



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 12 月 18 日

电力

研究部

陈俊华

分析员

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

联系人

lijie@cicc.com.cn

12 月月报

电量回升超预期，但短期盈利恶化

数据点评：

11 月发电量同比增长 27%。1) 月度电量同比增速较 10 月份提高 9.8 个百分点，主要源自工业用电需求恢复较好以及去年低基数因素。2) 11 月，全社会用电量环比上升 2.4%，略好于历史平均（环比提升 1%-2%），主要源自工业用电增加——带动当月全国用电量环比上升 3.3 个百分点；第一、三产业和居民用电均出现下降，带动全国用电量环比下降 0.8 个百分点。3) 与 10 月份不同的是：工业用电中，采矿业、制造业用电量均呈现上升态势。

预计 12 月电量同比增速达 25%-30%，全年累计增速为 6%-7%。正常情况下，12 月份累计电量较 11 月份环比提升约 5%，以此测算，12 月份电量同比增速为 25%-30%。全年累计增速将达 6%-7%。

短期盈利恶化。受煤价上涨因素影响，12 月以来，仅华中、西北省份的点火价差好于 09 年 1 季度的水平，其他地区点火价差均较 1 季度更薄。这是火电商短期利润率回落的主因。1) 预计四季度火电盈利回落至 09 年一季度的水平：行业微利。2) 2010 年 1 季度电厂盈利不乐观：电煤价格仍将维持高位，用电量、机组利用小时处于全年低点。

投资建议：

投资者对燃料成本上升的担忧是制约电力股股价的主因。我们认为，短期内，电力行业利润恶化难以避免，但 2010 年全年来看，火电盈利恶化空间有限。核心原因在于火电业利润率（税前 4%）已处 1999-2007 的最低点，无力承担煤价上涨：现有电价水平下，若 2010 年电煤均价涨幅超过 50 元/吨，火电业全年亏损额将超过 08 年。行业性亏损、现金流恶化的情形无法持续，必然推动行政性干预措施的出台。如若行业性亏损发生，将激发投资者对于电价调整的预期。建议投资者关注一季度末电煤价格变化趋势。

A 股：我们审慎推荐顺序是：国电电力（600795.CH）、华能国际（600011.CH）和申能股份（600642.CH）。

H 股：股价下行空间有限，但短期缺少股价上涨的催化剂。1) 当前股价充分反映了煤价上涨的预期，继续下行空间有限，安全边际大：过去一个月内，H 股电力股普遍下跌约 15%，当前电力股估值属历史较低水平：对应 2010 年市净率均值仅 1.3x。2) 发电商 1、2 月份盈利仍不乐观。3) 我们看好二季度火电商业绩反弹，建议关注一季度末电煤价格变化趋势。维持对于华能国际（902.HK）审慎推荐投资评级，12 个月目标价 HKD5.8。

风险：

1 月份电煤价格加速上涨。

11 月份：发电量同比增长 27%——好于预期

11 月发电量同比增长 27%

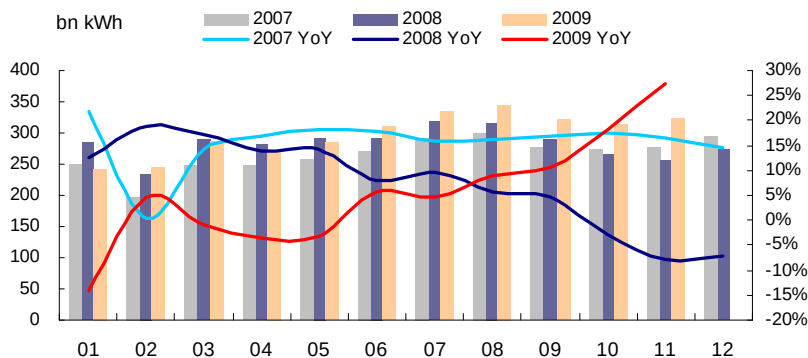
同比增速较 10 月份提高 9.8 个百分点，主要源自 1) 工业用电需求恢复较好，2) 08 年 4 季度电量基数低。

预计 12 月份电量同比增速将达 25%-30%，全年累计增速为 6%-7%。

正常情况下，12 月份累计电量较 11 月份环比提升约 5%，以此测算，12 月份电量将同比提升 25%-30%。全年累计增速将达 6%-7%。

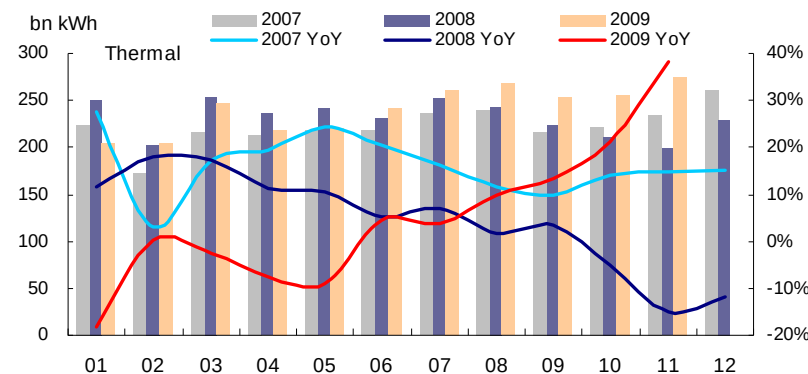
11 月份，水电电量负增长加剧（同比下降 23%），导致火电增速继续强劲回升，11 月份，火电电量同比增长达 38%。

图表 1：月度发电量及同比增速



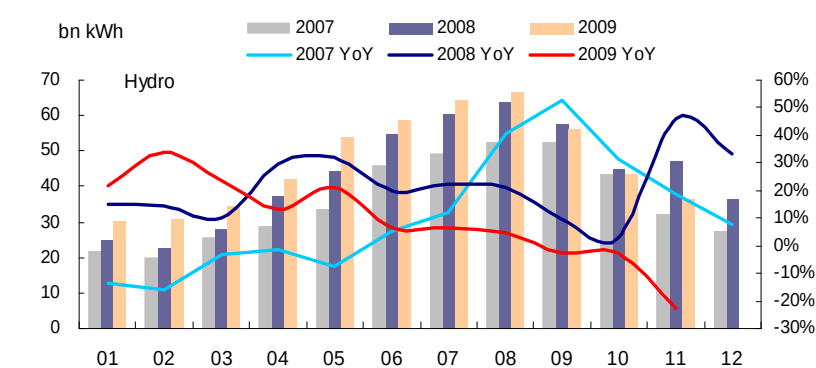
资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 2：月度火电发电量及同比增速



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 3：月度水电发电量及同比增速



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

11 月份：电量环比回升 2.4%

工业用电量持续增长

11 月，全国用电量环比回升 2.4%，略好于历史平均（环比提升 1%-2%），主要源自工业用电的增加。11 月份，工业用电量环比回升，带动 11 月份全国用电量环比上升 3.3 个百分点；第一、三产业和居民用电均出现下降，带动全国用电量环比下降 0.8 个百分点。

电力行业自身用电增加仍是工业用电回升的主因

工业用电包括：采矿业——占工业电量的 7%、制造业——占工业电量的 73%和电力生产和运输行业本身用电——占工业电量的 20%。

11 月份，工业用电回升，带动全国用电量环比增加 3.3 个百分点。其中，**电力行业本身用电回升带动工业用电增加 2 个百分点**；制造业和采矿业用电分别带动工业用电分别增加 1 和 0.3 个百分点。

制造业电量增加

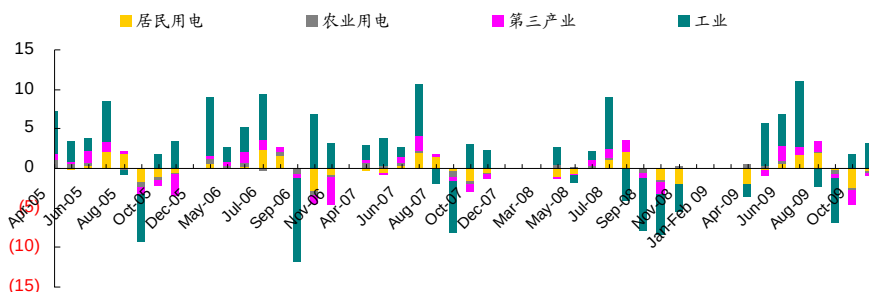
制造业用电包括：四大主要用电行业——占制造业用电量的 60%，和其他制造业用电——占制造业用电量的 40%。

11 月份，制造业用电环比回升 1.7%：

四大主要用电行业——持续上升，并未出现季节性回落，好于往年。推动全国用电量环比增加 0.2 个百分点。

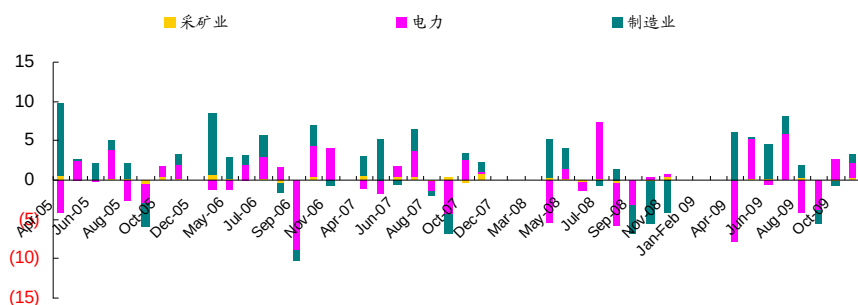
其他制造业——各行业普遍出现用电量环比回升，显著好于往年。推动全国用电量环比增加 1 个百分点。

图表 4：月度电量环比增速及结构



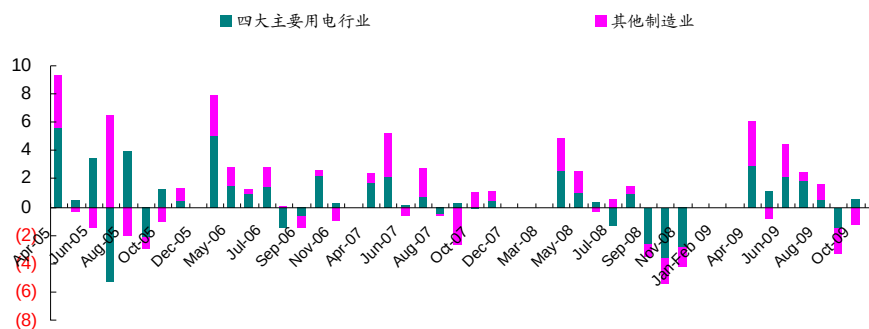
资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 5：工业用电量环比增速及结构



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 6：制造业用电量环比增速及结构



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

11 月份：华北、南方地区用电量回升加快

1-11 月全国累计用电量同比增长 5%

1-11 月累计用电量 3.3 万亿 kwh，较去年同期增长 5%，主要源自工业用电的恢复。预计全年用电量增速为 6%-7%。

高耗能产业较为集中的西北多数省份、内蒙用电量 11 月份也首次实现正增长。山西地区用电量仍同比下降，但降幅继续收窄。

图表 8：各个省份用电量及同比增速

	FY2007	FY2008	1-2M09	1-3M09	1-4M09	1-5M09	1-6M09	1-7M09	1-8M09	1-9M09	1-10M09	1-11M09
全国合计	14.4%	5%	-5%	-4%	-4%	-4%	-2%	-1%	0%	1%	3%	5%
东北	9%	5%	-5%	-5%	-5%	-4%	-3%	-3%	-1%	0%	1%	3%
辽宁	11%	3%	-8%	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-2%	-1%	1%	4%
吉林	12%	8%	-1%	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	0%	2%
黑龙江	5%	6%	-2%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	0%	0%	1%	2%
华北	17%	3%	-7%	-5%	-5%	-5%	-4%	-2%	0%	1%	3%	5%
内蒙	30%	4%	-16%	-15%	-15%	-14%	-12%	-9%	-6%	-5%	-2%	3%
山西	19%	-3%	-11%	-12%	-13%	-14%	-13%	-11%	-11%	-10%	-8%	-6%
北京	9%	3%	0%	2%	1%	2%	3%	4%	5%	5%	5%	7%
天津	13%	4%	-6%	-4%	-3%	-3%	-1%	0%	1%	2%	3%	5%
河北	16%	4%	0%	0%	-1%	-1%	1%	3%	5%	6%	8%	11%
山东	14%	5%	-7%	-4%	-2%	-1%	-1%	1%	2%	3%	4%	6%
华东	14%	6%	-6%	-4%	-3%	-3%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%
上海	8%	6%	-11%	-7%	-6%	-5%	-4%	-4%	-3%	-3%	-2%	0%
江苏	15%	5%	-6%	-4%	-3%	-3%	-1%	-1%	0%	1%	2%	4%
浙江	15%	6%	-7%	-5%	-4%	-3%	-1%	0%	1%	2%	3%	5%
安徽	15%	11%	3%	5%	5%	4%	6%	7%	7%	8%	8%	10%
福建	15%	7%	-4%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	1%	2%	3%	5%
华中	14%	6%	-3%	-3%	-2%	-2%	-1%	1%	2%	3%	4%	7%
江西	15%	7%	2%	3%	3%	3%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
河南	19%	9%	-10%	-9%	-8%	-7%	-5%	-3%	-2%	-1%	1%	3%
湖北	13%	7%	-7%	-4%	-3%	-4%	-3%	0%	1%	2%	4%	6%
湖南	14%	2%	12%	10%	6%	4%	4%	4%	6%	7%	8%	10%
重庆	10%	8%	-1%	0%	0%	-1%	0%	2%	4%	5%	7%	8%
四川	11%	2%	-2%	-2%	-1%	1%	3%	4%	3%	4%	6%	8%
西北	14%	9%	-11%	-9%	-8%	-7%	-4%	-4%	-3%	-1%	1%	1%
陕西	12%	8%	-5%	-5%	-4%	-4%	-3%	-2%	-2%	-1%	0%	2%
甘肃	14%	11%	-12%	-11%	-9%	-6%	-5%	-4%	-4%	-3%	-2%	1%
青海	17%	9%	-10%	-8%	-8%	-9%	-9%	-8%	-7%	-4%	-1%	4%
宁夏	14%	0%	-27%	-24%	-22%	-20%	-18%	-15%	-12%	-9%	-5%	1%
新疆	16%	16%	0%	3%	4%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	11%
南方	14%	5%	0%	-1%	-3%	-4%	-2%	0%	1%	2%	3%	5%
广东	13%	4%	-8%	-7%	-7%	-7%	-4%	-3%	-1%	0%	1%	2%
广西	17%	10%	-7%	-7%	-8%	-7%	-4%	-2%	1%	4%	6%	9%
海南	15%	9%	2%	3%	4%	5%	6%	6%	13%	8%	9%	9%
贵州	16%	3%	38%	23%	10%	5%	2%	2%	3%	4%	7%	11%
云南	14%	7%	4%	12%	4%	5%	8%	8%	8%	7%	9%	10%
西藏区	17%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

[图表中红色区域：用电量增速好于全国平均水平]

1-11 月：火电利用小时同比下降 3%

1-11 月，火电利用小时同比降幅缩窄至 3%。

1-11 月，火电累计利用小时为 4377 小时，同比下降 3%。

截止 11 月，江苏省火电机组利用小时同比增长 7%，至 4992 小时。河北、山东省火电机组利用小时结束负增长，分别为 4844 小时和 4555 小时。

广西、贵州：火电利用小时出现大幅反弹，与当地水电结束丰水期有关。

西北地区：由于过去两年装机投产较快，利用小时下滑压力仍较大。

图表 9：各区域火电机组利用小时及同比增速

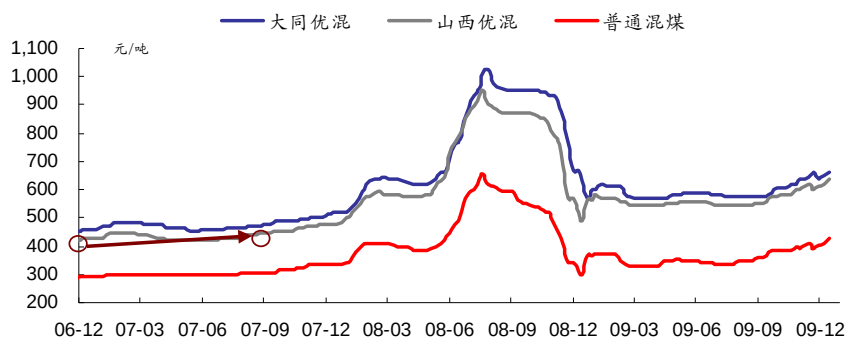
区域	09年1-11月	08年1-11月	07年1-11月	09年1-2月	09年1-3月	09年1-4月	09年1-5月	09年1-6月	09年1-7月	09年1-8月	09年1-9月	09年1-10月	09年1-11月
全国	4377	4507	4834	-15%	-14%	-14%	-14%	-13%	-11%	-9%	-8%	-6%	-3%
东北													
辽宁	4888	5104	5422	-15%	-15%	-14%	-14%	-13%	-11%	-9%	-8%	-6%	-4%
吉林	4568	5507	5679	-10%	-14%	-17%	-19%	-21%	-21%	-20%	-20%	-19%	-15%
黑龙江	3836	4374	4769	-15%	-14%	-14%	-15%	-16%	-15%	-14%	-14%	-14%	-12%
华北													
内蒙	4134	4440	5029	-21%	-17%	-17%	-17%	-16%	-14%	-12%	-10%	-9%	-7%
山西	4495	4875	5627	-14%	-16%	-15%	-16%	-15%	-12%	-11%	-11%	-10%	-8%
北京	4378	4566	4952	10%	7%	-5%	-11%	-17%	-15%	-11%	-10%	-7%	-6%
天津	4603	4767	5274	-22%	-15%	-33%	-13%	-11%	-9%	-5%	-6%	-5%	-3%
河北	4844	4832	5356	-13%	-13%	-13%	-12%	-11%	-8%	-5%	-3%	-1%	0%
山东	4555	4543	4547	-11%	-9%	-8%	-7%	-6%	-5%	-3%	-3%	-1%	0%
华东													
上海	4125	4476	4555	-22%	-18%	-16%	-15%	-12%	-14%	-13%	-11%	-10%	-8%
江苏	4992	4697	4718	-9%	-6%	-5%	-3%	0%	-1%	1%	2%	4%	7%
浙江	4394	4600	5276	-16%	-14%	-13%	-12%	-11%	-10%	-9%	-7%	-7%	-4%
安徽	4453	5057	4926	-17%	-16%	-18%	-22%	-20%	-15%	-13%	-15%	-14%	-12%
福建	4522	4723	4868	-10%	-16%	-16%	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-7%	-4%
华中													
江西	4089	4039	4375	-11%	-13%	-11%	-15%	-11%	-9%	-7%	-4%	-1%	1%
河南	4098	4388	4641	-24%	-23%	-22%	-20%	-18%	-16%	-14%	-12%	-11%	-7%
湖北	3902	3652	4232	-17%	-17%	-14%	-17%	-18%	-16%	-10%	-4%	1%	7%
湖南	3743	3524	4318	-10%	-7%	-16%	-23%	-20%	-17%	-8%	-1%	1%	7%
重庆	4031	3965	4120	-13%	-7%	0%	-5%	-10%	-12%	-7%	-3%	-2%	2%
四川	3510	2923	3953	-3%	9%	10%	12%	16%	6%	15%	13%	13%	21%
西北													
陕西	3692	4638	5064	-23%	-21%	-22%	-24%	-24%	-22%	-23%	-23%	-22%	-20%
甘肃	3964	4970	5465	-31%	-34%	-31%	-27%	-33%	-31%	-31%	-31%	-23%	-20%
青海	4728	4864	5258	-11%	-10%	-20%	-22%	-22%	-19%	-15%	-10%	-7%	-3%
宁夏	4704	5744	6187	-35%	-36%	-34%	-34%	-32%	-30%	-28%	-25%	-23%	-18%
新疆	4779	5119	4904	-23%	-14%	-13%	-14%	-14%	-6%	-14%	-5%	-8%	-6%
南方													
广东	4265	4288	4266	-29%	-27%	-26%	-22%	-17%	-12%	-10%	-9%	-6%	-3%
广西	3317	3049	4226	-46%	-47%	-51%	-49%	-43%	-37%	-28%	-16%	-4%	9%
海南	3772	4213	3860	3%	9%	-1%	-1%	-2%	-13%	-13%	-14%	-11%	-10%
贵州	4031	3965	4120	-13%	-7%	0%	-5%	-10%	-12%	-7%	-3%	-2%	2%
云南	3510	2923	3953	-3%	9%	10%	12%	16%	6%	15%	13%	13%	21%

资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

[图表中红色区域：利用小时下滑压力小于全国平均水平]

电煤：季节性因素，煤价仍将上升

图表 10：秦皇岛电煤价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

四季度煤价上涨符合预期

11、12 月份为煤炭销售旺季，电煤价格持续季节性上涨趋势。四季度火电发电商利润率回落。这已包含在我们当前的业绩预测中。

12 月，秦皇岛煤价月环比升 15%

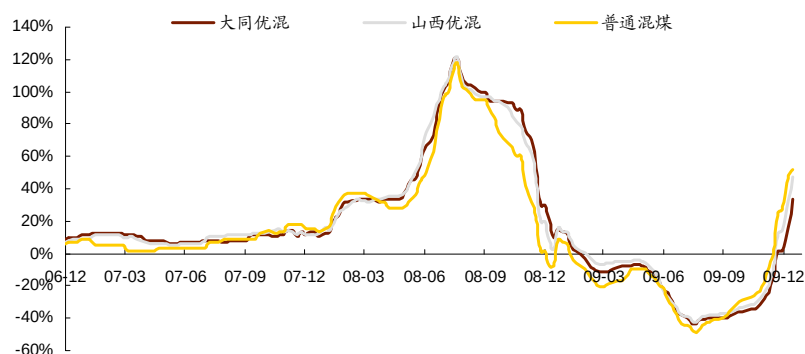
12 月 14 日，秦皇岛大同优混 6000 大卡含税车板价比 11 月中旬上涨 100 元至 760 元/吨，周环比上涨 4%，月环比上涨 15%。

煤炭库存开始回落

经历了 11 月份短暂的库存上升之后，12 月份，秦皇岛库存开始出现回落，至 09 年中期的水平：约 625 万吨。

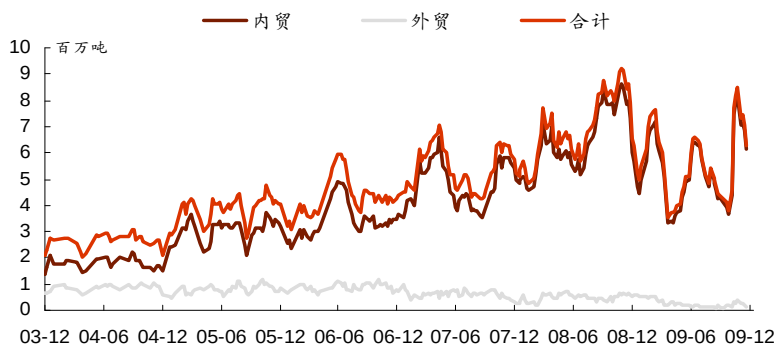
我们认为，明年 1 月至春节前，秦皇岛港库存仍有下行风险：未来一段时间，电厂不仅需采购日常发电用煤，还需提前储备春节较长假期的发电用煤。而同时期内，煤炭供应不会出现相应增加。这将从侧面支持煤价维持高位，对火电发电商不利。

图表 11：秦皇岛电煤价格同比增速



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 12：秦皇岛煤炭库存走势



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

多数省份点火价差已回落至年初水平

12月，各省煤价普遍出现上涨

12月，仅华中、西北省份的点火价差好于09年1季度的水平，其他地区点火价差均较1季度更薄。四季度火电行业盈利或低于年初的水平。

2010年1季度，若电煤价格维持目前的水平，考虑1季度是全年利用小时最低的时期，火电行业将面临亏损风险。

火电行业承受成本上升能力弱

截至8月末，火电行业税前ROE和税前利润率分别达7.3%和4.7%，四季度行业盈利回落，全年来看，火电行业利润率约4.2%，是1999-2007年最低水平。

2010年，若电煤均价较09年上涨50元/吨，则全行业将增加成本超过700亿元，行业亏损程度较08年更为严重。

图表 13：各地区点火价差比较

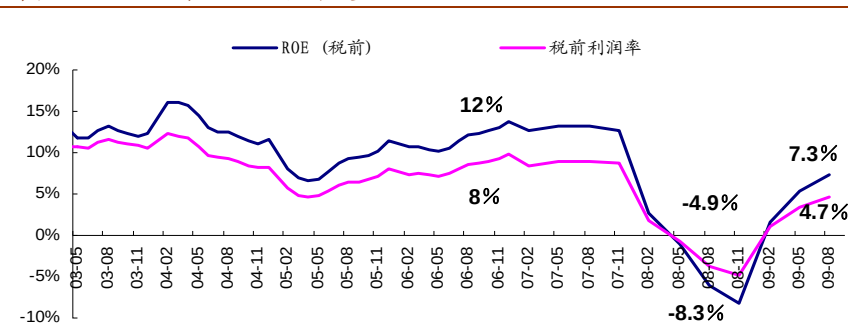
	(元/吨瓦时)	07年12月	08年12月	09年1月	09年2月	09年3月	09年4月	09年5月	09年6月	09年7月	09年8月	09年9月	09年10月	09年11月	09年12月	当前点火价差好于07年12月
东北	辽宁	179	168	168	161	179	183	183	183	190	190	186	176	169	158	
	吉林	168	128	128	120	130	138	138	138	145	145	141	135	127	118	
	黑龙江	164	110	110	102	102	114	114	114	121	121	116	116	101	95	
华北	内蒙	130	106	102	102	110	110	110	110	113	113	110	110	108	106	
	山西	91	74	59	39	39	76	76	73	88	89	81	78	78	61	
	北京	156	129	129	143	143	143	143	143	146	146	146	140	137	129	
	天津	122	108	105	108	120	128	125	115	123	120	112	105	89	55	
	河北	89	123	122	122	131	131	127	135	135	135	135	131	127	118	yes
华东	山东	78	39	32	49	49	100	100	100	100	100	93	86	86	56	
	上海	151	176	169	180	176	171	171	173	171	166	166	156	136	121	
	江苏	109	166	166	120	151	151	151	151	166	166	162	162	138	116	yes
	浙江	160	163	163	179	179	179	179	179	183	183	179	169	146	135	
华中	安徽	128	47	47	67	67	106	106	114	130	130	130	122	122	88	
	福建	125	125	125	141	141	141	141	141	146	146	141	131	108	97	
	江西	114	18	18	35	35	45	45	52	63	63	69	69	71	71	
	河南	148	75	63	117	117	117	129	129	129	129	127	129	126	126	
	湖北	174	161	150	139	139	139	139	139	139	139	143	158	143	147	
	湖南	191	174	163	152	152	152	152	152	152	152	156	170	156	159	
西北	重庆	97	90	90	90	104	104	104	104	118	118	118	118	121	116	yes
	四川	90	73	73	73	88	88	88	103	103	103	103	103	111	106	yes
	陕西	126	87	83	87	87	87	95	99	99	99	99	99	107	95	
	甘肃	121	65	61	61	61	61	61	61	93	99	96	96	94	91	
	青海	116	53	49	49	49	49	49	49	83	90	87	87	93	89	
南方	宁夏	118	30	30	26	26	26	26	26	26	63	63	63	57	52	
	新疆	132	132	132	152	152	152	150	150	152	150	148	148	128	128	
	广东	172	131	131	149	156	156	156	156	158	158	140	116	93	52	
	广西	73	37	28	28	28	43	43	43	67	67	78	89	89	89	yes
	海南	130	78	78	95	102	102	102	104	104	104	86	63	50	10	
	贵州	100	73	65	65	65	76	76	76	76	76	76	78	79	76	
	云南	94	33	33	11	11	48	48	48	53	53	53	55	73	73	

• 点火价差按照市场煤计算
 • 08年7月份点火价差考虑第一次电价上调
 • 08年8月份点火价差考虑第二次电价上调
 • 09年11月份点火价差考虑电价结构性调整

资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

[图表中绿色区域：点火价差逐月减少]

图表 14：火电行业盈利能力变化



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 15：火电行业盈利能力变化

2010E	华电国际	华能国际	国投电力	建投能源	大唐发电	国电电力	中能股份	华润电力	长江电力
电价敏感度(+1%)	15%	14%	16%	8%	15%	5%	5%	5%	2%
燃料成本敏感度(+1%)	-9%	-9%	-7%	-5%	-7%	-2%	-3%	-2%	0%
利用率敏感度(+1%)	6%	5%	10%	4%	4%	3%	1%	2%	2%

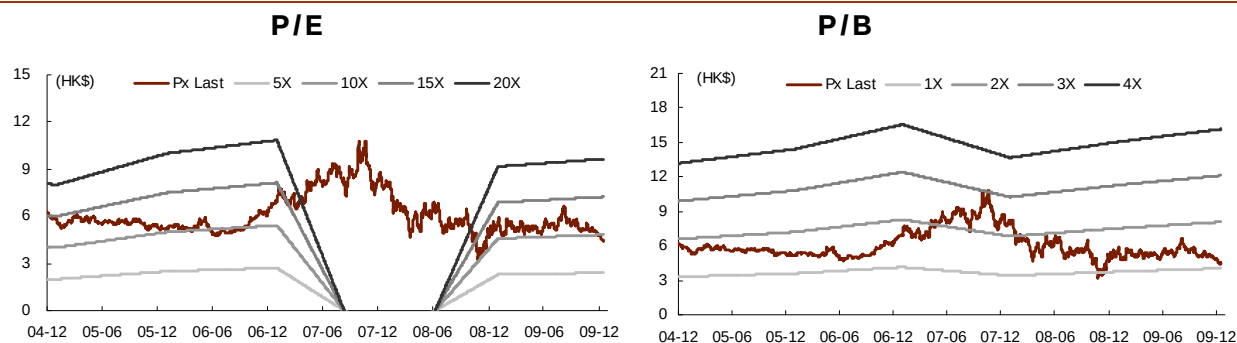
资料来源：中金公司研

图表 16：可比公司估值表

	Price		总股本	流通股本	总市值	EPS				P/E(x)				P/B(x)			
	2009-12-17	投资建议	(百万股)	(百万股)	(十亿元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
A 股	(Rmb)						(Rmb)										
国电电力	7.11	审慎推荐	5,448	5,448	39	0.03	0.32	0.38	0.46	216.5	22.5	18.7	15.6	2.7	2.5	2.0	1.8
华能国际	7.78	审慎推荐	12,055	2,878	82	(0.31)	0.40	0.42	0.47	(25.3)	19.3	18.7	16.7	2.6	2.4	2.2	2.1
中能股份	11.51	审慎推荐	2,890	2,890	33	0.21	0.60	0.63	0.64	56.1	19.3	18.3	18.0	2.5	2.4	2.2	2.0
深圳能源	13.11	审慎推荐	2,202	599	29	0.47	0.96	0.81	0.82	27.9	13.7	16.2	16.0	2.6	2.2	2.1	1.9
华电国际	5.33	审慎推荐	6,771	4,590	31	(0.38)	0.19	0.24	0.26	(14.1)	28.6	22.0	20.2	2.9	2.3	2.1	2.0
长江电力	13.02	审慎推荐	11,000	4,909	143	0.42	0.48	0.69	0.72	31.2	27.2	18.8	18.1	2.8	2.3	2.2	2.1
广州控股	7.52	中性	2,059	2,059	15	0.16	0.32	0.36	0.40	47.4	23.2	20.7	18.8	1.7	1.7	1.6	1.6
上海电力	5.77	中性	2,140	2,140	12	(0.70)	0.14	0.19	0.25	(8.2)	40.7	30.9	23.2	2.8	2.1	1.9	1.8
国投电力	9.69	审慎推荐	1,995	1,055	19	0.12	0.13	0.32	0.44	82.3	74.7	30.3	22.3	2.5	1.6	1.6	1.5
建投能源	6.85	中性	914	547	6	0.05	0.20	0.29	0.31	135.3	33.6	23.5	22.1	2.2	2.1	1.9	1.8
内蒙华电*	7.75	中性	1,981	573	15	(0.40)	0.21	0.24	0.45	(19.2)	36.4	32.4	17.3	4.7	4.2	3.9	3.3
大唐发电	8.90	中性	11,780	4,413	85	0.07	0.13	0.16	0.17	127.4	69.7	56.1	52.2	4.0	4.0	3.8	3.6
平均值										n.a	33.0	25.1	21.8	2.8	2.4	2.3	2.1
中间值										n.a	27.2	20.7	18.8	2.6	2.3	2.1	2.0
H/B 股	(HK\$)	目标价(HK\$)				(HK\$ bn)				(HK\$)							
华能电力	4.30	审慎推荐 5.80	12,055	3,055	93	(0.35)	0.46	0.48	0.55	(12.3)	9.4	8.9	7.8	1.3	1.1	1.1	1.0
华电国际	1.99	审慎推荐 2.40	6,771	1,431	35	(0.43)	0.21	0.28	0.31	(4.6)	9.4	7.1	6.3	1.0	0.8	0.7	0.6
华润电力	14.76	中性 15.50	4,290	4,672	69	0.41	0.97	1.02	1.28	36.4	15.2	14.5	11.5	2.4	1.9	1.7	1.5
大唐发电	3.25	中性 3.50	11,780	3,279	96	0.08	0.15	0.18	0.20	40.9	22.4	17.6	16.0	1.3	1.3	1.2	1.1
中国电力*	1.99		3,606	3,606	10	(0.22)	0.16	0.20	0.24	(9.2)	12.3	9.9	7.8	0.7	0.7	0.7	0.6
中电控股*	52.05		2,406	2,408	125	4.33	3.21	3.56	3.70	12.0	16.2	14.6	14.1	1.9	1.9	1.9	1.8
香港电灯*	41.90		2,134	2,134	89	3.76	3.02	3.13	3.23	11.1	13.9	13.4	13.0	1.9	1.8	1.7	1.7
平均值										n.a	13.6	11.9	10.9	1.4	1.3	1.2	1.2
中间值										n.a	13.1	11.6	11.2	1.3	1.2	1.1	1.0

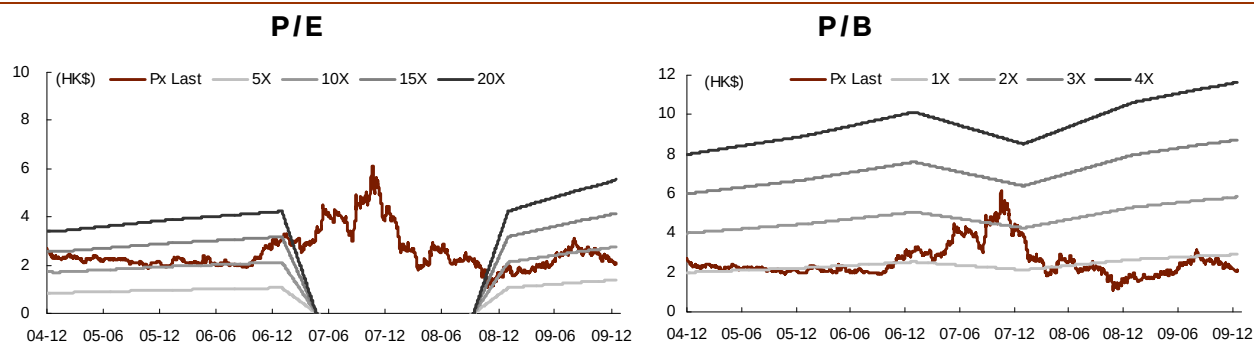
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 17：华能国际-H (902.HK) 历史 P/E 和 P/B



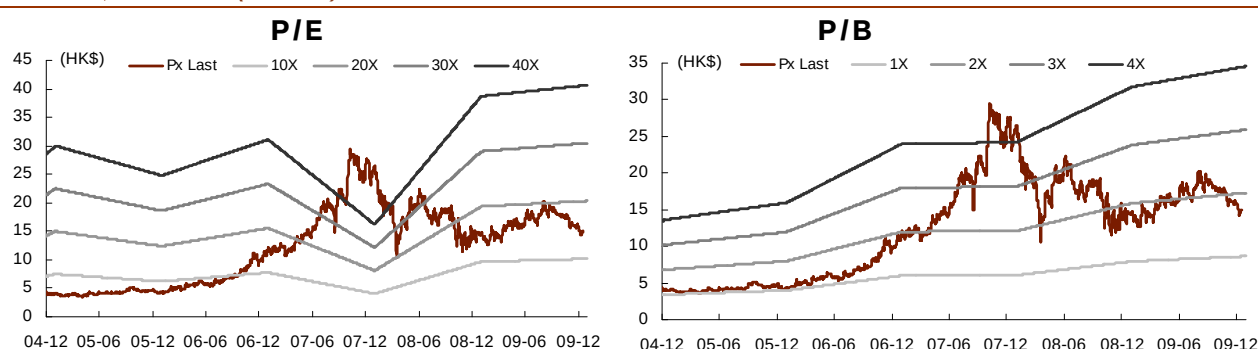
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 18: 华电国际-H (1071.HK) 历史 P/E 和 P/B



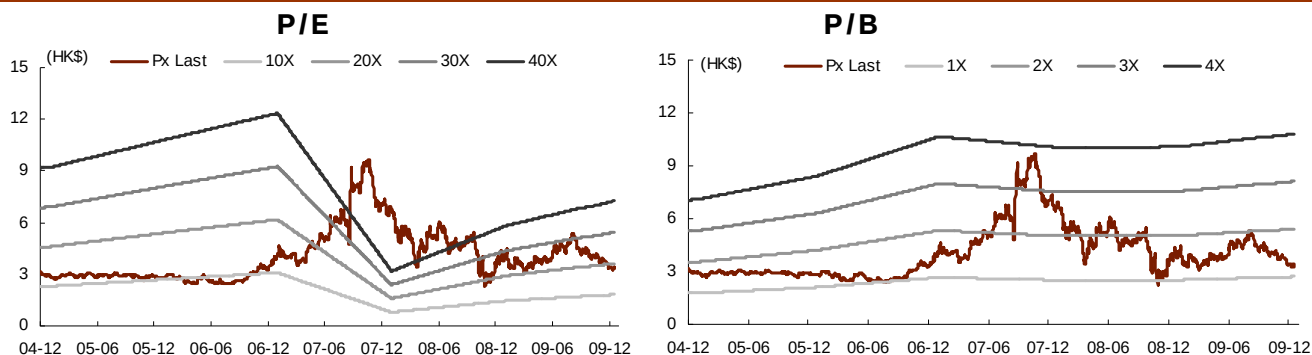
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 19: 华润电力-H (836.HK) 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 20: 大唐发电-H (991.HK) 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。