

大陆与香港 — 消息快报

国家发改委宣布上调部分省市销售及上网电价

姚圣, CFA

据新华社报道,国家发改委宣布,6月1日起,上调山西(上调幅度最大,24元人民币/兆瓦时)、青海、甘肃、江西、海南、陕西、山东、湖南、重庆、安徽、河南、湖北、四川、河北、贵州(上调幅度最小,4元人民币/兆瓦时)等15个省市的用电价格。此次销售电价的平均上调幅度为16.7元人民币/兆瓦时(0-5%)。此次调价只针对商业、工业和农业用电,不涉及居民用电,因此对CPI没有直接影响。我们认为,水泥、钢铁和有色金属冶炼等高耗能行业面临的成本上涨压力最大。

此外,上网电价平均上调20元人民币/兆瓦时,其中山西省涨价幅度最大,为30.9元人民币/兆瓦时(9%),而此前,4月18日,山西省上网电价就已上调8%。贵州省涨价幅度最小,为12.4元人民币/兆瓦时。根据我们的计算,全国平均上网电价涨幅在5%左右。两个月内连续两次上调电价表明了在上述地区电力企业经营困难的严重性。我们注意到,此次调价涉及的地区基本都是去年电力企业亏损最为严重的地区。区域性而不是全国性调价符合我们此前的预期,这样的举措主要是为了鼓励这些省市内的电厂加大负载,从而确保夏季用电高峰的电力供应。然而,我们担心,这可能会成为煤炭供应商进一步提高煤炭市场价格或降低合同履行率的借口。

大唐发电(601991.SS/人民币 6.12; 0991.HK/港币 2.93, 持有)和华电国际(600027.SS/人民币 3.16; 1071.HK/港币 1.71, 持有)在此次调价涉及省份的业务相对较多。截至2010年年末,大唐发电有10.6%的权益火电装机位于山西省,还有43.7%位于其它此次调价涉及的省份。根据盈利敏感性分析,我们预计最近的两次调价将使大唐发电2011年在山西省的盈利提升13.4%,在其他调价涉及省份的盈利提升32.6%。由于我们已在盈利模型中考虑了全国范围内上调上网电价的影响,因此我们只会在获得此次各省调价详细信息后微调盈利预测。

图表 1. 近期上网电价调整

	6月1日上网电价上调	4月18日上网电价上调	2009年电价 (人民币/兆瓦时)	两次调价累计涨幅%
涉及省市数量	15	16		
平均(人民币/兆瓦时)	20	12		~10
山西	30.9	26	320	17.8
山东及其他4省		20	420	4.8
河南及另一省		15	370	4.1
3省		10	NA	NA
1省		9	NA	NA
4省		4-5	NA	NA
广东(非官方)		8	510	1.6

资料来源：中国电力企业联合会、中国能源网、中银国际研究

图表 2. 独立发电企业的装机容量分布(2011)

(%)	华北	东北	西北	华东	华中	华南
华能国际	8.3	8.6	3.9	47.3	11.8	20.1
中国电力 8.9		0.0	0.0	22.2 59.0		9.9
华电国际	15	0	9	53	20	3
华润电力 10.9		4.7	1.0	35.6 35.8		12.0
大唐发电	55.9	2.5	3.6	14.5	12.4	11.1

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 3. 独立发电企业每股收益对电价的敏感性分析

	大唐发电	华能国际	华电国际	华润电力	中国电力
电价上调 1%对 2011 年每股收益的影响	11.6%	28.4%	107.5%	5.0%	12.0%
4月18日上调上网电价对 2011 年收入的影响 1.8	%	5.3%	9.7% 0.4	% 1.3	%

资料来源：中银国际研究

大陆与香港 — 消息快报

5月30日金山软件新加坡常规路演纪要

刘志成, CFA

部分投资者担心市场对金山软件(3888.HK/港币 4.00, 买入)的估值只包含了在线游戏业务, 而忽视了其应用软件业务。我们对此表示理解, 因为根据今年1季度的经营数据, 公司70%的收入和90%的利润均来自于在线游戏。由于公司预计2季度的业绩似乎很难有明显提升, 投资者希望在未来产生收入贡献之前, 当前杀毒软件业务的价值就能够有所体现, 尽管可能相比奇虎会有较大折让。如果市场能够对公司的杀毒软件业务有更进一步的了解, 那么公司的估值将不再参照在线游戏同业。网络安全业务的估值将达到20倍市盈率左右, 而不是根据在线游戏业务表现的7、8倍。

管理层对2季度的表现并不担心, 预计2季度业绩将保持平稳。随着新游戏推出、杀毒软件业务反弹及WPS产品进入消费旺季, 管理层预计从今年4季度开始业绩将进入中期增长阶段。

互联网安全最新信息:

- VIP付费用户加快减少, 目前似乎稳定在200万左右, 相比历史最高水平的800万减少了四分之三。我们预计1-2季度VIP用户量将触底反弹, 达到用户总数的3%左右。
- 目前月度覆盖人数达到6,300-6,500万(占到奇虎市场份额的四分之一), 日均运行率维持在15-20万次的水平。管理层对于到年末将覆盖人数扩大到8,000-9,000万人, 2012年进一步扩大至1.2-1.5亿(占奇虎市场份额的二分之一)充满信心。
- 目前, 金山软件的VIP客户高级服务共提供19项增值服务, 预计增值服务升级将推动公司的VIP客户数量在今年末提高至250万, 占到用户总量的3%左右。
- 金山已经锁定了在国内互联网安全市场第二的地位, 因为其他竞争对手瑞星、卡巴斯基等已经正在失去用户的青睐。
- 杀毒产品线的结构已经搭建完成。

在线游戏业务最新信息:

- “热血战队”将于 5 月 31 日推出,“月影传说”将在 6 月底推出。通常游戏刚推出的 3-6 个月内属于热身期,我们预计这两项游戏将从 3 季度开始带来贡献,4 季度贡献权重将上升。新游戏预计将推动日均最高在线人数增长 60%,年内收入有望增长 30%。
- 除了今年计划上线的 5 个新游戏以外(将由金山软件独立运营),公司还计划在歪歪平台上推出战争动漫游戏,充分发挥歪歪 6,000 万活跃用户的优势。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371