

2010年11月2日

中立
电力

增持
燃气分销

增持
可再生能源

减持
香港公共事业

姚圣, CFA

(852) 2905 2105

peter.yao@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090002

估值表

公司名称	评级	股价 (港币)	目标 价格 (港币)	上升 空间 (%)
华能国际-H 股	持有	4.47	4.60	2.91
大唐国际-H 股	买入	3.16	3.65	15.51
华润电力	买入	15.28	21.00	37.43
华电国际-H 股	卖出	1.80	1.60	(11.11)
中电国际	持有	1.77	1.90	7.34
龙源电力	买入	8.12	10.85	33.62
中国光大国际	买入	4.24	4.40	3.77
中国风电	买入	0.80	1.10	37.50
中国电力新能源	买入	0.77	1.04	35.06
北京控股	持有	53.40	61.00	14.23
新奥燃气	买入	24.30	23.90	(1.65)
中国燃气	持有	4.44	4.19	(5.63)
华润燃气	买入	11.80	13.10	11.02
港华燃气	卖出	3.53	3.10	(12.18)
粤海投资	买入	4.01	4.80	19.70
中电控股	持有	64.40	60.10	(6.68)
港灯集团	持有	50.20	49.00	(2.39)
中华煤气	持有	18.90	17.10	(9.52)
香港新能源	买入	0.68	0.77	13.24

资料来源: 彭博及中银国际研究预测

以2010年10月26日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司

公用事业周报

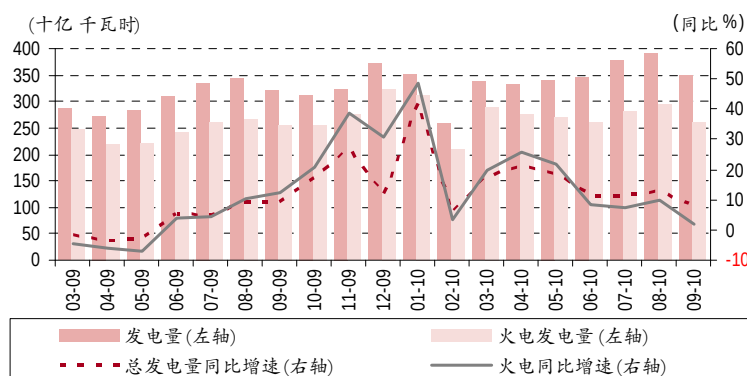
独立发电企业依然面临压力

上周, 中银国际覆盖的公用事业相关股票的表现相对市场来说较为疲软。国内的发电企业依然因为财资紧张、即将到来的冬季储煤季却又正值煤价上涨, 因而不被投资者看好。10月电价并未上涨。由于我国政府需要平衡通胀与增长的关系, 同时也要保持社会的安定团结, 因此对于终端用户层面的公用事业(电力、天然气和供水等)涨价将会格外的谨慎。即使年末涨价, 我们相信大部分分析师也已经在独立发电企业的盈利模型中考虑到了5%的涨价影响。

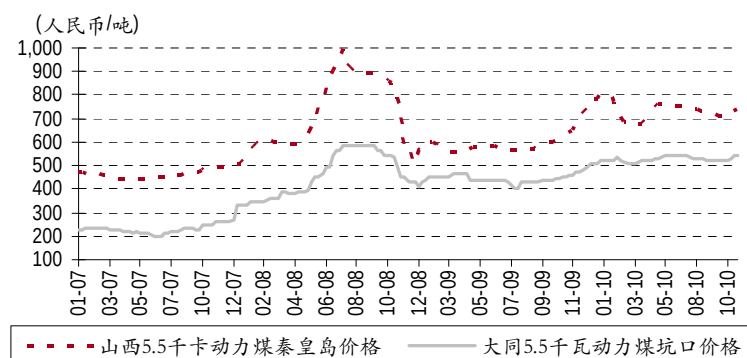
主要趋势

- 买入北京控股, 今冬北京地区供应充足, 燃气利用率高于预期;
- 买入龙源电力, 今年公司盈利可见性较高且股价表现相对较弱;
- 卖出华电国际, 主要是因为煤价走高, 且短期内盈利可见性较低。

图表 1. 月度发电量走势



图表 2. 秦皇岛港口煤炭现货价格与坑口价格



中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

增持(OVERWEIGHT)/买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数升幅多于10%; 减持(UNDERWEIGHT)/卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数降幅多于10%。未有评级(NR)。中立(NEUTRAL)/持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数在下10%区间内波动

上周股票表现

公用事业股总体表现落后大市。华电国际公告3季度亏损后，其A股和H股股价均较上周下挫6.4%

上周，恒生指数上涨 0.1%，恒生国企指数下跌 0.9%，而我们覆盖中公用事业板块的总体表现落后大市。从各细分板块的相对表现来看，独立发电板块下跌 2.9%、燃气供应商和新能源板块均上涨 0.1%、香港公用事业板块下跌 0.4%。华电国际公告 3 季度净亏损 3.84 亿人民币后，A 股和 H 股股价均较上周下挫 6.4%。

图表 3. 公用事业板块估值对比

股票代码	公司名称	市值	股价	评级	目标价格	市盈率	市净率	股息率	净负债率	平均净资产收益率	过去1周表现						
		(美元 百万)	2010年10月26日		(港币)	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	绝对	相对
香港公用事业股																	
0002.HK	中电控股	19,988	64.40	持有	60.10	14.0	16.8	2.0	1.9	3.9	4.2	48	47	14.9	11.7	0.2	0.0
0003.HK	中华煤气	17,510	18.90	持有	17.10	28.6	28.6	3.6	3.3	1.7	1.8	45	52	12.9	12.2	(0.1)	(0.2)
0006.HK	港灯集团	13,820	50.20	持有	49.00	15.7	15.2	2.0	1.9	4.2	4.2	12	8	12.8	12.7	(0.9)	(1.0)
平均						19.4	20.2	2.5	2.4	3.3	3.4	35.0	35.7	13.5	12.2	(0.3)	(0.4)
中国电力股																	
0991.HK	大唐国际	11,206	3.16	买入	3.65	17.8	12.9	1.1	0.9	2.9	3.7	412	366	6.6	8.1	(4.5)	(3.7)
0836.HK	华润电力	9,288	15.28	买入	21.00	11.8	9.6	1.7	1.4	2.7	3.4	147	153	15.3	16.2	(0.7)	(0.8)
0902.HK	华能国际	10,545	4.47	持有	4.60	12.9	11.2	1.0	0.9	3.9	4.7	235	262	8.7	8.6	(2.2)	(1.3)
1071.HK	华电国际	3,593	1.80	卖出	1.60	(14.1)	25.9	0.7	0.7	0.0	0.6	424	514	(4.7)	2.8	(7.2)	(6.4)
2380.HK	中电国际	1,166	1.77	持有	1.90	14.5	10.4	0.6	0.6	3.3	4.6	219	229	4.3	5.8	(0.6)	0.3
601991.SS	大唐国际	11,206	7.32	持有	8.10	46.6	30.4	2.8	2.2	1.1	1.4	414	368	6.6	8.2	(4.5)	(3.7)
600011.SS	华能国际	10,545	6.52	买入	7.10	20.7	18.3	1.7	1.7	2.3	2.8	229	262	9.3	9.2	(2.2)	(1.3)
600027.SS	华电国际	3,593	4.08	卖出	3.70	(45.3)	51.0	1.8	1.8	0.0	0.2	431	523	(4.1)	3.7	(7.2)	(6.4)
平均						8.1	21.2	1.4	1.3	2.0	2.7	314	335	5.3	7.8	(3.6)	(2.9)
中国燃气公用事业股																	
0392.HK	北京控股	7,834	53.40	持有	61.00	21.4	17.9	1.7	1.5	1.4	1.7	13	15	8.4	9.0	(0.4)	0.5
2688.HK	新奥燃气	3,292	24.30	买入	23.90	21.1	16.8	3.7	3.1	1.2	1.5	48	39	19.4	20.9	1.0	1.9
1193.HK	华润燃气	2,787	11.80	买入	13.10	22.7	17.0	5.2	4.2	0.8	1.2	67	90	28.6	27.2	(0.8)	0.0
0384.HK	中国燃气	2,084	4.44	持有	4.19	23.0	19.1	2.4	2.2	0.5	0.9	151	123	16.9	20.0	(3.3)	(2.4)
1083.HK	港华燃气	1,115	3.53	卖出	3.10	22.1	17.9	1.0	0.9	0.8	1.1	26	30	4.5	5.7	(0.3)	0.6
平均						22.1	17.7	2.8	2.4	0.9	1.3	61	59	15.6	16.6	(0.7)	0.1
环保/新能源股																	
0916.HK	龙源电力	7,818	8.12	买入	10.85	26.9	18.0	2.2	2.0	0.6	0.9	114	158	8.5	11.6	0.1	1.0
0270.HK	粤海投资	3,222	4.01	买入	4.80	10.6	9.7	1.3	1.2	3.2	3.5	22	23	13.1	13.0	(0.2)	0.6
0257.HK	中国光大国际	1,992	4.24	买入	4.40	26.3	19.8	2.9	2.5	0.7	0.9	41	58	11.8	13.8	0.0	0.9
0735.HK	中国电力新能源	707	0.77	买入	1.04	16.7	12.2	1.0	0.9	0.0	0.0	78	78	6.5	8.5	(1.3)	(0.4)
0182.HK	中国风电	763	0.80	买入	1.10	16.1	10.9	1.6	1.3	0.0	0.0	48	48	10.6	13.5	(4.8)	(3.9)
0987.HK	香港新能源	75	0.68	买入	0.77	19.0	77.5	0.9	0.9	0.0	0.0	74	74	5.2	1.2	1.5	2.4
平均						19.3	24.7	1.7	1.5	0.8	0.9	63	73	9.3	10.3	(0.8)	0.1

资料来源：中银国际研究、彭博

最新信息及我们的解读

在最近一次的3.5吉瓦风电项目招标中，风电机组的价格持续下滑

在最近的一次招标中，1.5兆瓦风电机组报价大多在4,000-4,100元/千瓦之间，其中华锐风电和金风科技的报价最低，分别达到了3,983元/千瓦和3,850元/千瓦(最低)。上海电气给出的2兆瓦机组报价低至3,899元/千瓦，东方电气和广东明阳给出的2.5兆瓦机组和3兆瓦机组报价分别为4,036元/千瓦和4,100元/千瓦。风电机组的价格较年初的4,600元/千瓦已下降了13%左右。虽然国产化率提高、原材料价格下降、运输成本下降以及生产规模扩大是价格下降的主要原因，但我们仍然担心出现价格战以及产品质量方面的潜在风险。

十大可再生能源重点工程

国家能源局组织编制的可再生能源的“十二五”规划初稿正式完成，提出“十大可再生能源重点工程”，其中包括金沙江、怒江流域的水电基地和之前宣布的七千万千瓦级风电工程中的五个。太阳能发电作为后续潜力最大的可再生能源产业，同时还将推动生物质能多元化发展。规划中还提及了新能源配额、电网接入、配套基础设施及风电上网瓶颈等问题。

由于重工业电力需求持续放缓，4季度发电量增长缓慢

中国电力企业联合会预计，今冬至明春，电力需求和供给将基本保持平衡。华北、华东、西北和东北地区的电力供应仍将保持供需平衡的状态，而水电发电量的不确定性可能导致中部及南部地区的供需状况受到一定影响。中国电力企业联合会还预计，由于重工业电力需求持续放缓，4季度发电量增长缓慢，全年电力需求应能达到41,000亿千瓦时(同比增长12%)。

2009至2015年间，煤炭消费量增幅要控制在33%以内

国家能源局表示，到2015年，我国一次能源消费总量需要控制在40-42亿吨标准煤以内，非化石能源消费占一次能源消费的比重要达到11%以上。2009年我国一次能源消费总量为30.1亿吨标煤。“十二五”期间，华东地区(环渤海、长三角、珠三角等地)是控制煤炭消费总量的重点地区。

3季度十个省份的火电企业已出现亏损

据中国电力企业联合会最近发布的报告，3季度十个省份的火电企业已出现亏损。一些火电厂由于资金紧张而无法采购冬储煤炭，因此无法保证4季度的电力和热力供应。今年1-8月，河南、山西和安徽的火电企业亏损最为严重，原因主要是煤炭价格上涨且上网电价较低导致利润率受压。目前，亏损状况已蔓延至600兆瓦的大型发电机组。在我们覆盖的独立发电企业中，我们预计华电国际4季度将继续录得亏损，因为公司约有60%的电厂都位于盈利能力较差的地区。

图表 4. 发电量月度走势

月度发电量	2009 年 9 月	2009 年 10 月	2009 年 11 月	2009 年 12 月	2010 年 1 月	2010 年 2 月	2010 年 3 月	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2010 年 6 月	2010 年 7 月	2010 年 8 月	2010 年 9 月
发电量(十亿 千瓦时)	320.3	312.1	323.4	372.3	351.4	257.6	337.0	331.6	340.5	346.6	377.6	390.3	349.8
同比增速%	9.5	17.1	26.9	11.3	42.2	5.2	17.6	21.4	18.9	11.4	11.5	12.6	8.1
火电发电量(十亿 千瓦时)	254.0	256.1	276.0	323.9	312.8	210.3	288.3	276.4	270.9	261.7	280.9	295.1	260.1
同比增速%	12.3	20.8	38.8	30.7	48.7	3.2	19.7	25.6	21.6	8.6	7.5	9.9	2.0
水电发电量(十亿 千瓦时)	56.1	43.6	36.0	30.2	28.7	27.5	33.9	41.6	55.9	70.4	82.7	82.3	75.6
同比增速%	(3.7)	(4.0)	(23.3)	(3.6)	(0.9)	(13.6)	(1.5)	(1.2)	5.7	18.4	26.6	22.3	32.8

资料来源：中国煤炭资源网、中银国际研究

图表 5. 全国天然气产量月度走势

月度燃气产量	2009 年 9 月	2009 年 10 月	2009 年 11 月	2009 年 12 月	2010 年 1 月	2010 年 2 月	2010 年 3 月	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2010 年 6 月	2010 年 7 月	2010 年 8 月	2010 年 9 月
天然气(十亿 立方米)	6.88	7.19	7.86	7.36	8.29	7.58	8.36	7.62	7.35	7.10	7.19	7.61	7.37
同比增速%	8.0	10.2	11.6	8.3	13.2	12.2	16.1	11.9	8.6	6.0	3.2	8.5	8.90
液化石油气(百万 吨)	1.46	1.57	1.54	1.62	1.54	1.51	2.12	1.60	1.67	1.71	1.71	1.78	1.71
同比增速%	10.7	4.9	12.0	15.4	15.1	17.7	4.9	7.9	1.0	5.8	4.1	7.9	1.10

资料来源：万得数据、中银国际研究

研究摘要及评述

我们维持对大唐国际 A 股的**持有**评级及 H 股的**买入**评级。尽管标煤价格预测上调(2011 年预期同比上涨 2.7%)，但我们预测利润率将有所改善，于 2011 年达到 15.7%。大唐对煤价上升的敏感度较低，单位燃料成本每上升 1%，2011 年每股收益将下降 5.7%。基于贴现现金流模型，我们得出了 3.65 港币的 H 股新目标价，并将 A 股目标价下调至 8.10 元人民币。我们的 A 股及 H 股新目标价分别相当于 2.4 倍和 1.1 倍 2011 年市净率。

我们将华电国际 A 股及 H 股评级同时由持有下调为**卖出**。由于煤价上涨，我们预测华电国际 2010 年 4 季度业绩仍难令人满意。华电国际在独立发电企业中负债率最高，我们预测其净权益负债率将继续上升，于 2010 年达到 424.3%，再于 2011 年升至 513.8%的历史高点。我们的 H 股新目标价为 1.60 港币，我们同时将 A 股目标价下调至 3.70 人民币。我们的 A 股及 H 股新目标价分别相当于 1.6 倍和 0.6 倍 2011 预期市净率。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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