



2015.12.21

主要看分红

——电力行业主要矛盾转向低风险偏好资金配置需求

	王威 (分析师)	车玺 (分析师)	王锐 (研究助理)
	021-38676694	010-59312829	010-59312725
	wangw@gtjas.com	chexi@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880114110036

本报告导读:

“春季大切换”预期下，电力行业的主要矛盾已转向低风险偏好资金的配置需求，基本面瑕疵退居其次；股息率高于3%的电力公司有7家，长江电力重组后居首。

摘要:

- **结论:**“春季大切换”预期下，高股息率、高分红类的板块及个股，在大类资产收益率普遍回落的情况下相对价值凸显。电力行业的主要矛盾已转向低风险偏好资金的配置需求，基本面瑕疵退居其次。维持行业“增持”评级，首推黔源电力，以及股息率较高的华能国际、国电电力、国投电力等，相关受益标的还包括：长江电力、华电国际、内蒙华电、京能电力、浙能电力等；
- **当前电力行业投资的主要矛盾已由业绩增长的不可持续转向低风险偏好资金的配置需求，基本面瑕疵退居其次。**在“春季大切换”预期下，业绩确定性较强，股息率较高的水电公司受益毋庸置疑；火电行业虽存在利用小时持续下滑、电价下调、电改推行阵痛等基本面瑕疵，但我们认为这些已在市场预期中，而改革阵痛之长期逻辑不应短期化。因此我们认为，在市场风格切换大背景下，电力股投资的主要矛盾由业绩增长的不可持续转向低风险偏好资金的配置需求，具备高股息率、良好现金流、估值较低的龙头公司是首选；
- **股息率高于3%的电力公司有7家，长江电力重组后股息率居电力板块之首。**附表中我们测算了电力上市公司股息率，高于3%的公司分别为：华能国际、华电国际、内蒙华电、国电电力、国投电力、京能电力、浙能电力，长江电力若参照资产重组预案中分红承诺，即“2016-2020 每年现金分红不低于0.65元/股”，则股息率达4.7%，居电力板块之首；
- **火电行业收入下滑时的利润增长已不可持续，但已在市场预期中，边际上超预期恶化的概率较小；水电行业受益改革，2016年盈利面向好确定性较强。**当前火电行业盈利水平已处高位、电力需求增长乏力、火电利用小时下降、上网电价存下调预期等因素，已基本在市场预期之中，边际恶化的概率较小。水电受益改革推行，中期价格中枢存上升空间、降息的滞后影响将使2016年财务费用显著下降，且2016年来水有望同比增长，盈利水平提升；
- **近期其它低估值周期或价值板块持续上涨，电力板块的“替代效应”不可忽视。**在地产、建材、食品饮料、交运、医药等估值和股价走势已陆续开始反应资金配置需求的当下，电力股尤其是水电股和火电龙头公司，是下一阶段市场主流资金应当增加配置的领域；
- **风险因素:**市场风格切换力度不达预期；煤价超预期上涨；上网电价下调幅度高于预期；2016年来水低于预期等。

评级:

增持

上次评级:

增持

相关报告

公用事业:《光伏风电电价下调获国家审核11月用电量增速转正》	2015.12.20
公用事业:《全球气候协议出炉，售电改革试点获批》	2015.12.14
环保:《不经历风雨，怎能见彩虹》	2015.12.13
环保:《事隔仅七日，当刮目相看》	2015.12.09
公用事业:《配套文件出台之后 电改落地加速》	2015.12.09

表 1: 历史数据推算, 2014 年股息率超过 3% 的电力公司有 7 家

公司	股价 (元)	每股股利 (元, 税前)			股息率	
		2012	2013	2014	2012-2014 三年平均	2014
华能国际	8.84	0.21	0.38	0.38	3.66%	4.30%
华电国际	6.90	0.07	0.23	0.27	2.71%	3.91%
内蒙华电	4.63	0.22	0.30	0.18	5.04%	3.89%
国电电力	4.02	0.13	0.13	0.15	3.40%	3.73%
国投电力	8.69	0.08	0.15	0.29	1.99%	3.32%
京能电力	6.07		0.20	0.20	3.29%	3.29%
浙能电力	7.79		0.20	0.25	2.89%	3.21%
宝新能源	10.37	0.15	0.30	0.30	2.41%	2.89%
桂东电力	9.94	0.30	0.25	0.28	2.78%	2.82%
川投能源	10.69	0.06	0.07	0.30	1.35%	2.81%
长江电力	13.84	0.33	0.28	0.38	2.39%	2.74%
申能股份	7.53	0.12	0.20	0.20	2.30%	2.66%
粤电力 A	7.55	0.10	0.20	0.20	2.23%	2.65%
大唐发电	5.22	0.10	0.12	0.13	2.23%	2.49%
建投能源	10.58	0.05	0.20	0.25	1.58%	2.36%
哈投股份	10.88	0.25	0.25	0.25	2.30%	2.30%
通宝能源	7.05	0.10	0.11	0.15	1.70%	2.13%
穗恒运 A	10.55	0.18	0.30	0.22	2.21%	2.09%
黔源电力	19.55	0.12	0.00	0.40	0.89%	2.05%
皖能电力	9.13	0.04	0.30	0.18	1.90%	1.97%
深圳能源	10.25	0.10	0.25	0.20	1.79%	1.95%
桂冠电力	7.68	0.04	0.05	0.13	0.95%	1.69%
上海电力	15.35	0.15	0.20	0.25	1.30%	1.63%
广州发展	12.66	0.16	0.15	0.18	1.29%	1.42%
金山股份	7.24	0.10	0.15	0.10	1.61%	1.38%
天富能源	9.69	0.14	0.30	0.12	1.91%	1.20%
福能股份	17.50	0.05	0.05	0.20	0.57%	1.14%
赣能股份	11.30		0.10	0.10	0.88%	0.88%
湖北能源	6.20	0.04	0.11	0.05	1.10%	0.87%
宁波热电	7.54	0.13	0.13	0.06	1.38%	0.82%
三峡水利	18.31	0.20	0.12	0.15	0.86%	0.82%
东方市场	6.25	0.05	0.05	0.05	0.80%	0.80%
韶能股份	12.54	0.03	0.08	0.10	0.54%	0.80%
文山电力	9.22	0.10	0.09	0.07	0.91%	0.72%
郴电国际	18.59	0.17	0.18	0.12	0.84%	0.66%
涪陵电力	32.28			0.20	0.62%	0.62%
岷江水电	10.21	0.05		0.05	0.49%	0.49%
大连热电	8.04	0.01	0.01	0.03	0.18%	0.41%
甘肃电投	15.45	0.09	0.09	0.06	0.51%	0.36%
明星电力	14.50	0.05	0.06	0.05	0.36%	0.34%
西昌电力	10.85	0.03	0.03	0.03	0.28%	0.28%

节能风电	16.73			0.05	0.28%	0.28%
红阳能源	13.31	0.03	0.03	0.02	0.20%	0.15%
惠天热电	6.88		0.10		1.45%	0.00%
闽东电力	10.55		0.07		0.62%	0.00%
豫能控股	14.03					0.00%
联美控股	20.46	0.16	0.20		0.88%	0.00%
*ST 乐电	8.59	0.05			0.58%	0.00%
梅雁吉祥	6.99		0.01		0.07%	0.00%
广安爱众	7.72	0.05	0.05		0.65%	0.00%
深南电 A	12.89					
滨海能源	23.10					
新能泰山	9.73					
湖南发展	20.29					
漳泽电力	5.92					
银星能源	9.57					
吉电股份	9.63					
东方能源	23.92					
长源电力	14.95					
华电能源	7.59					
华银电力	8.75					
中国核电	9.93					

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（说明：股价对应 2015.12.17 收盘价）

表 2：重点公司盈利预测与估值评级

公司	股价	EPS（元）			PE			评级
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
黔源电力	19.37	1.03	1.12	1.22	19	17	16	增持
华能国际	8.87	1.17	1.22	1.28	8	7	7	增持
国电电力	4.01	0.33	0.38	0.45	12	11	9	增持
国投电力	8.69	0.93	1.03	1.13	9	8	8	增持
长江电力	13.85	0.72	0.88	0.89	19	16	16	
华电国际	6.93	0.79	0.82	0.85	9	8	8	
内蒙华电	4.59	0.22	0.24	0.30	21	19	15	
京能电力	6.07	0.48	0.75		13	8		
浙能电力	7.72	0.58	0.65	0.49	13	12	16	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（说明：股价对应 2015.12.18 收盘价，除黔源电力、华能国际、国电电力、国投电力外，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		