

## 二次联动仍待下月，需求强劲业绩看涨， 资产流动加速带来显著投资机会

### 电力行业 5 月月报

姚伟

陈俊华

☎ 021-62580818-847

021-62580818-683

✉ yaowei@gtjas.com

chenjunhua@gtjas.com

#### 本报告导读：

- 对二次联动最新动态进行预测分析
- 提请关注多家上市公司的资产流动带来投资机会

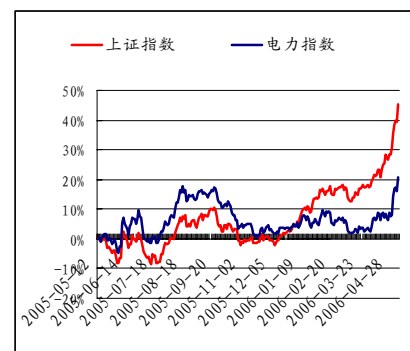
#### 投资要点：

- 近期，各方电力集团内部的资产和股权的流动已经或即将发生，其中股改、整体上市、管理层激励、定向增发、大股东增持与注资等方式均有望带来相关资产的重估，亦将带来显著投资机会；
- 一季度电力需求增速随延续了以往的回落趋势，但第一、三产业和居民用电的高速增长优化了消费结构，而一季度开始的固定资产投资反弹将滞后促进电力需求，同时一季度投产装机数量相当有限，电力行业供需仍毋需过度担忧；
- 二次煤电联动总体方案正在相关部门讨论中，预计进度较我们此前预期稍迟，可能于 6 月份出台，7 月开始实施，但上网电价调价幅度不会低于此前的预测。
- 一季度电力上市公司业绩略超预期，加息对行业利润影响微小，随着煤价的回落和电价的提升，电力行业的景气度仍将持续回升，上市公司业绩亦可看好。
- 鉴于行业内外的变化趋势，我们对关注公司的评级和目标价进行了较大调整（见正文表格），近期仍建议：
  - 增持具备竞争优势、受益于行业要素轮动的龙头企业——国电电力、G 漳电、G 长电和 G 华能；
  - 增持受到政策鼓励并可回避行业波动，具备突出竞争优势和业绩高增长特征的企业——G 金山、黔源电力和 G 宝丽华等；
  - 同时关注因管理层激励和权证可能带来相关机会的公司——G 粤电和 G 深能源等。

#### 重点公司

国电电力	增持
G 漳电	增持
G 长电	增持
G 金山	谨慎增持
G 华能	谨慎增持
G 粤电	谨慎增持
G 深能源	谨慎增持
G 华靖	谨慎增持
G 中能	谨慎增持
G 宝丽华	谨慎增持
桂冠电力	中性
G 蒙电	中性
G 上电	中性

#### 行业指数走势：



#### 相关报告：

《06 年二季度电力行业投资策略》  
-06 年 03 月

《最新电价动态简要报告》  
-06 年 04 月、5 月

《温和加息对电力行业影响较小》  
-06 年 5 月

## 资产流动：已然加速，相关公司值得重点关注

**表 1 上市公司近期资产流动动向**

公司	资产流动动因	资产流动影响	相关事件关注度
国电电力	股权结构问题解决，集团分步骤借上市公司实现整体上市	资产注入将提升公司业绩增速，并将引发存量资产的重估	100%
G 金山	酝酿定向增发，投资于优质煤电联营和资源综合利用项目	新项目逐步投产将使得公司业绩进入持续的高增长，产业地位稳固	100%
G 长电	大股东等计划增持公司股权，并结合权证融资实现对三峡机组的收购	大股东增持后机组收购计划更为明确，公司长期价值有短期实现动力	90%
G 宝利华	酝酿再融资，投资于煤矸石和其他能源项目	在建项目投产使得公司业绩爆发性增长	80%
G 粤电	公司有望实现管理层激励，大股东和上市公司的人员出现流动	大股东和上市公司的人员流动可解决治理结构问题，公司获得注资可能性增大，业绩稳定性增强	70%
G 华靖	公司增发进行中，大股东既定的注资行为得以实现	公司资产分布优化、规模提升，公司业绩稳定性大为增加，后续持续注资亦可期待	70%
华电国际	股改中集团有望实现资产的注入，整体上市有望梯上日程	资产注入使得公司资产分布优化，业绩成长和稳定性均有提升	60%
G 建投	公司增发进行中，大股东电力业务将逐步整体上市	公司资产规模提升，业绩有一定成长性，但当地市场风险使得业绩稳定性稍欠	60%
G 中能	公司增发进行中，作为上海综合能源供应商将有稳定成长	近期资产流动性稍有不足	50%
G 华能	股改中大股东已经实现对上市公司股权的增持，资产的注入顺理成章	借助融资创新，上市公司可实现对集团资产的收购，增加公司业绩的成长性	50%
G 深能源	认沽权证存在使得公司股权具有流动性，如若集团放弃海外上市可增加资产流动性	集团资产的注入将解决公司成长性不足问题	50%

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究所

众所周知，电力上市公司内在价值和重置价值均有相当低估，在我们的二季度策略报告中，我们提出电力资产的流动性将日渐增强，从而消弭电力资产和电力公司股权的折价。从近期的动态来看，在市场化并购大规模产生之前，电力集团内部的资产和股权流动已经开始大量出现，其主要形式有：

- 1) 电力集团对上市公司的注资：G 华能、G 深能源；
- 2) 结合整体上市、定向增发的注资行为和股权流动：国电电力、G 华靖、G 建投和华电国际等；
- 3) 结合权证和管理层激励的股东增持与资产注入机会：G 长电、G 粤电；

因而，我们建议密切关注主流上市公司中的资产和股权的流动带来的显著投资机会——结合股改、整体上市、管理层激励和定向增发等。

### 供需：旺盛固定资产投资与需求结构调整

随着“新农村政策”和城乡居民消费的升级，第一产业、第三产业和居民用电将保持高增速，并在整个用电结构中占据愈来愈显著的份额。06年一季度，电力需求的变动进一步验证了我们在二季度策略报告中提出的结构调整保持旺盛需求的观点：

第一产业用电增速显著提升，而随着用电主力第二产业用电增速回落，第三产业、居民用电量增速开始超过第二产业用电增速。见下表：

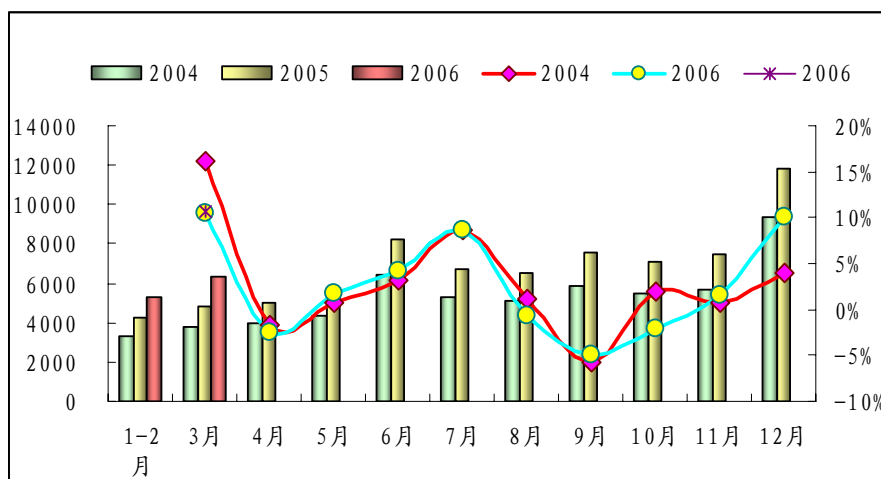
表 2 行业数据情况

指标名称	05 全年增速	06 一季度增速
发电量	12.8	11.1
水  电	19.4	15.7
火  电	11.5	10.8
核  电	3.7	-3.1
全社会用电量	13.5	11.81
第一产业用电量	7.6	11
第二产业用电量	13.4	11.3
轻工业	7.9	9.4
重工业	13.9	11.79
第三产业用电量	12.9	12.3
居民生活用电量	16.2	14.63

06 年一季度电力需求结构性增长进一步优化。

资料来源：中电联，国泰君安证券研究所

图 1：月度固定资产投资（柱体，亿元，左轴）与发电量变化趋势

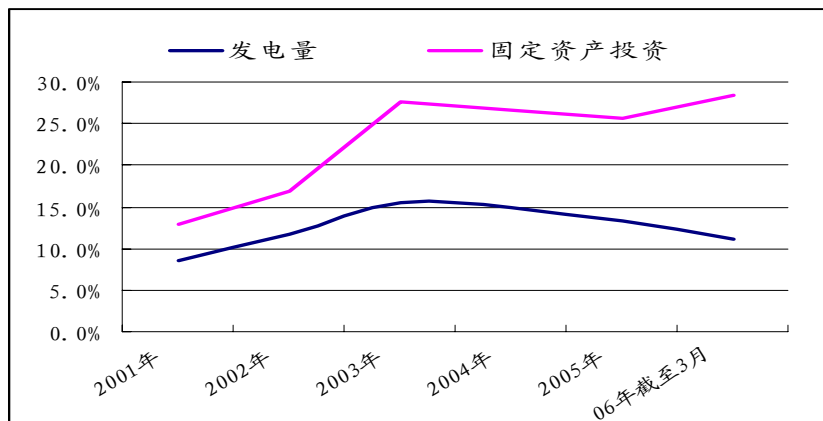


固定资产投资反弹成为电力需求增长的重要保证。

数据来源：国泰君安证券研究所

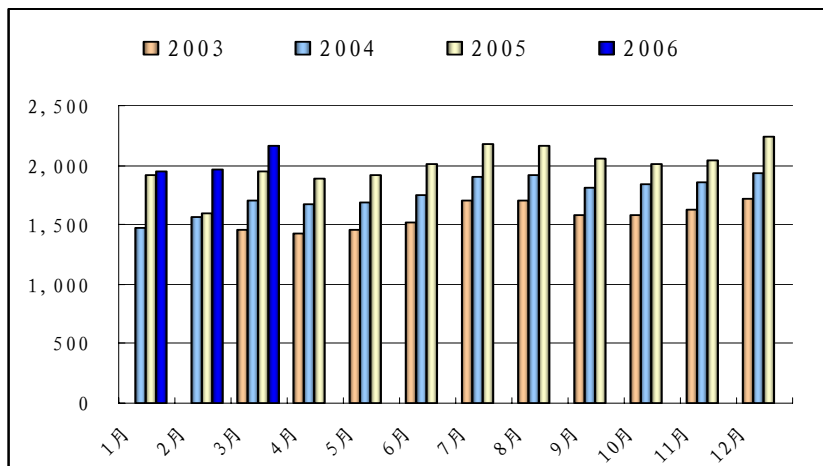
全社会固定资产投资与发电量变化速度密切相关，固定资产投资的持续增加，为电力需求提供坚实支撑。03-05 年，固定资产投资保持每年 20% 增速，06 年，谨慎预计这一比例仍在 20% 以上，下半年增速将高于上半年，可带来电力需求的进一步增长。

图 2: 年度发电量与固定资产投资增速分布



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究所

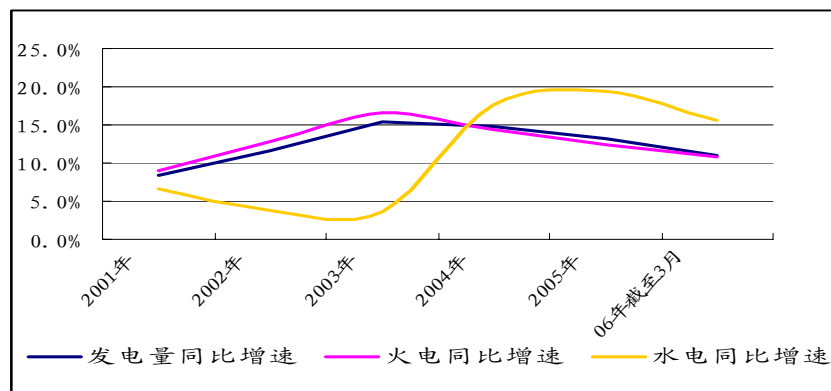
图 3: 03-06 年度全国月度发电量分布 (单位: 亿千瓦时)



数据来源: 国家电力信息网, 国泰君安证券研究所

06 年一季度月度发电量创历史新高。

图 4: 01-06 年发电量同比增速变化



数据来源: 国家电力信息网, 国泰君安证券研究所

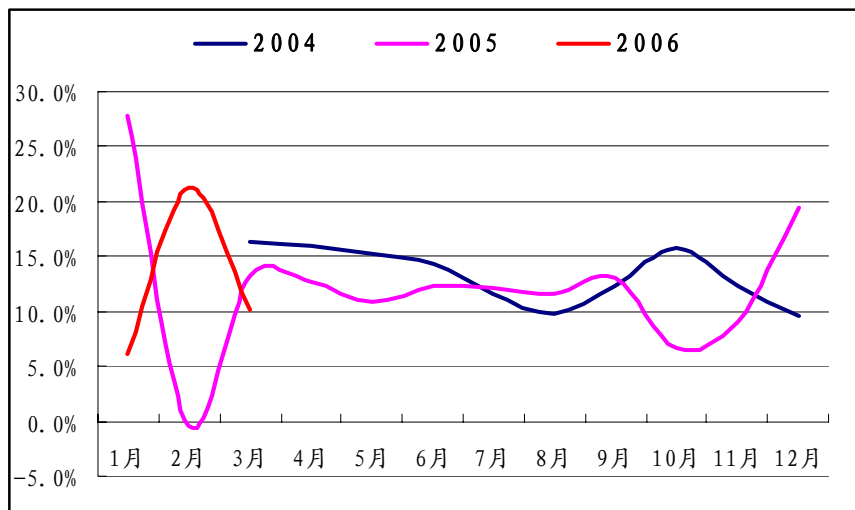
03 年过后, 水电机组扩容集中体现, 供电量快速增高, 但从总电量占比来看, 火电机组龙头地位仍将延续。

在第一、三产业和居民用电高增长的同时, 工业用电增速的回落仍将再度慢于我们的预期, 06 年主要高耗能行业用电量增速仍将维持高位, 我

们仍预测:

- 2006 年全国预测电力需求增速 11.8%左右;
- 2007 年全国预测电力需求增速 9.1%左右;

图 5: 火电机组月发电量同比增速



数据来源: 国家电力信息网, 国泰君安证券研究所

旺盛需求趋势使得我们并不担心一季度全国机组利用率 4.7% 的降幅, 另外, 06 年一季度全国新增发电产能 1199 万千瓦, 相当于原全年预计的 16%, 产能提升仍较预期为缓。

## 二次煤电联动: 电价上调, 盈利改善

二次煤电联动仍在发改委内部审核讨论之中, 预计月内可上报国务预, 我们预计其大致内容如下:

二次煤电联动可能略有推迟, 但调价幅度不会低于预期。

- ✓ 火电整体上网电价涨幅在 0.015 ~ 0.017 元/千瓦时, 各地差距较大;
- ✓ 水电企业整体上网电价涨幅在 0.003 ~ 0.007 元/千瓦时 (主要用于补偿水电库区移民发展费用);
- ✓ 老火电机组脱硫费用、可再生能源电费分摊涨 0.01 元/千瓦时左右;
- ✓ 解决电网投资回报电价涨幅在 0.003 元/千瓦时以下;
- ✓ 整体销售电价涨幅 0.025 ~ 0.026 元/千瓦时。

进度方面可能慢于我们此前预期:

- ✓ 预计调价方案将在 6 月份出台, 最晚于 7 月 1 日正式实施, 是否追溯仍待观察。

二次煤电联动的毫无疑问对电力企业和上市公司的利润有相当大的推动, 我们建议关注因电价的提升、煤价企稳回落带来的电力企业毛利率进一步回升。

**表 3: 二次联动对各企业净利润影响测算 (元/千瓦时, 税前, %)**

电价涨幅	2006 (暂计下半年)		2007	
	0.01	0.02	0.01	0.02
内蒙华电	18.2%	37.0%	15.4%	26.5%
国电电力	15.7%	30.5%	31.4%	61.6%
G 上电	13.0%	24.8%	24.1%	47.6%
华电国际	12.2%	24.4%	20.0%	35.0%
华能国际	10.3%	20.5%	17.1%	36.6%
桂冠电力	10.0%	20.0%	16.0%	22.0%
G 粤电	8.5%	17.4%	19.0%	35.4%
G 漳电	8.4%	16.6%	14.9%	30.9%
G 华靖	8.0%	15.1%	15.0%	30.4%
G 中能	5.8%	11.7%	11.7%	23.0%
深能源	5.2%	10.2%	11.9%	23.1%
G 长电	2.1%	4.0%	2.2%	7.8%

数据来源: 国泰君安证券研究所

### 一季度业绩略超预期, 加息整体影响极小

**表 4: 一季度电力上市公司业绩状况:**

项目 (亿元)	电力上市公司			重点企业			重点公司 (剔除长电、华能)		
	1Q'06	同比 增速	环比 增速	1Q'06	同比 增速	环比 增速	1Q'06	同比 增速	环比 增速
<b>资产总计</b>	4,212	8.0%	1.3%	<b>3,028</b>	6.8%	0.9%	1,656	7.4%	-0.1%
<b>固定资产合计</b>	3,134	13.0%	1.3%	<b>2,406</b>	12.5%	1.7%	1,278	15.1%	1.8%
<b>负债合计</b>	2,336	16.0%	3.5%	<b>1,721</b>	12.5%	3.8%	1,029	16.7%	5.3%
<b>股本</b>	547	1.1%	-2.2%	<b>388</b>	-0.3%	-2.9%	185	-2.4%	-5.8%
<b>股东权益合计</b>	1,595	0.0%	-1.0%	<b>1,113</b>	0.2%	-1.9%	485	-4.6%	-7.1%
<b>主营业务收入净额</b>	377	5.4%	-11.0%	<b>257</b>	3.1%	-14.5%	145	-1.5%	-14.8%
<b>主营业务成本</b>	297	4.1%	-7.0%	<b>197</b>	1.3%	-9.7%	116	-0.8%	-12.4%
<b>财务费用</b>	17	32.4%	3.8%	<b>13</b>	32.3%	-0.1%	7	39.8%	4.9%
<b>净利润</b>	34	17.8%	0.0%	<b>25</b>	15.8%	-28.9%	10	-2.2%	-4.5%
<b>资产负债率</b>	55.5%	7.4%	2.2%	56.8%	5.3%	2.8%	62.2%	8.6%	5.4%
<b>毛利率</b>	21.4%	5.1%	-13.4%	23.1%	6.3%	-15.0%	20.3%	-2.6%	-9.7%
<b>净利率</b>	8.9%	11.7%	12.3%	9.8%	12.3%	-16.9%	7.0%	-0.7%	12.0%
<b>总资产收益率</b>	0.8%	9.1%	-1.3%	0.8%	8.4%	-29.6%	0.6%	-8.9%	-4.4%

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究所

尽管一季度多家上市公司发电量同比和环比均出现超出预期的下滑，但剔除业绩季节性波动较大的长电、华能等公司后，电力上市公司整体业绩并未出现明显回落。整体业绩好于预期，而有关煤价上涨未到位等使得利润超出预期的说法仍待观察。

我们相信，随着二季度电力需求的走高，主要电力上市公司的机组利用率将出现回升，而随着煤价的走低和电价的调整，以及新增投产和收购机组贡献收益，相关公司全年的业绩仍可看好。

央行自4月28日上调贷款利率0.27个百分点，此次加息仍相对温和，考虑到电力上市公司长期贷款利率多数较基准利率打9折，同时考虑上市公司中转债、固息企业债、短期融资券等负债方式，电力上市公司整齐受影响幅度较小。

针对我们关注的17家电力上市公司，以2005年末的财务数据和我们对各公司利润预测数据为基准，此次加息对2006年（新利率执行8个月）电力上市公司净利润影响幅度仅为0.8%，折算成全年（12个月）对净利润的影响幅度为1.4%。考虑对07年的财务费用的影响，根据我们的业绩预测，加息对07年电力上市公司平均净利润的影响幅度仅为1.1%。

从公司角度分析，负债率相对较高的黔源电力、G金山、桂冠电力、华电国际和G通宝等公司06年净利润受影响幅度在1.5%~4%，其他主要公司如G华能、G长电、国电电力和G申能等利润受加息影响幅度几乎可以忽略。

## 重点公司点评与推荐

### 仍建议重点关注：

- ✓ 增持具备竞争优势、二季度受益于行业要素轮动的龙头企业——国电电力、G漳电、G长电和G华能；
- ✓ 增持受到政策鼓励并可回避行业波动，具备突出竞争优势和业绩高速增长特征的企业——G金山、黔源电力和G宝丽华等。
- ✓ 同时关注因管理层激励和权证可能带来相关机会的公司——G粤电和G深能源

### 国电电力：业绩稳中有升，关注整体上市、股改与电价

- ✓ 增长逐步体现：06-08年公司业绩将稳步增长，09年后随储备项目投运将步入加速成长通道，业绩保持查年期稳定增长。
- ✓ 成本压力趋缓：目前，公司在华东、辽宁电厂煤价稳定，短期公司山西、云南和宁夏坑口电厂燃料成本压力较大，我们预期06年公司整体燃料采购成本升幅6.6%左右，但目前有缓解迹象，预计07年可有1.3%左右的回落；

- ✓ 阶段机会凸现：公司股改有望下月启动，对价同时可望解决困扰公司已久的股权结构问题，集团已经明确表示借公司整体上市；与此同时，二次煤电联动对公司业绩影响大，预计公司 06、07 年 EPS 为 0.46 和 0.49 元，如联动实施可达 0.52 和 0.6 元以上；
- ✓ 内在价值被低估：伴随公司定位和发展前景的优化，业绩稳中有升，DCF 模型保守估算显示对价后公司内在价值在 7.64 元以上，远超股价，综合考虑转债转股、对价和未来的再融资公司动态 PE 仍低于 10 倍，建议“增持”，短期目标价 9 元。

### G 金山：安全电力市场中超常规发展的优势新兵

- ✓ 安全市场保证：公司全部投产和在建的供电、供热资产均以辽宁省为销售区域，而经过近几年电力需求、新机组投产因素的交互作用，自 2006 年开始，辽宁省将开始成为全国电力供需最紧张、机组利用率较高的、最安全的电力市场之一。
- ✓ 优选特色项目：公司对丰富的储备项目实现了优选，集中投资于阜新煤矸石等能源综合利用项目和白音华等煤电联营项目，其有竞争力的电价、燃料成本，以及有相当保证的机组利用率使得这些项目有着突出的回报率水平；与此同时，公司供热和风电项目亦稳步发展，成为利润的稳定器。
- ✓ 业绩持续增长：随着在建项目的逐步投产，自 07 年开始，公司业绩将步入持续高速增长期，中性预计其 07~09 净利润增速为 187%、37% 和 46%。公司规划和讨论中的新建、收购项目使得公司的长期增长具备了坚实的基础。
- ✓ 风险因素分析：公司负债率高企，短期财务压力大；如若公司增发成功实施，相信解决 4 亿资本金缺口可期实现。
- ✓ 考虑到短期股价的巨大涨幅、短期公司业绩仍处低位而显得市盈率高企，以及近几年较弱的现金分红能力，我们给予公司“谨慎增持”评级，近期目标价 10 元。

### G 漳电：再度上调业绩预测与评级

- ✓ 提升华泽铝电收益预测：提升对公司 06 和 07 年电解铝价格预计至 2.15 万元/吨和 2.1 万元/吨，同时提升氧化铝市场价预期为 5700 元/吨，则公司 06 和 07 年 EPS 为 0.425 和 0.43 元。
- ✓ 二次煤电联动对公司电力业务影响巨大，假定自下半年公司上网电价上调 0.015 元/千瓦时，则公司 06 和 07 年 EPS 为 0.5 和 0.55 元。
- ✓ 公司业绩存在巨大上升空间，具体仍有待于二次煤电联动的落实，我们先期提升公司评级至“增持”，提升目标价至 5.6 元。

**本行业主要上市公司的财务预测与投资建议（业绩预测未考虑煤电联动）**

公司	价格 5.12	PB	06EPS (元)	07EPS (元)	06PE	07PE	流通市值 (亿元)	目标 价	投资 建议	上期 建议
国电电力	7.33	2.31	0.47	0.5	15.6	14.7	43.2	9.5	增持	增持
G 漳电	4.63	2.04	0.43	0.43	10.7	10.5	14.3	5.6	增持	谨慎增持
G 长电	7.06	2.61	0.43	0.5	16.4	14.1	191.7	7.7	增持	增持
G 金山	8.25	3.25	0.26	0.73	31.7	11.3	8.7	10	谨慎增持	\
G 华能	5.02	1.62	0.41	0.43	12.2	11.7	25.1	5.9	谨慎增持	谨慎增持
G 深能源	6.85	2.02	0.66	0.64	10.4	10.7	33.3	7.2	谨慎增持	谨慎增持
G 粤电	4.56	1.47	0.31	0.37	14.7	12.3	23.4	4.8	谨慎增持	谨慎增持
G 华靖	5.8	2.37	0.61	0.63	9.5	9.2	15.7	6.5	谨慎增持	增持
G 申能	6.71	1.85	0.52	0.55	12.9	12.2	54.6	7	谨慎增持	谨慎增持
G 宝丽华	7.26	3.49	0.7	0.73	10.4	9.9	9.3	7.8	谨慎增持	\
桂冠电力	5.58	2.67	0.29	0.32	19.2	17.4	16.0	5.6	中性	中性
G 蒙电	2.63	1.14	0.21	0.27	12.5	9.7	10.4	2.9	中性	中性
G 上电	4.77	1.19	0.28	0.3	17.0	15.9	15.1	4.8	中性	中性

数据来源：国泰君安证券研究所

### 作者简介：

**姚伟**，男，1994~2001年就读于清华大学，工学硕士，2001年进入国泰君安证券研究所从事电力与其他公用事业行业研究。2004、2005年度两度获得《新财富》电力等公用事业行业“最佳分析师”第一名。

**陈俊华**，女，2005年3月毕业于上海交通大学管理学院金融学专业并获硕士学位，随后进入国泰君安证券研究所，任助理研究员。

### 免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码: 100088

电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)