

证券研究报告·行业动态

四大动力提升估值 看好低估值龙头及改革受益股

发电量低位运行

2014 年前 11 个月全国总发电量 49746 亿度，增长 4%；其中火电 38066 亿度，与去年基本持平；水电增长较快，累计发电 8873 亿度，增长 22%；核电和风电发电量分别为 1186 和 1378 亿度，增长 18% 和 10%；前 10 月，全国发电装机总量增长 8.5%；其中火电增长 5.3%；水电增长 9.4%；风电增长 23.8%；核电增长 21.7%；成本端看，煤炭价格的低位运行使得电力行业利润率已经回升至 17.33% 高位，是 2003 年以来的最高值。但煤价低迷也使得电价下调成为可能，2014 年 8 月政府下调了上网电价，电价下调实质是在保持总销售电价不变情况下，加快推进环保和新能源发展，凸显政府加快经济结构调整的决心。

电力估值提升第一动力：降息与无风险利率下行

2014 年 11 月 22 日央行下调金融机构基准利率，有利于引导资金成本下降，对电力股而言第一是减少了电力公司财务利息支出；第二是利率回落有利于电力股估值的提升。

电力估值提升第二动力：电力体制改革

备受关注的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》已获国务院常务会议原则通过，待批复后择机发布。未来电改的基本原则是“放开两头、监管中间”及“四放开一独立一加强”，并以“先试点再推开”的模式逐渐推开。电改将有利于高参数、低煤耗及低成本火电公司将在未来竞争中占据优势。水电具有清洁、优先调度的特性，加上定价机制明确及增值税返还等政策，水电股的投资价值将更加凸显。对电网而言，盈利模式将由现在的购销差价转向收取输配费用，对外扩张、资产注入等可能性均将大幅提高。地方电网企业被并购的可能性大幅提升。

电力估值提升第三动力：国企改革与资产注入

十八大通过关于《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，为国企改革提供了纲领性的指导。7 月国资委启动“四项改革”试点。我们认为，国企改革将加快资产重组、并购与注入的步伐加快，这是国企改革给资本市场带来的巨大机遇。

电力估值提升第四动力：龙头企业相比国际同行估值仍然偏低

目前 A 股电力公司 2015 年预测平均 PE 为 15.6 倍。龙头公司平均在 10 倍左右。比较国际龙头电力公司市值最大的 40 家公司平均 PE 为 15.6 倍。因此相比而言，A 股龙头公司估值更具优势。我们对 2015 年电力股估值提升持乐观态度，在无风险利率下降、国企改革、电力体制改革带动下，A 股电力股估值将有进一步提升空间。看好低估值龙头企业及受益国企改革、电力体制改革的股票。重点推荐：国投电力、华能国际、国电电力等。

电力、煤气和水等公用事业

维持

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

发布日期：2015 年 1 月 21 日

市场表现



相关研究报告

- 14.12.03 环保行业：展望“水十条”系列之一——污水处理提标改造利好 MBR
- 14.08.13 环保行业深度报告：短板需迅速补齐，污泥治理市场爆发在即
- 14.06.26 环境监测行业深度报告：行业飞速发展时期到来，推荐并购能力强的公司



发电量低位运行

2014 年前 11 个月全国总发电量 49746 亿度，同比增长 4%；其中火电 38066 亿度，与去年基本持平；水电增长较快，累计发电 8873 亿度，增长 22%；核电和风电发电量分别为 1186 和 1378 亿度，增长 18%和 10%；

表 1：各类型发电量及同比变化

单位：亿度	总发电量	火电	水电	核电	风电	发电量同比	火电同比	水电同比	核电同比	风电同比
2005-12	25003	20473	3970	531	0	13	14	12	5	0
2006-12	27557	23189	3783	534	0	14	16	4	1	0
2007-12	32087	27013	4343	621	0	15	15	15	16	0
2008-12	34047	27857	5277	684	131	6	3	18	12	0
2009-12	36506	29814	5545	693	276	7	7	4	1	111
2010-12	41413	33253	6622	739	494	13	12	18	5	79
2011-12	46037	38137	6108	864	741	12	14	(1)	17	50
2012-12	48188	37867	7595	974	1030	5	1	26	13	39
2013-12	52451	42153	7891	1106	1401	8	7	7	14	36
2014-11	49746	38066	8873	1186	1378	4	(0)	22	18	10

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2014 年前 10 月，全国发电装机总量 1272.38GW，同比增长 8.5%；其中火电 890.03GW，增长 5.3%；水电 257.8GW，增长 9.4%；风电 88.1GW，增长 23.8%；核电 17.8GW，增长 21.7%；清洁能源装机容量占比趋势显著提高，截止 2014 年 10 月核电装机容量占比 1.4%，高于 2012、2013 年 1.1、1.2%水平；风电占比也出现持续抬升趋势，从 2009 年的 2%持续增长，2014 年 10 月占比已经达到 6.9%。火电保持稳中有降的走势，从 2009 年占比 74.5%下降至 69.9%，水电占比保持相对稳定，近 6 年来基本维持在 20%左右水平。2020 年，我国水电装机将达 3.5 亿千瓦，风电和光伏分别达 2 亿和 1 亿千瓦以上。

表 2：6000 千瓦及以上电厂发电设备容量及占比情况

指标名称	总值(万千瓦)	水电	火电	核电	风电	水电	火电	核电	风电
2009	87410	19629	65108	908	1760	22.5%	74.5%	1.0%	2.0%
2010	96641	21606	70967	1082	2958	22.4%	73.4%	1.1%	3.1%
2011	106253	23298	76834	1257	4623	21.9%	72.3%	1.2%	4.4%
2012	114676	24947	81968	1257	6142	21.8%	71.5%	1.1%	5.4%
2013	124738	28002	86238	1461	7548	22.4%	69.1%	1.2%	6.1%
2014-10M	127238	25780	89003	1778	8805	20.3%	69.9%	1.4%	6.9%

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2014 年前 10 个月，我国发电设备平均利用小时 3547 小时，同比下降 5.3%；今年来水较好，水电利用小时为 3103，同比增加 7.9%；核电为 6171 小时，下降 5.4%；风电 1506 小时，下降 10.9%；火电利用小时为 3867 小时，下降 5.7%；



表 3：发电设备平均利用小时数

指标名称	发电设备平均利用小时	水电	火电	核电	风电
2004-12	5455	3462	5991		
2005-12	5425	3664	5865		
2006-12	5198	3434	5612		
2007-12	5011	3532	5316		
2008-12	4648	3589	4885	7679	2046
2009-12	4546	3328	4865	7716	2077
2010-12	4650	3404	5031	7840	2047
2011-12	4730	3019	5305	7759	1875
2012-12	4579	3591	4982	7855	1929
2013-12	4511	3318	5012	7893	2080
2014-10	3547	3103	3867	6171	1506

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

近三年以来,火电投资占各类电源投资比重维持在 25%左右,水电投资在经历了 12、13 年大发展后,2014 年投资增速也有所下滑,2014 年以来投资占比由年初的 34% 下滑至 28% 附近。2014 年是风电投资快速回升的一年,投资占比由年初的 10% 快速增长,至 10 月份风电投资占电源投资比重已上升至 26% 的历史高位,核电投资呈现比较明显的周期性波动。

图 1：各类电源投资占比变化

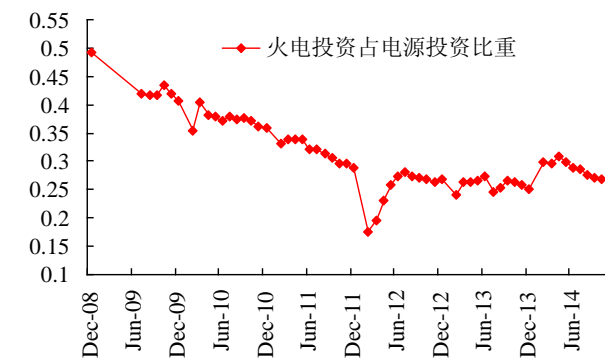
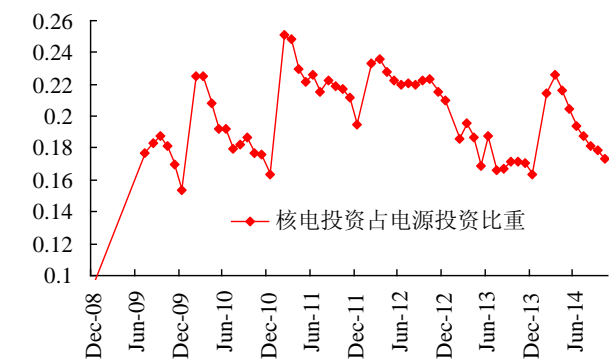
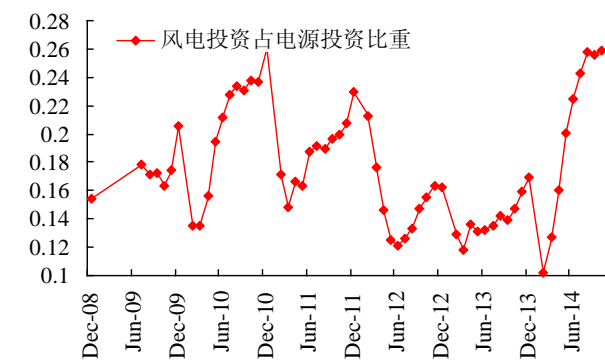
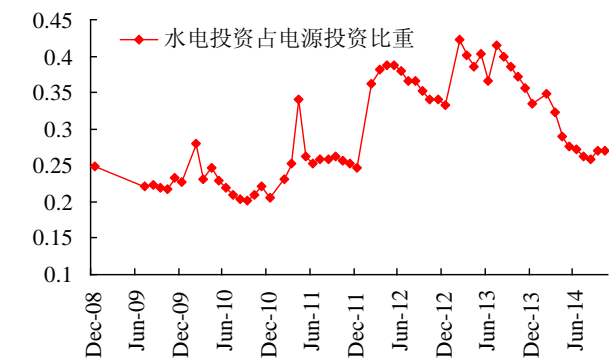


图 2：各类电源投资占比变化

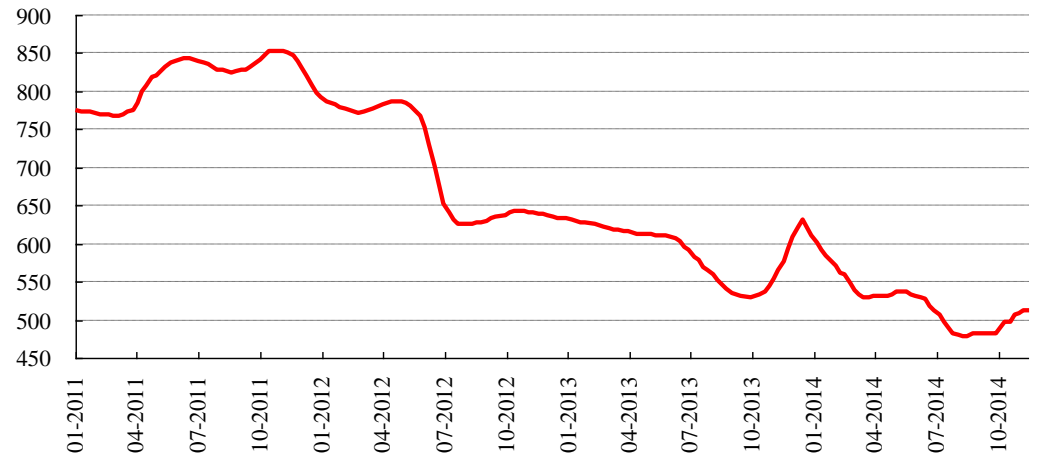


资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部



煤炭价格自 2012 年以来每年均以超过 10% 水平下跌。今年前 11 个月跌幅仍在 11.4%，而煤价的运行中枢已跌至近几年最低点。2014 年最高煤价出现在 1 月初，为 610 元/吨；而最低点则出现在 8 月 27 日，为 478 元/吨。9 月以后煤价虽有微弱反弹，但难以改变今年全年均价将大幅低于去年的事实。我们以环渤海动力煤价格指数测算，2014 年至今均价为 522 元，较去年全年的 590 元下降了 68 元/吨，下滑 11.41%；煤炭均价最高峰在 2011 年，为 817 元，目前价格已经较高点跌去了 295 元。

图 3：环渤海动力煤价格指数 2011 年以来走势（单位：元/吨）

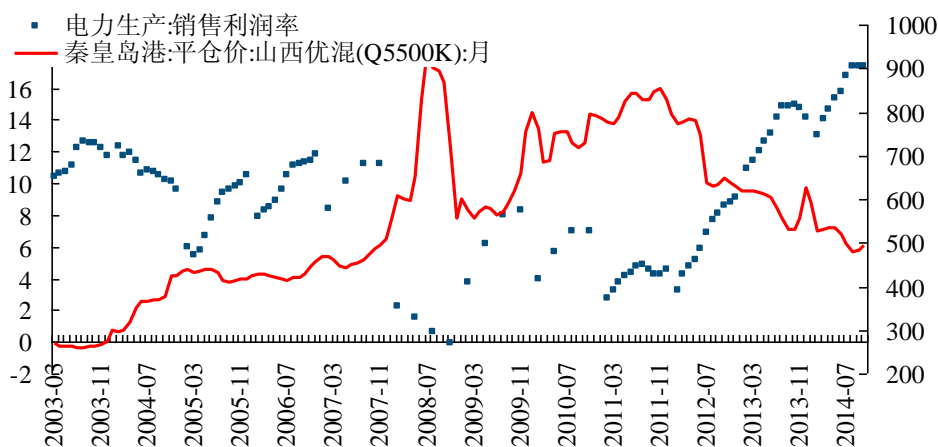


	最高	最高日	最低	最低日	当年均价	涨跌幅
2011	853	2011/10/26	767	2011/3/16	816.64	
2012	797	2012/1/5	626	2012/8/15	704.24	-13.76%
2013	631	2013/12/25	530	2013/10/9	589.57	-16.28%
2014 至今	610	2014/1/8	478	2014/8/27	522.29	-11.41%

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

煤炭价格的低位运行使得电力行业利润率开始逐步回升，2014 年 10 月电力行业利润率已经回升至 17.33% 高位，是 2003 年以来的最高值。

图 4：电力销售利润与煤价变动



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



煤价低迷也使得电价下调成为可能，2014年8月，国家发改委发布《关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》，降低有关省（自治区、直辖市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，适当降低跨省、跨区域电网送电价格标准，广东省实施工商用电同价。江西省分步推进工商业用电同价，商业和非居民照明用电各电压等级电价每千瓦时均降低0.1647元，上述降价空间主要用于疏导脱硝、除尘环保电价矛盾，该通知9月1日施行。电价下调实质是在保持总销售电价不变情况下，加快推进环保和新能源发展，凸显政府加快经济结构调整的决心。

表 4：各省（区、市）统调燃煤发电企业上网电价调整表 单位：元/千瓦时(含税)

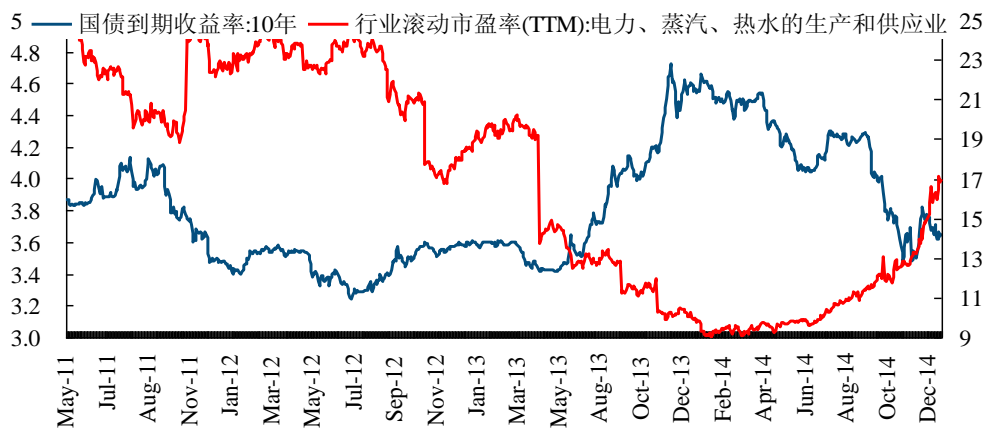
省级电网	降价标准	调整后标杆上网电价	省级电网	降价标准	调整后标杆上网电价
江西	0.0317	0.4555	吉林	0.0080	0.4014
河南	0.0191	0.4191	内蒙古东部	0.0080	0.3104
内蒙古西部	0.0120	0.3004	重庆	0.0068	0.4383
广东	0.0120	0.5020	北京	0.0063	0.3924
山西	0.0115	0.3772	湖南	0.0059	0.4940
江苏	0.0110	0.4310	四川	0.0055	0.4552
浙江	0.0110	0.4580	天津	0.0054	0.4049
湖北	0.0110	0.4592	上海	0.0050	0.4593
海南	0.0110	0.4778	安徽	0.0047	0.4284
辽宁	0.0098	0.4044	福建	0.0045	0.4379
广西	0.0098	0.4574	黑龙江	0.0045	0.4064
陕西	0.0090	0.3894	甘肃	0.0040	0.3289
宁夏	0.0090	0.2791	贵州	0.0035	0.3813
河北北网	0.0087	0.4141	青海	0.0030	0.3540
河北南网	0.0082	0.4234	云南	0.0000	0.3726
山东	0.0081	0.4396			

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

电力估值提升第一动力：降息与无风险利率下行

2014年11月22日央行下调金融机构基准利率，一年期贷款利率下调5.6%，存款基准利率下调2.75%。央行下调利率有利于引导资金成本下降，对电力股而言其影响有两方面，第一是减少了电力公司财务利息支出；第二是利率回落有利于电力股估值的提升。

图 5：无风险收益率下降推升板块估值



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



电力估值提升第二动力：电力体制改革

我国电力体制改革从改革开放起就不断的摸索和尝试。从 1978-1985 年的集资办电，到 1987-1998 年的政企分开，电力行业实现了由混乱、政企不分向公司化转变。随时而来的是，新成立的国家电力公司集发、输、配、售为一体，垂直运营、高度集中的垄断格局。2002 年，国务院下发 5 号文，启动电力体制改革，国家电力公司拆分为两大电网公司（国家电网、南方电网）、五大发电集团（华能、大唐、华电、国电、中电投）和四大电力辅业集团（中国电力工程顾问集团公司、中国水电工程顾问集团公司、中国水利水电建设集团公司、中国葛洲坝集团公司）。

国务院五号文确定了“厂网分开，输配分离、主辅分离，竞价上网”等四大目标，但过去 12 年来，除“厂网分开”基本实现之外，主辅分离仍不彻底，输配分开尚无时间表，竞价上网以及电价市场化更是遥遥无期。

未来电改的基本原则是“放开两头、监管中间”及“四放开一独立一加强”，并以“先试点再推开”的模式逐渐推开。“放开两头”是指输配以外的经营性电价放开、售电业务放开、增量配电业务放开、公益性和调节性以外的发供电计划放开；“监管中间”的核心是对输配电价的监管。“四放开、一独立、一加强”，即输配以外的经营性电价放开、新增配电业务放开、售电放开、发电计划放开，交易平台相对独立，加强规划。

2014 年 11 月 4 日，国家发改委发布《深圳市输配电价改革试点方案》。在深圳市开展输配电价改革试点，将现行电网企业依靠买电、卖电获取购销差价收入的盈利模式，改为对电网企业实行总收入监管。即政府以电网有效资产为基础，核定准许成本和准许收益，固定电网的总收入，并公布独立的输配电价。核定方法为“准许收入=准许成本+准许收益+税金”，第一个监管周期为 2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日。

2014 年 11 月出台的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》明确提出：推进石油、天然气、电力等领域价格改革，有序放开竞争性环节价格，天然气井口价格及销售价格、上网电价和销售电价由市场形成，输配电价和油气管输价格由政府定价。加快电力体制改革步伐，推动供求双方直接交易，构建竞争性电力交易市场。除深圳外，2014 年，国家能源局也选定内蒙和云南作为电改综合试点地区，目前已有媒体报道内蒙将成为第二批试点地区，目前尚未公开试点方案。最新消息，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》已获国务院常务会议原则通过，待批复后择机发布。

电改对不同类型电源发电企业影响不同。火电方面，市场化定价模式下，火电企业盈利不仅受发电利用小时数影响，还受到电价影响，业绩周期性波动加大。目前电力供求偏宽松，现有大用户直接交易中实际上网电价降幅多在 0.02-0.04 元/度电，对火电企业中期盈利偏负面。高参数、低煤耗及低成本公司将在未来竞争中占据优势。

水电具有清洁、优先调度的特性，加上定价机制明确及增值税返还等政策，水电股的投资价值将更加凸显，看好国投电力、川投电力、黔源电力、桂冠电力及长江电力的投资价值。

上市公司中电网公司包括文山电力、涪陵电力、郴电国际、桂东电力、广安爱众、乐山电力、明星电力、岷江水电、西昌电力和天富能源 10 家公司，目前文山电力实际控制人为南方电网(持股比例 29.6%)，国家电网实际控股乐山电力(持股 15.7%)、明星电力(持股 20.1%)、涪陵电力(持股 51.6%)、岷江水电(持股 23.9%)。对电网企业而言，电力体制改革打破了目前电网大一统的模式，盈利模式将由现在的购销差价转向收取输配费用。电力体制改革将使得电网公司对外扩张、资产注入等可能性均将大幅提高。此外，售电业务准入的放开，也使



得发电企业有机会进入输配、销售环节，因此地方电网企业被并购的可能性大幅提升。整个电力资产扩张、并购活跃度会大大加强，也为资本市场带来大量的投资机会。

电改后新增的售电市场蛋糕有望被 6 类主体瓜分。第一类是市县级供电局从原来电力输配中解放出来，重组为独立的售电公司；第二类是五大电力集团在企业内部组建售电部，直接与用户谈判；第三类是相关电力工程公司或节能服务公司也有成为售电主体的机会；第四是大型工业园区可组建售电公司为园区企业提供售电服务；第五是社会资本进入售电领域。此外还有兜底售电服务的机构，主要由供电公司转型而来，承担普遍服务责任，具有公共事业特性。

表 5：拥有电网资产的集团下属上市公司

证券简称	第一大股东	第一大股东持股比例	实际控制人
西昌电力	国网四川省电力公司	15.2	国务院国资委
明星电力	国网四川省电力公司	20.1	国务院国资委
岷江水电	国网四川省电力公司	23.9	国务院国资委
文山电力	云南电网公司	29.6	国务院国资委
广安爱众	四川爱众发展集团	22.6	广安市广安区人民政府
桂东电力	广西正润发展集团	50.0	广西省贺州市国资委
涪陵电力	重庆川东电力集团	51.6	国务院国资委
郴电国际	郴州市人民政府国资委	14.2	郴州市人民政府
乐山电力	乐山市国有资产经营有限公司	19.2	
天富能源	新疆天富电力(集团)公司	37.2	新疆生产建设兵团农业第八师国有资产管理委员会

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

电力估值提升第三动力：国企改革与资产注入

2013 年 11 月 12 日，党的十八大通过了关于《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，为国企改革提供了纲领性的指导。决定中指出，“积极发展混合所有制经济。国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式，有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力，有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。国有资本投资项目允许非国有资本参股。允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体。”

“完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。国有资本投资运营要服务于国家战略目标，更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，重点提供公共服务、发展重要前瞻性战略性新兴产业、保护生态环境、支持科技进步、保障国家安全。”

“鼓励非公有制企业参与国有企业改革，鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业，鼓励有条件的私营企业建立现代企业制度。”

2014 年 7 月国资委启动“四项改革”试点，开展涉及国资监管、混合所有制、完善法人治理结构、纪检监



察等内容的四项改革试点。一是在国家开发投资公司、中粮集团有限公司开展改组国有资本投资公司试点；二是在中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展发展混合所有制经济试点；三是在新兴际华集团有限公司、中国节能环保公司、中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点；四是在国资委管理主要负责人的中央企业选择 2 到 3 家开展派驻纪检组试点。

我们认为，国企改革将推动国有企业治理结构向更高效的现代企业制度变革，与国企改革相伴生的就是资产重组、并购与注入的步伐加快，这是国企改革给资本市场带来的巨大机遇。

表 6：各电力公司第一大股东及实际控制人

证券简称	第一大股东	持股比例	实际控制人
甘肃电投	甘肃省电力投资集团	84.1	甘肃省国资委
浙能电力	浙江省能源集团	80.3	浙江省国资委
长江电力	中国长江三峡集团	73.3	国务院国资委
粤电力 A	广东省粤电集团	67.4	广东省国资委
建投能源	河北建设投资集团	67.2	河北省国资委
广州发展	广州国资发展控股有限公司	62.7	广州市人民政府国资委
京能电力	北京京能国际能源股份有限公司	62.1	北京市人民政府国资委
豫能控股	河南投资集团	60.7	河南省发展和改革委员会
通宝能源	山西国际电力集团	60.5	山西省人民政府国资委
赣能股份	江西省投资集团公司	58.4	江西省国资委
内蒙华电	北方联合电力公司	56.6	国务院国资委
涪陵电力	重庆川东电力集团	51.6	国务院国资委
国投电力	国家开发投资公司	51.3	国务院国资委
桂冠电力	中国大唐集团公司	50.5	国务院国资委
华电国际	中国华电集团公司	50.0	国务院国资委
桂东电力	广西正润发展集团	50.0	广西省贺州市国资委
闽东电力	宁德市国有资产投资经营有限公司	50.0	宁德市国资委
川投能源	四川省投资集团	49.4	四川省国资委
国电电力	中国国电集团公司	49.0	国务院国资委
深圳能源	深圳市人民政府国资委	47.8	深圳市人民政府国资委
华电能源	中国华电集团公司	44.8	国务院国资委
红阳能源	沈阳煤业(集团)公司	43.9	辽宁省国资委
上海电力	中国电力投资集团公司	42.8	国务院国资委
皖能电力	安徽省能源集团	42.7	安徽省国资委
湖南发展	湖南发展投资集团	42.2	湖南省人民政府
东方能源	中国电力投资集团公司	38.1	中国电力投资集团公司
长源电力	中国国电集团公司	37.4	国务院国资委
天富能源	新疆天富电力(集团)公司	37.2	新疆生产建设兵团农业第八师国有资产管理委员会
华能国际	华能国际电力开发公司	36.1	国务院国资委
华银电力	中国大唐集团公司	33.3	国务院国资委
湖北能源	湖北省人民政府国资委	33.2	湖北省人民政府国资委



大连热电	大连市热电集团	32.9	大连市人民政府国资委
大唐发电	中国大唐集团公司	31.1	国务院国资委
漳泽电力	大同煤矿集团	30.2	山西省人民政府国资委
文山电力	云南电网公司	29.6	国务院国资委
宁波热电	宁波开发投资集团	25.6	宁波市国资委
岷江水电	国网四川省电力公司	23.9	国务院国资委
广安爱众	四川爱众发展集团	22.6	广安市广安区人民政府
明星电力	国网四川省电力公司	20.1	国务院国资委
金山股份	丹东东方新能源有限公司	19.7	国务院国资委
乐山电力	乐山市国有资产经营有限公司	19.2	
新能泰山	华能泰山电力有限公司	18.5	国务院国资委
西昌电力	国网四川省电力公司	15.2	国务院国资委
吉电股份	吉林省能源交通总公司	14.7	国务院国资委
韶能股份	韶关市工业资产经营有限公司	14.4	韶关市人民政府国资委
郴电国际	郴州市人民政府国资委	14.2	郴州市人民政府
三峡水利	重庆中节能实业公司	13.8	水利部综合事业局
黔源电力	中国华电集团公司	13.6	国务院国资委

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

电力估值提升第四动力：龙头企业相比国际同行估值仍然偏低

目前 A 股电力公司 2014 年平均 PE 为 19.7 倍，2015 年预测平均 PE 为 15.6 倍。龙头公司中，国电、长江、国投、华电、大唐、华能电力等 2015 年 PE 平均在 10 倍左右。比较国际龙头电力公司估值，市值最大的 40 家公司平均 PE 为 15.6 倍。因此相比而言，A 股龙头公司估值更具优势。

因此，我们对 2015 年电力股估值提升持乐观态度，在无风险利率下降、国企改革、电力体制改革带动下，A 股电力股估值将有进一步提升空间。看好低估值龙头企业及受益国企改革、电力体制改革的股票。重点推荐：国投电力、华能国际、国电电力等。

表 7：各电力公司 wind 盈利预测及估值

证券简称	收盘价	2014EPS	2015EPS	2016EPS	2014PE	2015PE	2016PE
国电电力	3.90	0.35	0.38	0.45	11.1	10.3	8.7
闽东电力	8.51	0.22	0.24	0.26	38.7	35.7	33.1
内蒙华电	4.01	0.27	0.30	0.37	14.7	13.6	10.7
深圳能源	10.08	0.70	0.71	0.74	14.5	14.3	13.6
宝新能源	6.27	0.58	0.51	0.52	10.9	12.3	12.1
通宝能源	6.18	0.48	0.48	0.53	12.8	12.8	11.8
桂冠电力	4.70	0.22	0.22	0.24	21.8	21.4	19.9
文山电力	7.19	0.31	0.36	0.42	23.1	19.8	17.3
长江电力	10.20	0.66	0.67	0.66	15.4	15.2	15.5
粤电力 A	7.05	0.69	0.76	0.87	10.2	9.3	8.1



韶能股份	5.76	0.25	0.33	0.40	23.0	17.7	14.4
国投电力	10.32	0.82	0.94	1.00	12.6	10.9	10.3
皖能电力	11.13	0.90	1.20		12.4	9.3	
广州发展	7.76	0.49	0.56	0.58	15.9	13.9	13.4
豫能控股	9.50	0.54	0.87	1.26	17.5	11.0	7.5
广安爱众	6.22	0.15	0.20	0.25	41.7	30.9	24.7
京能电力	5.50	0.51	0.48		10.9	11.5	
天富能源	9.31	0.46	0.63	0.80	20.0	14.8	11.7
川投能源	20.53	1.46	1.78	1.84	14.1	11.5	11.2
东方能源	15.18	0.50	0.63	0.99	30.4	24.2	15.3
黔源电力	13.26	0.96	0.94	1.40	13.8	14.2	9.5
湖北能源	6.43	0.29	0.28	0.34	22.5	22.9	18.7
郴电国际	15.52	0.50	0.98	1.18	31.0	15.8	13.2
上海电力	8.04	0.61	0.74	0.87	13.2	10.9	9.2
华电国际	5.88	0.64	0.65	0.69	9.3	9.0	8.5
大唐发电	5.71	0.33	0.43	0.55	17.3	13.3	10.4
华能国际	8.08	0.85	0.91	0.96	9.6	8.9	8.4
乐山电力	8.66	0.13	0.39	0.65	64.8	22.4	13.2
平均值					19.7	15.6	13.5

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

表 8: 全球主要电力公司估值

代码	简称	总市值	股价	P/E	2015P/E
NEE US Equity	NEXTERA ENERGY	47.24	108.2	27.2	20.4
EDF FP Equity	EDF	46.71	25.2	10.2	10.2
SO US Equity	SOUTHERN CO	46.21	51.3	17.7	18.3
D US Equity	DOMINION RES/VA	45.40	77.8	23.0	22.6
IBE SM Equity	IBERDROLA SA	41.94	6.6	16.8	16.1
ENEL IM Equity	ENEL SPA	40.31	4.3	12.0	11.7
EXC US Equity	EXELON CORP	32.13	37.4	16.3	15.6
AEP US Equity	AMERICAN ELECTRI	31.10	63.6		18.3
PCG US Equity	PG&E CORP	27.63	58.2	18.3	16.8
015760 KS Equity	KOREA ELEC POWER	24.68	36.4	9.2	9.0
PPL US Equity	PPL CORP	23.50	35.3	14.2	14.6
SSE LN Equity	SSE PLC	22.17	22.5	71.8	12.6
EIX US Equity	EDISON INTL	22.16	68.0	15.9	15.8
2 HK Equity	CLP HLDGS LTD	22.13	8.8	19.1	16.3
PEG US Equity	PUB SERV ENTERP	22.04	43.5	15.0	15.9
6 HK Equity	POWER ASSETS HOL	21.47	10.2	2.6	18.9
ELE SM Equity	ENDESA	20.78	19.7	31.9	11.3



ED US Equity	CONS EDISON INC	20.24	69.1	17.3	17.9
902 HK Equity	HUANENG POWER-H	19.14	1.4	10.5	10.0
NTPC IN Equity	NTPC LTD	18.90	2.3	10.3	12.4
FUM1V FH Equity	FORTUM OYJ	18.74	21.2	5.3	16.4
XEL US Equity	XCEL ENERGY INC	18.72	37.0	19.1	18.6
NU US Equity	NORTHEAST UTILS	17.60	55.5	21.3	20.8
FE US Equity	FIRSTENERGY CORP	17.22	40.9	17.8	16.3
SECO AB Equity	SAUDI ELECTRICIT	16.78	4.0	13.3	17.5
ETR US Equity	ENTERGY CORP	16.00	88.7	14.5	14.9
DTE US Equity	DTE ENERGY CO	15.92	90.0	22.1	19.8
ENERSIS CI Equity	ENERSIS SA	15.15	0.3	20.6	17.1
CEZ CP Equity	CEZ AS	12.87	24.0	13.2	10.7
PWGR IN Equity	POWER GRID CORP	12.51	2.4	15.7	14.5
836 HK Equity	CHINA RES POWER	12.47	2.7	8.4	8.2
600795 CH Equity	GD POWER DEVEL-A	11.93	0.6	10.5	10.1
REE SM Equity	RED ELECTRICA	11.49	85.2	17.9	17.6
600886 CH Equity	SDIC POWER HOL-A	11.36	1.6	12.7	13.1
991 HK Equity	DATANG INTL PO-H	10.92	0.5	12.5	9.9
CMS US Equity	CMS ENERGY CORP	10.12	36.6	20.2	20.7
	平均值			17.3	15.3

资料来源: 彭博, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011 年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622