

2010年11月17日

公用事业周报

较好表现料难以维系



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	2.9
大唐国际-H股	买入	2.94	3.65	24.1
华润电力	买入	14.84	17.50	17.9
华电国际-H股	卖出	1.73	1.60	(7.5)
中电国际	持有	1.71	1.80	5.3
龙源电力	买入	7.80	10.85	39.1
中国光大国际	买入	4.07	4.40	8.1
中国风电	买入	0.76	1.10	44.7
中国电力新能源	买入	0.70	1.04	48.6
北京控股	持有	52.60	61.00	16.0
新奥燃气	买入	24.30	23.90	(1.6)
中国燃气	持有	4.33	4.19	(3.2)
华润燃气	买入	10.74	13.10	22.0
港华燃气	卖出	3.78	3.10	(18.0)
中油燃气	买入	0.99	1.20	21.2
粤海投资	买入	4.01	4.80	19.7
中电控股	持有	63.05	60.10	(4.7)
港灯集团	持有	50.20	49.00	(2.4)
中华煤气	持有	19.14	17.10	(10.7)
香港新能源	买入	0.67	0.77	14.9

资料来源: 彭博及中银国际研究预测

以2010年11月16日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

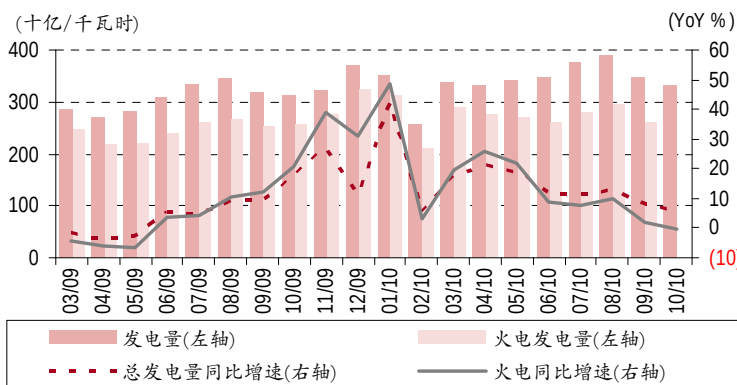
中银国际证券有限责任公司

涵盖了独立发电企业、燃气、供水、可再生能源和香港公用事业的公用事业板块上周板块整体表现优于大市的疲软走势,当然幅度各有不同。与我们预期一致,新能源板块延续下跌走势。在紧缩政策、高贝塔值行业面临获利回吐及商品价格见顶的种种压力之下,我们认为板块整体相对较强的走势很难持续较长的时间。投资者们可能会在别处寻找机会,因此不会把资金放在公用事业板块上过长时间。10月发电量同比增速继续放缓至5.9%。火电发电量14个月以来首次出现同比下滑。我们依然看好风电、燃气和垃圾发电企业,以及部分独立发电企业。

本周要点

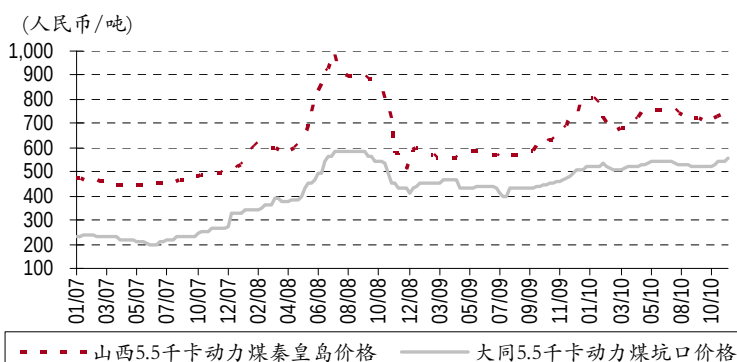
- 买入中国电力新能源,该股估值被挤压、基本面没有发生重大变化,同时也将受益于“十二五规划”。
- 买入华润电力,公司相对于其他独立发电企业在面临商品价格上涨时表现出了更好的弹性,且估值低廉。
- 买入龙源电力,在市场密切关注同业的风电场上市计划之机,公司更具吸引力。

图表1. 月度发电量走势



资料来源: 国家统计局

图表2. 秦皇岛港口煤炭现货价格与坑口价格



资料来源: 中国煤炭资源网

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

股票表现优于大市

公用事业板块上周表现超过大市，但新能源板块依然下跌

上周，恒生指数下跌 4.1%，恒生国企指数下跌 5.9%，而我们覆盖的公用事业板块的总体表现相对超越了大市。各细分板块上周相对基准指标表现不一，具体如下：独立发电板块高出 2.6%、燃气供应商高出 4.6%、新能源板块小幅高出 0.7%、香港公用事业板块超出恒生指数 3.4%。

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	市盈率	市净率	股息率	净负债率	平均净资产	过去 1 周表现					
			(美元, 10年11月 百万)	(港币/ 人民币) 16日		(港币/ 人民币)	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	19,568	63.05	持有	60.10	13.8	16.5	2.0	1.9	4.0	4.3	48	47	14.9	11.7	(1.1)	3.0
0003.HK	中华煤气	17,731	19.14	持有	17.10	29.0	29.0	3.7	3.4	1.7	1.8	45	52	12.9	12.2	0.3	4.4
0006.HK	港灯集团	13,819	50.2	持有	49.00	15.7	15.2	2.0	1.9	4.2	4.2	12	8	12.8	12.7	(1.2)	2.9
平均						19.5	20.2	2.5	2.4	3.3	3.4	35.0	35.7	13.5	12.2	(0.7)	3.4
中国电力股																	
0991.HK	大唐国际	10,443	2.94	买入	3.65	16.5	12.0	1.0	0.9	3.2	4.0	411.6	366.2	6.6	8.1	(6.1)	(0.1)
0836.HK	华润电力	9,021	14.84	买入	17.50	12.8	10.8	1.6	1.4	2.2	2.7	133.0	144.8	13.8	14.3	0.1	4.2
0902.HK	华能国际	9,923	4.47	持有	4.60	12.8	11.1	1.0	0.9	3.9	4.7	235.0	261.9	8.7	8.6	0.9	6.8
1071.HK	华电国际	3,344	1.73	卖出	1.60	(13.5)	24.7	0.7	0.6	0.0	0.7	424.3	513.8	(4.7)	2.8	(4.9)	1.0
2380.HK	中电国际	1,126	1.71	持有	1.80	17.4	10.4	0.6	0.6	3.3	4.7	219.2	230.3	4.4	5.5	(5.0)	0.9
601991.SS	大唐国际	10,443	6.78	持有	8.10	43.2	28.2	2.6	2.1	1.2	1.5	414.0	368.0	6.6	8.2	(6.1)	(0.1)
600011.SS	华能国际	9,923	6.02	持有	6.40	19.1	16.9	1.6	1.5	2.5	3.0	228.9	261.6	9.3	9.2	0.9	6.8
600027.SS	华电国际	3,344	3.76	卖出	3.70	(41.8)	47.0	1.7	1.7	0.0	0.2	430.9	523.3	(4.1)	3.7	(4.9)	1.0
平均						20.3	20.1	1.3	1.2	2.0	2.7	312.1	333.7	5.1	7.6	(3.1)	2.6
中国燃气公用事业股																	
0392.HK	北京控股	7,717	52.60	持有	61.00	21.1	17.6	1.6	1.5	1.5	1.7	13.0	15.0	8.4	9.0	(1.1)	4.8
2688.HK	新奥燃气	3,291	24.30	买入	23.90	21.0	16.7	3.7	3.1	1.2	1.5	48.0	39.1	19.4	20.9	(3.4)	2.5
1193.HK	华润燃气	2,537	10.74	买入	13.10	20.7	15.5	4.8	3.8	0.8	1.3	67.0	90.0	28.6	27.2	(3.8)	2.2
0384.HK	中国燃气	2,434	4.33	持有	4.19	22.4	18.6	2.4	2.1	0.5	0.9	150.8	122.5	16.9	20.0	(3.3)	2.6
1083.HK	港华燃气	1,194	3.78	卖出	3.10	23.6	19.2	1.1	1.0	0.8	1.1	26.0	30.0	4.5	5.7	4.7	10.6
0603.HK	中油燃气	738	0.99	买入	1.20	26.8	17.4	2.7	2.3	0.0	0.0	(28.0)	(27.0)	8.4	10.9	(2.9)	4.7
平均						22.6	17.5	2.7	2.3	0.8	1.1	46.1	44.9	14.4	15.6	(1.6)	4.6
新能源股																	
0916.HK	龙源电力	7,510	7.80	买入	10.85	26.4	17.0	2.1	1.9	0.6	0.9	114.0	158.0	8.5	11.6	(4.3)	1.6
0270.HK	粤海投资	3,223	4.01	买入	4.80	10.6	9.7	1.3	1.2	3.2	3.5	22.0	23.0	13.1	13.0	(6.1)	(0.2)
0257.HK	中国光大国际	1,912	4.07	买入	4.40	25.3	19.0	2.8	2.4	0.7	1.0	41.0	58.0	11.8	13.8	(8.5)	(2.6)
0735.HK	中国电力新能源	712	0.70	买入	1.04	15.2	11.1	0.9	0.8	0.0	0.0	78.0	78.0	6.5	8.5	(10.3)	(4.3)
0182.HK	中国风电	725	0.76	买入	1.10	15.3	10.3	1.5	1.3	0.0	0.0	48.0	48.0	10.6	13.5	(5.0)	0.9
0987.HK	香港新能源	74	0.67	买入	0.77	18.7	76.4	0.9	0.9	0.0	0.0	74.0	74.0	5.2	1.2	3.1	9.0
平均						18.6	23.9	1.6	1.4	0.8	0.9	62.8	73.2	9.3	10.3	(5.2)	0.7

资料来源：中银国际研究、彭博

最新信息及我们的解读

10月发电量同比增速放缓至5.9%，这主要是由于火电发电量增长放缓

10月发电量同比增长5.9%至3,329亿千瓦时，增速较9月的8.3%有所放缓。今年1-10月累计发电量同比增长14.9%至34,846亿千瓦时，增速也低于1-9月的18.0%。其中，火电发电量同比增长14.4%至27,377亿千瓦时，水电发电量同比增长16.2%至5,630亿千瓦时，核电发电量同比增长2.3%至597亿千瓦时。火电增长最快的地区有天津(同比增长45.8%)、青海(同比增长34.2%)和宁夏(同比增长32.7%)。整体利用小时数较去年同期上升188小时至3,916小时，其中，火电利用小时数同比比上升278小时至4,192小时。总体装机容量同比扩大10.4%至889吉瓦，其中火电装机容量同比扩大8.1%至676.2吉瓦，增速有所放缓。

秦皇岛5.5千卡动力煤现货价格保持平稳，结束了此前连续5周的上涨趋势，而坑口价格持续上涨

上周，秦皇岛煤炭价格保持平稳，结束了此前连续5周的上涨趋势。5.5千卡动力煤现货价格保持在795元/吨，而坑口价格较上周进一步上涨1%至560元/吨。今年4季度初以来，煤炭现货价格持续上涨，累计涨幅已达10.4%(75元/吨)。由于未来煤炭现货价格可能进一步上涨，因此我们更加看好华润电力和大唐国际等对煤价上涨更具弹性的独立发电企业。

6月提价后，中石油今年直供北京的天然气量将同比增加18%

中国最大的天然气生产企业---中国石油天然气总公司今年直供北京的天然气量将同比增加18%至76亿立方米。这反映出供给瓶颈放松及今年6月份的提价使得上游天然气供应商增加供给的意愿提高。北京居民用气价格的上调幅度是选择每立方米上调0.23元的第一套方案还是每立方米上调0.27元的第二套方案仍未最终确定(目前北京市居民用气的价格为2.05元/立方米)。

华润电力10月净发电量同比增长18.4%，但同厂净发电量仅同比增长3.3%

10月，华润电力净发电量同比增长18.4%至76亿千瓦时，同厂净发电量同比增长3.3%至84亿千瓦时。辽宁锦州(3x200兆瓦机组)和沈海(3x200兆瓦机组)热电厂的发电量分别同比下滑65.1%和19.8%。锦州发电厂的发电量下滑幅度较大(辽宁省的平均水平是同比增长1.5%)主要是由于关闭了部分3x200兆瓦的发电机组。华润电力今年1-10月累计净发电量相当于我们全年预测的79.6%。我们认为，鉴于下半年徐州三厂(2x1,000兆瓦机组)的贡献增加，因此全年净发电量968亿千瓦时的目标应该能够完成。

图表 4. 发电量月度走势

月度发电量	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	2010 年 10 月
发电量(十亿 千瓦时)	312.1	323.4	372.3	351.4	257.6	337.0	331.6	340.5	346.6	377.6	390.3	349.8	332.9
同比增速%	17.1	26.9	11.3	42.2	5.2	17.6	21.4	18.9	11.4	11.5	12.6	8.1	5.9
火电发电量(十亿 千瓦时)	256.1	276.0	323.9	312.8	210.3	288.3	276.4	270.9	261.7	280.9	295.1	260.1	256.3
同比增速%	20.8	38.8	30.7	48.7	3.2	19.7	25.6	21.6	8.6	7.5	9.9	2.0	(0.6)
水电发电量(十亿 千瓦时)	43.6	36.0	30.2	28.7	27.5	33.9	41.6	55.9	70.4	82.7	82.3	75.6	63.0
同比增速%	(4.0)	(23.3)	(3.6)	(0.9)	(13.6)	(1.5)	(1.2)	5.7	18.4	26.6	22.3	32.8	43.0

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	2010 年 10 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	7.39	7.88
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	8.7	9.4
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	1.89

资料来源: 万得数据、中银国际研究

研究摘要

我们维持对电力板块的中性评级, 看好华润电力和大唐国际等优质股

可能上调电价对独立发电企业盈利的推动作用不应被过分强调, 因为此前市场已在 2011 年盈利预测中考虑了上调电价的影响。如果上调电价未能如期实现, 我们预计华电国际 2011 年仍难扭转亏损局面, 而其他独立发电企业的 2011 年盈利预测也要在当前基础上下调 21.6% - 50.5%。在经营环境日益艰难的背景下, 我们更加看好华润电力和大唐国际等优质股。华润电力目前的 2011 年市净率只有 1.4 倍, 最具吸引力, 而其 2011 年平均净资产收益率也达到 14.3%, 明显高于 9.3% 的板块平均水平。此外, 大唐国际的 2011 年平均净资产收益率为 8.1%, 2011 年市净率只有 0.9 倍, 我们也较为看好该股。

中华煤气增持港华燃气股权

中华煤气(0003.HK/港币 19.14, 持有)公告, 在威华达控股(0622.HK/港币 0.131, 未有评级)的配售中以每股 3.63 港币的价格增持港华燃气(1083.HK/港币 3.78, 卖出) 10.21% 股权。中华煤气在港华燃气中的有效持股比例将由 56.28% 提高至 66.49%, 而威华达控股的持股比例将由目前的 10.58% 有所下降。随着港华燃气业务表现的持续改善, 中华煤气将此间专注于内地城市燃气分销业务的子公司权益并表有利于集团资源的进一步整合。我们目前维持对中华煤气和港华燃气的评级和目标价。

新天绿色能源的燃气业务将中游管道输送和下游配送及交付相结合

近期组建的新天绿色能源有限公司(0956.HK/港币 2.68, 未有评级)是河北建设投资集团的清洁能源平台, 为河北省政府所有。公司的天然气传输配送一体化业务及风电业务在全省享有领先的市场份额。公司这两项业务的质量均优于同业平均水平, 同时, 内生增长及新项目收购有望将公司推入高速发展轨道。我们预测公司 2010 年及 2011 年净利润增长分别为 75% 及 51%, 公司当前股价对应的 2010 年和 2011 年市盈率分别为 26 倍和 17 倍, 符合天然气板块的平均水平, 但高于风电板块同业。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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