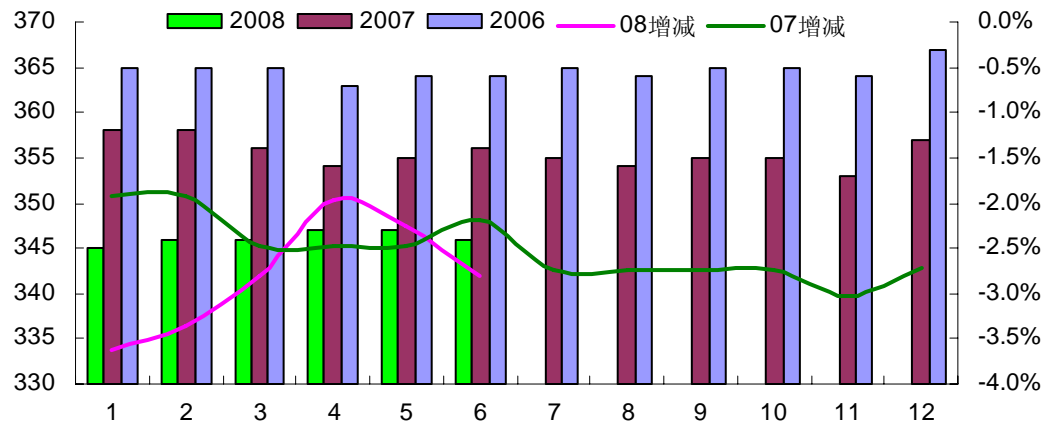
资料来源：中电联，招商证券

## 5、供电煤耗同比下降 10 克，降幅为 2.81%

1~6 月份，全国火电机组供电煤耗平均下降 10 克/千瓦时，比 1~5 月份多下降 2 克/千瓦时，降幅为 2.81%。

1~6 月份又出现下降趋势，我们判断，由于 6 月份以来煤价涨幅巨大，一些小火电机组无法承受高成本压力，主动进行停机，发电机组以大型机组为主，因此煤耗下降较多。但是总体来看，全国平均供电煤耗已经基本趋于稳定，如果煤价下降，小火电机组重新发电，单位供电煤耗可能出现反弹。

图14: 1~6月份火电供电煤耗变动情况

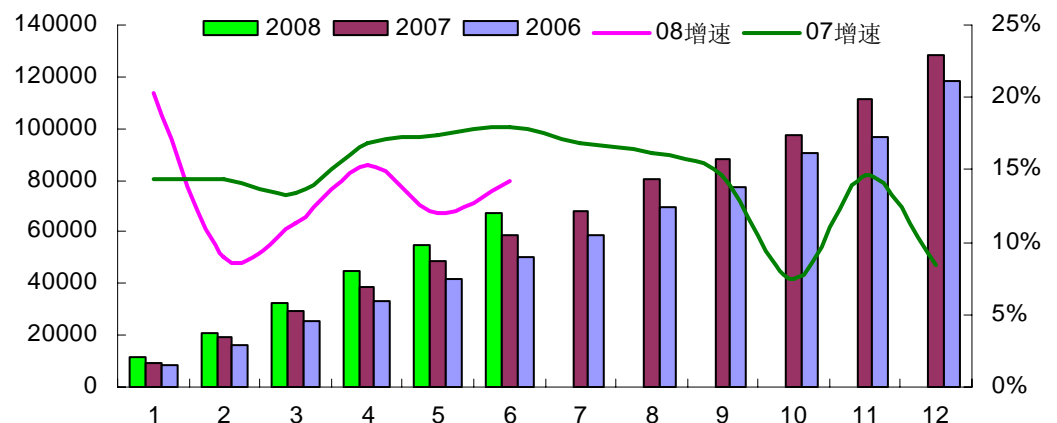


资料来源：国家统计局，招商证券

## 6、直供电厂发电耗煤 5.46 亿吨，增长 12.8%

1~6 月份，全国直供电厂累计耗用原煤 6.75 亿吨，同比增加 8390 万吨，增幅为 14.2%，比 1~5 月份增加 2.2 个百分点。

图15: 1~6月份全国直供电厂耗煤情况



资料来源：中电联，招商证券

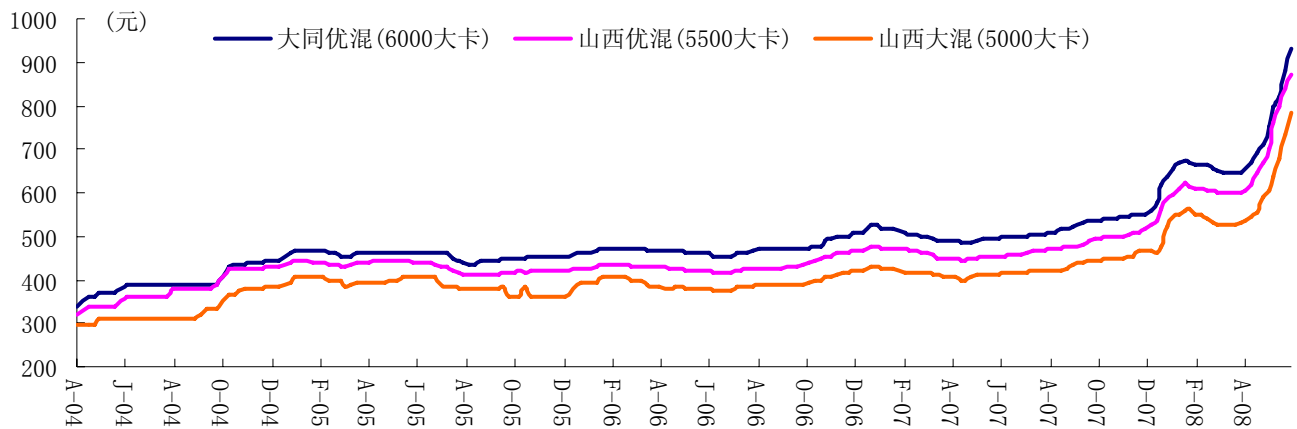
## 7、秦皇岛煤价继续上涨，涨幅接近 90%

截至到 2008 年 7 月 21 日，秦皇岛 6000 大卡以上的大同优混最高售价达到 1080 元/吨，5500 大卡以上的山西优混最高售价达到 1010 元/吨，5000 大卡以上的山西大混最高售价达到 900 元/吨，均创出历史新高。

与 2007 年底价格相比：

- 大同优混价格上涨 520 元/吨，涨幅为 89%；
- 山西优混价格上涨 485 元/吨，涨幅为 87%；
- 山西大混价格上涨 435 元/吨，涨幅为 87%。

图16: 秦皇岛动力煤价格变动情况

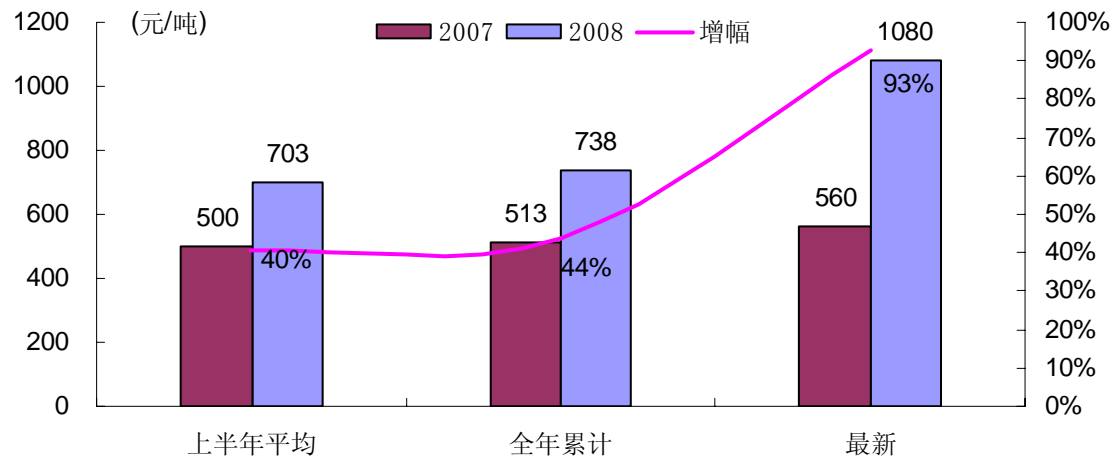


资料来源：中国煤炭市场网，招商证券

以秦皇岛大同优混为例，平均煤价涨幅也非常巨大：

- 上半年平均煤价 703 元/吨，涨幅为 40%；
- 今年以来平均煤价 738 元/吨，涨幅为 44%；
- 最新价与去年年底价格相比上涨 520 元/吨，涨幅为 93%。

图17: 秦皇岛大同优混平均价格比较



资料来源：中电联，招商证券

## 四、等待中报业绩风险释放

我们判断，火电类上市公司上半年的业绩压力较大，已经进行业绩预告的华能国际、华电国际亏损已成定局。成本承受能力较强的国电电力、大唐发电处在亏损边缘，在6、7月份电煤价格再次大幅上涨以后，下半年的经营压力更大。

我们判断，由于信息的不对称和二级市场对火电公司业绩下降幅度的预期不足，在8月份大型火电公司半年报密集发布期间，股价应该还会向下修正，我们建议投资者规避此类风险。

**重点推荐业绩不受煤炭价格上涨的水电公司和电网公司。**火电类公司尽管今年业绩较差，但是考虑到外部环境正在逐步改善，建议在中报业绩风险释放之后，适当配置拥有煤炭资源、水火电相对均衡的公司。

- **业绩不受煤炭价格上涨影响的水电公司：**重点推荐长江电力，维持强烈推荐评级。桂冠电力虽然受火电拖累业绩，而且四川金龙潭、天龙湖水电受到地震影响业绩下降，但是水电资源价值较高，弹性较大，维持审慎推荐评级。
- **电网公司受益价格上调，景气度提升。**重点推荐文山电力，购售电差价扩大，售电量稳步增长，业绩提升有保证。
- **拥有煤炭资源的公司。**审慎推荐国电电力。国电电力既拥有水电资源，又有煤炭资源储备，产业链相对均衡，但是前期涨幅较大，目前估值不低，仍维持审慎推荐的评级。广州控股成为“珠三角综合能源供应商”战略正在逐步实施，抗风险能力较强，给予审慎推荐的评级。

**表1：重点公司盈利预测和投资评级**

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
长江电力	14.65	0.60	0.51	0.53	28.7	27.6	3.4	强烈推荐 A
华能国际	6.50	0.50	0.07	0.25	92.9	26.0	1.8	审慎推荐 A
国电电力	6.36	0.34	0.10	0.23	63.6	27.7	2.6	审慎推荐 A
深圳能源	8.76	0.73	0.45	0.50	19.5	17.5	1.7	审慎推荐 A
文山电力	12.09	0.31	0.43	0.53	28.1	22.8	4.7	审慎推荐 A
桂冠电力	6.19	0.24	0.23	0.30	26.9	20.6	2.4	审慎推荐 B
国投电力	7.01	0.63	0.18	0.33	38.9	21.2	1.8	审慎推荐 B
广州控股	5.89	0.53	0.28	0.33	21.0	17.8	1.4	审慎推荐 B
金山股份	8.32	0.33	0.34	0.57	24.5	14.6	3.6	审慎推荐 B
华电国际	4.39	0.20	0.03	0.12	146.3	36.6	1.8	中性 A
粤电力 A	6.31	0.30	0.03	0.15	210.3	42.1	1.8	中性 B

资料来源：招商证券

附表1: 重点电力上市公司盈利性指标比较

	销售毛利率			销售净利率			营业利润率			期间费用率		
	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1
<b>火电</b>												
深圳能源	28%	27%	23%	20%	19%	12%	22%	20%	15%	5%	7%	6%
粤电力 A	25%	21%	11%	11%	8%	0%	16%	12%	1%	8%	9%	9%
宝新能源	40%	40%	33%	26%	26%	65%	26%	27%	76%	12%	10%	14%
华能国际	24%	19%	9%	15%	13%	2%	18%	14%	2%	7%	7%	7%
上海电力	15%	13%	4%	8%	9%	-6%	9%	8%	-6%	9%	10%	13%
华电国际	20%	19%	11%	9%	8%	0%	13%	9%	0%	7%	10%	11%
广州控股	20%	21%	17%	17%	19%	10%	21%	27%	13%	3%	4%	3%
金山股份	33%	34%	30%	15%	12%	11%	20%	17%	14%	15%	18%	18%
申能股份	23%	28%	23%	22%	29%	26%	27%	36%	31%	4%	4%	3%
国电电力	22%	25%	15%	13%	15%	5%	15%	17%	7%	9%	9%	10%
内蒙华电	10%	11%	5%	6%	6%	-6%	7%	6%	-6%	7%	10%	14%
国投电力	26%	25%	16%	15%	14%	6%	17%	16%	7%	10%	12%	11%
大唐发电	30%	28%	22%	15%	13%	7%	20%	18%	8%	9%	9%	12%
<b>水电</b>												
桂冠电力	28%	33%	15%	15%	15%	-11%	15%	15%	-10%	13%	16%	23%
长江电力	70%	70%	43%	51%	62%	23%	67%	79%	20%	14%	13%	25%
<b>热电</b>												
滨海能源	22%	15%	13%	6%	1%	4%	11%	3%	6%	8%	11%	7%
京能热电	18%	19%	22%	9%	12%	11%	13%	14%	15%	5%	4%	6%
<b>电网</b>												
郴电国际	18%	23%	6%	-1%	8%	-109%	1%	10%	-10%	15%	12%	17%
文山电力	34%	32%	30%	13%	14%	13%	16%	16%	13%	17%	15%	17%
全行业均值	27%	26%	18%	15%	16%	3%	19%	19%	10%	9%	10%	12%
全行业中值	24%	25%	16%	15%	13%	6%	16%	16%	7%	9%	10%	11%

资料来源: 招商证券

附表2: 重点电力上市公司盈利性指标比较

	ROE			ROA			ROIC		
	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1
<b>火电</b>									
深圳能源	17%	17%	2%	14%	11%	2%	13%	9%	1%
粤电力 A	9%	8%	0%	8%	7%	1%	5%	4%	0%
宝新能源	41%	14%	7%	13%	11%	5%	11%	9%	4%
华能国际	14%	13%	1%	10%	8%	1%	7%	6%	0%
上海电力	6%	7%	-2%	6%	5%	0%	3%	3%	-1%
华电国际	9%	9%	0%	6%	5%	1%	3%	2%	0%
广州控股	9%	13%	1%	11%	15%	2%	7%	10%	1%
金山股份	10%	12%	4%	5%	9%	2%	2%	3%	1%
申能股份	17%	14%	3%	14%	13%	3%	12%	10%	2%
国电电力	13%	15%	1%	7%	8%	1%	4%	5%	0%
内蒙华电	5%	5%	-3%	4%	4%	1%	1%	1%	-1%
国投电力	19%	19%	2%	11%	10%	1%	4%	4%	1%
大唐发电	14%	13%	2%	8%	9%	1%	4%	4%	0%
<b>水电</b>									
桂冠电力	10%	10%	-2%	7%	8%	0%	3%	3%	0%
长江电力	16%	15%	1%	14%	15%	1%	9%	10%	0%
<b>热电</b>									
滨海能源	10%	1%	2%	6%	4%	2%	2%	0%	1%
京能热电	9%	12%	3%	10%	10%	3%	9%	9%	2%
<b>电网</b>									
郴电国际	-10%	9%	-57%	2%	9%	-11%	-3%	3%	-16%
文山电力	14%	20%	4%	10%	13%	3%	7%	11%	2%
全行业均值	12%	12%	-2%	9%	9%	1%	6%	6%	0%
全行业中值	10%	13%	1%	8%	9%	1%	4%	4%	0%

资料来源: 招商证券

附表3: 重点电力上市公司成长性指标比较

	主营业务收入 (亿元)			净利润 (亿元)			主营业务收入增长率			净利润增长率		
	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1	2006	2007	08Q1
<b>火电</b>												
深圳能源	94.1	103.6	27.1	18.9	19.4	3.3	36%	10%	54%	33%	3%	-15%
粤电力 A	87.3	103.9	29.9	9.2	8.3	0.1	5%	19%	30%	8%	-10%	-97%
宝新能源	10.1	12.8	2.6	2.6	3.3	1.7	72%	27%	-45%	217%	26%	31%
华能国际	444.3	504.3	135.3	68.2	64.2	2.3	10%	14%	21%	22%	-6%	-83%
上海电力	78.8	77.9	22.1	6.2	7.0	(1.4)	5%	-1%	8%	8%	13%	-186%
华电国际	147.8	204.9	64.8	13.7	15.5	0.3	11%	39%	55%	24%	13%	-92%
广州控股	60.8	71.5	18.2	10.6	13.9	1.8	-3%	18%	43%	15%	31%	-67%
金山股份	6.7	15.2	4.6	1.0	1.8	0.5	96%	128%	35%	81%	81%	-20%
申能股份	88.7	82.6	24.5	19.7	24.3	6.5	11%	-7%	14%	25%	23%	-12%
国电电力	145.3	174.7	43.8	18.5	25.4	2.3	32%	20%	47%	21%	38%	-44%
内蒙华电	64.9	68.2	17.1	3.9	3.8	(1.0)	25%	5%	7%	55%	-4%	-210%
国投电力	62.1	66.5	17.9	9.6	9.2	1.0	103%	7%	5%	46%	-4%	-65%
大唐发电	249.0	328.3	83.5	37.5	44.1	5.7	38%	32%	10%	24%	18%	-47%
<b>水电</b>												
桂冠电力	32.5	33.6	6.6	4.8	5.1	(0.7)	26%	3%	-9%	61%	6%	-255%
长江电力	70.5	87.4	10.9	36.2	53.7	2.5	-3%	24%	0%	8%	49%	-36%
<b>热电</b>												
滨海能源	3.6	3.9	1.6	0.2	0.1	0.1	11%	8%	22%	-37%	-73%	56%
京能热电	15.3	16.4	4.7	1.4	1.9	0.5	-1%	7%	-7%	6%	34%	-27%
<b>电网</b>												
郴电国际	10.2	13.5	2.4	(0.1)	1.1	(2.6)	23%	32%	-13%	-115%	-1112%	-1191%
文山电力	6.0	8.7	2.0	0.8	1.3	0.3	28%	46%	30%	-1%	64%	221%
全行业均值	88.3	104.1	27.4	13.8	16.0	1.2	18%	18%	22%	22%	15%	-64%
全行业中值	64.9	71.5	17.9	9.2	8.3	0.5	4%	10%	12%	39%	-10%	-76%

资料来源: 招商证券

附表4: 重点电力上市公司电价、成本、毛利、净利指标比较

	上网电价 (元/千瓦时)			发电成本 (元/千瓦时)			度电毛利 (元/千瓦时)			度电净利 (元/千瓦时)		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
<b>火电</b>												
深圳能源	0.459	0.671	0.542	0.290	0.414	0.337	0.103	0.159	0.127	0.081	0.115	0.087
粤电力 A	0.399	0.404	0.452	0.259	0.258	0.305	0.082	0.086	0.081	0.035	0.036	0.031
宝新能源	0.565	0.575	0.584	0.451	0.289	0.299	0.033	0.203	0.199	0.093	0.145	0.176
华能国际	0.313	0.325	0.339	0.209	0.211	0.235	0.058	0.066	0.055	0.037	0.043	0.037
上海电力	0.388	0.371	0.428	0.284	0.270	0.317	0.047	0.046	0.049	0.026	0.025	0.033
华电国际	0.332	0.329	0.341	0.218	0.224	0.235	0.066	0.057	0.056	0.024	0.026	0.022
广州控股	0.400	0.412	0.572	0.226	0.228	0.343	0.116	0.124	0.146	0.105	0.127	0.173
金山股份	0.317	0.417	0.384	0.189	0.239	0.217	0.082	0.118	0.111	0.044	0.054	0.039
申能股份	0.323	0.132	0.080	0.201	0.085	0.050	0.076	0.028	0.019	0.092	0.048	0.062
国电电力	0.276	0.337	0.311	0.179	0.225	0.200	0.057	0.064	0.065	0.032	0.037	0.039
内蒙华电	0.220	0.256	0.278	0.168	0.196	0.213	0.020	0.022	0.025	0.009	0.013	0.013
国投电力	0.172	0.297	0.219	0.099	0.188	0.139	0.048	0.066	0.048	0.032	0.039	0.026
大唐发电		0.312	0.325		0.188	0.200		0.079	0.078		0.040	0.037
<b>水电</b>												
桂冠电力	0.295	0.306	0.292	0.188	0.189	0.168	0.065	0.073	0.082	0.029	0.038	0.038
长江电力	0.219	0.231	0.232	0.047	0.058	0.060	0.140	0.139	0.138	0.086	0.101	0.122
<b>热电</b>												
滨海能源	0.019	0.016	0.015	0.013	0.011	0.011	0.003	0.003	0.002	0.002	0.001	0.000
京能热电	0.338	0.359	0.378	0.240	0.253	0.262	0.049	0.054	0.061	0.037	0.040	0.048
<b>电网</b>												
郴电国际	0.534	0.730	0.828	0.333	0.513	0.543	0.123	0.110	0.165	0.039	-0.007	0.058
文山电力	0.318	0.341	0.364	0.176	0.193	0.213	0.096	0.099	0.098	0.045	0.038	0.045
全行业均值	0.327	0.359	0.367	0.209	0.223	0.229	0.070	0.084	0.084	0.047	0.050	0.057
全行业中值	0.321	0.337	0.341	0.205	0.224	0.217	0.065	0.073	0.078	0.037	0.039	0.039

资料来源: 招商证券

敬请阅读末页的免责声明



**附表5: 香港上市电力公司估值比较**

	股价	04EPS	05EPS	06EPS	07EPS	07PE	PB
华润电力	20.95	0.31	0.68	0.56	0.68	30.8	5.3
华能国际	6.22	0.44	0.4	0.5	0.51	12.2	1.6
大唐发电	5.51	0.44	0.46	0.54	0.58	9.5	2.2
华电国际	2.65	0.2	0.18	0.2	0.20	13.3	1.1
中国电力	2.54	0.28	0.21	0.22	0.04	63.5	1.0
香港电灯	46.95	2.65	3.61	2.89	3.15	14.9	2.3
中电控股	64.00	3.23	4.25	3.71	4.0	16.1	2.7

资料来源: 招商证券

**附表6: 国外上市电力公司估值比较**

	股价	05EPS	06EPS	07EPS	07PE	PB	上市地点
EDF	54.38	2.09	3.08	3.08	17.7	2.4	巴黎
CHUBU	2750	153	116	133	20.7	1.1	东京
TEPCO	2665	202	213	221	12.1	1.2	东京
AEP	40.97	2.08	2.54	2.73	15.0	1.6	纽约
DUKE	17.71	1.94	1.59	1.21	14.6	1.0	纽约
SO	35.37	2.29	2.14	2.30	15.4	2.2	纽约
AES	16.32	0.64	0.93	1.07	15.3	1.9	纽约
TWXO	15.6	1.33	1.19	1.98	7.9	1.6	纽约
PCG	36.46	2.34	2.76	2.78	13.1	1.5	纽约
MIR	35.99	-	6.15	1.72	20.9	7.9	纽约

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。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。

## 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

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

### 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  $\pm 5\%$  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

## 免责条款

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。