



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 19 日

电力

研究部

陈俊华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207050043
chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010022
lijie@cicc.com.cn

行业平淡, 关注个股业绩反转 2011 年电力行业年度策略

投资亮点:

维持行业“中性”评级。

- **火电: 看好具备扩张潜能的区域型发电商。** 1) 行业步入平稳期: 电量增速放缓, 电煤价格呈季节性波动, 可能的电价调整对发电商业绩影响力在减弱。2) 地域分布是决定盈利差异的主因: 蒙西、京津唐、新疆、华东和广东地区机组获益于电煤供应相对充沛, 利用小时稳定, 盈利仍好于行业平均。3) 全国型发电商: 利润率低位稳定但增长不足, 缺少股价催化剂。4) 区域型发电商: 新机投产比例高、拥有资产注入预期的公司将实现持续业绩增长。
- **水电: 大水电防御性显著: 利润率稳定, 分红收益率高; 关注区域型水电公司的增长潜力。**
- **风电: 行业投资增速放缓, 限电风险将逐步缓解, 估值下滑风险将减小。**
- **核电: 关注两类可能的投资机会: 1) 如何解决核电建设的巨大资金需求? 2) 传统发电商是否有更多机会参与核电?**
- **电网: 投资迫切性继续提升, 电网盈利存在改善空间, 关注区域电网资产整合。**

理由:

资产整合、产能扩张仍是热点, 对区域型发电商影响大。 1) 集团支持或个体在建项目集中投产, 对中小型电企影响大: 区域性发电商规模成长更多依赖资产整合, 区域电网的自主投资、扩建有望加快。2) 全国性发电商产能扩张的效应和能力都有所减弱: 截止 2010 年末, 全国性火电发电商产能较 2007 年累计增长超过 35%, 负债率均在 70%以上。

发电商: 整体投资增速放缓, 进入结构调整期。 1) 优化电源结构是首要任务: 水电、核电进入加速扩张期, 风电投资额维持稳定, 火电产能扩张速度较行业平均更缓; 2) 投资迫切性降低: 电源供应充裕 (利用小时处历史较低水平), 预计 2011 年电源投资稳定在 3600 亿元; 3) 火电自身扩张能力减弱: 负债率处历史高位: 74%, 利润率仅 3%; 4) 2011 年火电盈利改善空间有限: 电煤供需整体平衡, 煤价仍有季节性上涨风险, 上网电价调整机制不明。

电网: 投资迫切性增强, 关注区域电网资产整合。 1) 预计 2011 年电网投资增至 4000 亿元以上; 2) 电网利润率稳定, 若再次调整电价, 电网有望获得更大电价差, 提升利润率空间; 3) 区电网盈利稳定, 地方政府推动资产整合动力足。

预计 2011 年电量增长 10%; 新增 7000-8000 万 kw, 或 8-9%; 机组利用小时微升 1-2%, 火电利用小时增长超过 3%。

估值与建议:

目前 A 股电力股平均交易区间为 2011 年 PE17-20x; PB1.4x-1.5x, 属历史较低水平; 较沪深 300 估值优势并不明显。行业利润率恶化空间有限, 股值下行风险小, 但行业盈利显著改善预期尚不明朗, 股价提升缺少催化剂。

审慎推荐: 具备业绩持续成长能力的公司: **内蒙华电、川投能源和上海电力**。建议关注: 具备防御性 (业绩稳定+分红率高+估值偏低) 的公司: **长江电力、广州控股和申能股份**。

风险:

1) 加息对火电商业绩不利。2) 煤炭产能释放不足, 煤价上涨超预期。

目录

投资提示.....	4
维持“中性”评级，行业低迷，关注个股业绩反转.....	4
电力投资：电源投资重在结构调整，电网投资持续上升.....	7
电源投资：整体增速放缓.....	8
电源投资：结构调整加大.....	9
电网投资：投资持续加速值得期待.....	10
电企盈利：发电商利润率平稳，区域差异大；电网利润率有提升潜能.....	11
火电：利润低位徘徊，上网电价调整效益减弱.....	11
电网：火电利润低位徘徊，上网电价调整效益减弱.....	13
2011 年电力供需分析.....	14
估值分析.....	16
内蒙华电（600863.CH）：审慎推荐.....	18
川投能源（600674.CH）：审慎推荐.....	20
文山电力（600995.CH）：审慎推荐.....	22
上海电力（600021.CH）：审慎推荐.....	24

图表

图表 1：电力行业可比公司估值表.....	5
图表 2：A 股 2010 年各行业累计涨跌幅.....	6
图表 3：H 股 2010 年各行业累计涨跌幅.....	6
图表 4：全国电力投资额及结构.....	7
图表 5：全国机组利用小时分布.....	7
图表 6：2000-2010 ^E 电源投资额.....	8
图表 7：2000-2010 ^E 发电商负债率分布.....	8
图表 8：2003-2010 火电、水电税前利润率.....	8
图表 9：我国清洁能源发电机组装机预测.....	9
图表 10：2000-2010 ^E 电网投资额.....	10
图表 11：2000-2010 ^E 电网负债率分布.....	10
图表 12：2003-2010 电网税前利润率.....	10
图表 13：火电、电网及煤炭行业税前利润率.....	11
图表 14：3Q10 电力上市公司有息负债分布.....	12
图表 15：秦皇岛煤价走势.....	12
图表 16：不同上网电价（含税）情形下，2011 年火电税前利润率.....	12
图表 17：不同电煤均价（含税）情形下，2011 年火电税前利润率.....	13
图表 18：历次上网电价、销售电价调整幅度.....	13
图表 19：2011 年电力消费增速预测.....	14
图表 20：电力装机增速预测.....	14
图表 21：全国平均利用小时预测.....	15
图表 22：A 股电力股股价走势分布.....	16
图表 23：华能国际 H 股 PE、PB Band.....	16
图表 24：华润电力 H 股 PE、PB Band.....	17
图表 25：华电国际 H 股 PE、PB Band.....	17
图表 26：大唐发电 H 股 PE、PB Band.....	17
图表 27：龙源电力 H 股 PE、PB Band.....	17
图表 28：内蒙华电股权结构图.....	19
图表 29：内蒙华电装机结构、EBIT 利润率.....	19
图表 30：内蒙华电净利润及资产负债率.....	19
图表 31：川投能源股权结构图.....	21
图表 32：川投能源收入结构、EBIT 利润率.....	21
图表 33：川投能源净利润及资产负债率.....	21

图表 34: 文山电力收入结构、EBIT 利润率	23
图表 35: 文山电力净利润及资产负债率	23
图表 36: 上海电力股权结构图	25
图表 37: 上海电力收入结构、EBIT 利润率	25
图表 38: 上海电力净利润及资产负债率	25

投资提示

维持“中性”评级，行业低迷，关注个股业绩反转

发电商：行业投资增速放缓，进入结构优化期，利润率低位平稳

我们认为电源端整体发展步伐将放缓，调结构是首要任务。1) 目前电源供应充足（利用小时处历史低位），政府对于推动电源投资的迫切性低。十二五期间，电源投资的年均投资额稳定在 3600 亿元左右，年均装机增速由目前 10% 降至约 7%。2) 目前火电行业负债率处历史高点：74%，利润率仅 3%，企业自身投资能力弱。3) 十二五期间，新增投资重点在于调整电源结构，水电、核电投资加速成长——相关工程、设备类企业有望受益，但发电端的产能释放仍待时日；风电投资额稳定，火电投资额将有所下降。

火电利润率低位平稳。1) 二、三季度利润逐季回升，源自煤价和电量的季节性波动；四季度利润回落风险仍取决于电煤价格波动，山西、河南和安徽地区的电煤整合、产能释放进程对煤价影响大。2) 2011 年，我们认为下半年局部地区存在上网电价调整可能性，但电价调整的边际效应在减弱，火电商盈利被动受限的局面难以改观。可能的电价调整仍以行政性干预为主，调价机制不明；此外，上网电价上调或将推升煤价上涨，发电商盈利改善空间受挤压。

预计 2011 年电量增长 10%；新增 7000-8000 万 kw，或 8%-9%；利用小时微升 1-2%，火电利用小时增长超过 3%。

对于发电商来说，推动资产整合、产能扩张的动力仍大。区域型发电商的产能扩张效应和能力显著优于全国型发电商，源自其较低的装机基数和负债水平；此外，大集团的支持对区域发电商的持续扩张奠定了坚实基础。2010 年，超过 15 家发电类上市公司启动、进行资产整合，预计 2011 年这一趋势将持续，区域型发电商是开展整合的主力军。

电网：投资迫切性增强，关注区域电网资产整合

我们预计 2011 年电网投资总额有望超过 4000 亿元（国网 3200 亿元，南网 1000 亿元），且在较长时间内保持稳步增长。源自：1) 目前电力供应紧张主要源自电网输送能力不足。对于电网投资的迫切性增强，政府对于电网投资的支持（项目审批）会加大。2) 目前，电网整体负债率为 60%，财务杠杆仍有提升空间，投资能力比发电企业强。3) 更长期来说，智能电网、电网升级的规划会推动电网投资的全面加速，我们认为，行业标准的明确是电网投资加速的启动的信号。4) 在行业投资加速、地方政府积极支持的环境下，区域性电网企业的扩张、整合将加速。

预计电网企业利润率将稳定略升。

建议从三方面甄选股票：“低基数+低负债+大集团”

审慎推荐：具备业绩持续成长能力的公司：内蒙华电、川投能源和上海电力。

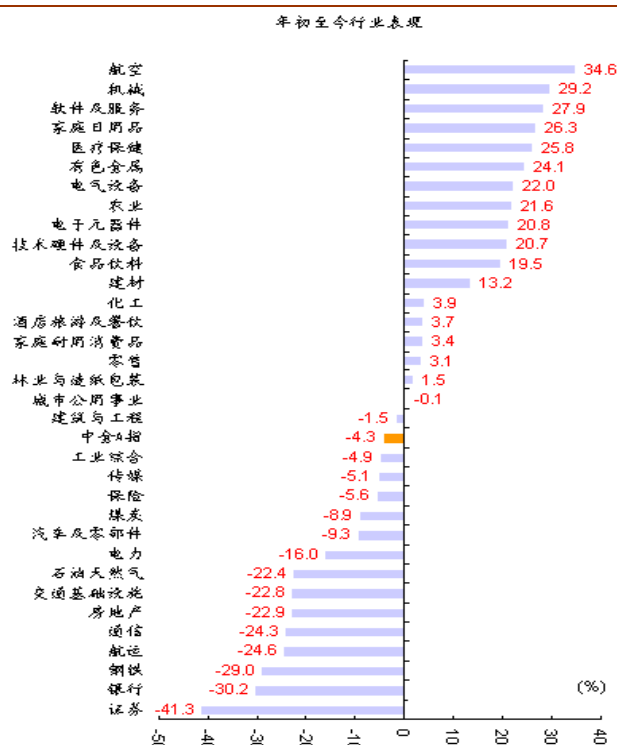
建议关注：具备防御性（业绩稳定+分红率高+估值偏低）的公司：长江电力、广州控股和申能股份。

图表 1：电力行业可比公司估值表

	Price	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	2009A	EPS			P/E(x)				P/B(x)				
A 股电力公司	(Rmb)						2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
	(Rmb)																	
内蒙华电	9.41	审慎推荐	1,981	573	18.6	0.20	0.45	0.55	0.68	46.2	21.1	17.1	13.8	5.5	4.3	3.8	3.2	
国电电力	2.89	审慎推荐	15,395	13,954	44.5	0.13	0.14	0.20	0.23	22.6	20.5	14.1	12.8	2.3	1.4	1.3	1.2	
华能国际	5.20	审慎推荐	14,055	2,878	59.5	0.42	0.33	0.33	0.34	12.3	15.9	15.9	15.4	1.5	1.4	1.3	1.3	
粤电力A	5.65	审慎推荐	2,659	1,987	14.4	0.44	0.39	0.41	0.48	12.9	14.3	13.8	11.8	1.6	1.5	1.2	1.2	
长江电力	7.44	审慎推荐	16,500	7,364	122.8	0.28	0.51	0.54	0.57	26.6	14.5	13.7	13.2	2.0	1.8	1.7	1.7	
广州控股	7.04	审慎推荐	2,059	2,059	14.5	0.35	0.39	0.42	0.51	20.4	18.0	16.6	13.7	1.6	1.6	1.5	1.5	
中能股份	7.27	审慎推荐	2,890	2,890	22.9	0.55	0.51	0.55	0.57	13.2	14.2	13.3	12.7	1.5	1.2	1.2	1.1	
深圳能源	9.59	审慎推荐	2,202	599	21.1	0.91	0.82	0.84	0.87	10.6	11.8	11.4	11.1	1.6	1.5	1.4	1.3	
川投能源	14.10	审慎推荐	933	547	13.2	0.18	0.50	0.54	0.65	76.6	27.9	26.0	21.6	2.5	2.4	2.3	2.1	
上海电力	3.85	审慎推荐	2,140	2,140	8.2	0.18	0.03	0.17	0.18	21.4	120.9	22.5	21.3	1.4	1.2	1.2	1.1	
国投电力	7.19	审慎推荐	1,995	1,055	14.3	0.27	0.32	0.37	0.41	27.0	22.6	19.4	17.6	1.6	1.5	1.4	1.4	
建投能源	5.16	审慎推荐	914	914	4.7	0.08	0.06	0.30	0.31	66.3	92.5	17.2	16.7	1.6	1.6	1.3	1.3	
桂冠电力	4.52	中性	2,280	2,280	10.3	0.14	0.18	0.20	0.19	31.7	25.8	22.9	23.6	2.4	2.3	2.2	2.1	
华电国际	3.02	审慎推荐	6,771	4,590	18.0	0.17	(0.04)	0.07	0.08	17.6	(82.1)	44.4	38.2	1.3	1.3	1.3	1.3	
大唐发电	5.97	中性	12,310	4,505	61.2	0.13	0.19	0.21	0.25	47.5	31.4	27.8	24.3	2.7	2.3	2.1	2.0	
平均值										29.0	24.9	19.9	18.1	1.8	1.6	1.5	1.5	
中间值										22.0	19.3	16.9	16.0	1.6	1.5	1.4	1.3	
区域性电网类公司																		
文山电力	10.54	审慎推荐	479	337	5.0	0.21	0.35	0.41	0.45	49.1	30.5	26.0	23.6	5.6	4.8	4.2	3.7	
桂东电力*	29.33	无评级	157	157	5.4	0.34	0.74	0.83	0.94	86.1	39.7	35.4	31.3	7.6	4.6	4.3	4.0	
平均值										67.6	35.1	30.7	27.5	6.6	4.7	4.3	3.9	
中间值										67.6	35.1	30.7	27.5	6.6	4.7	4.3	3.9	
H/B 股	(HK\$)	目标价(HK\$)	(HK\$ bn)			(HK\$)												
华能国际	4.23	审慎推荐	5.50	14,055	3,055	70.3	0.48	0.38	0.39	0.40	8.8	11.1	10.9	10.7	1.1	1.0	0.9	1.9
华润电力	13.50	审慎推荐	18.00	4,683	4,683	63.7	1.14	1.23	1.49	1.49	11.9	11.0	9.0	9.0	1.7	1.5	1.3	1.3
华电国际	1.54	中性	2.00	6,771	1,431	21.3	0.20	-0.04	0.08	0.09	7.9	-36.0	19.0	16.4	0.6	0.6	0.6	1.2
龙源电力	7.31	中性	8.20	7,464	2,711	54.6	0.14	0.28	0.36	0.43	53.7	25.7	20.3	17.1	2.2	2.0	1.8	3.6
大唐发电	2.69	中性	3.50	12,310	3,316	72.4	0.14	0.22	0.26	0.29	18.8	12.2	10.5	9.2	1.1	0.9	0.8	1.7
中国电力*	1.59			5,107	3,606	8.1	0.16	0.11	0.14	0.17	10.0	13.8	10.9	9.0	0.6	0.5	0.5	1.1
中电控股*	64.25			2,406	2,408	154.6	3.41	4.29	4.08	4.27	18.8	15.0	15.8	15.0	2.1	2.0	1.9	1.9
香港电灯*	49.55			2,134	2,134	105.8	3.14	3.35	3.91	3.90	15.8	14.8	12.7	12.7	2.1	1.9	1.8	1.7
平均值											18.7	9.1	12.7	11.3	1.4	1.3	1.2	1.8
中间值											13.8	13.0	10.9	10.0	1.3	1.2	1.1	1.7

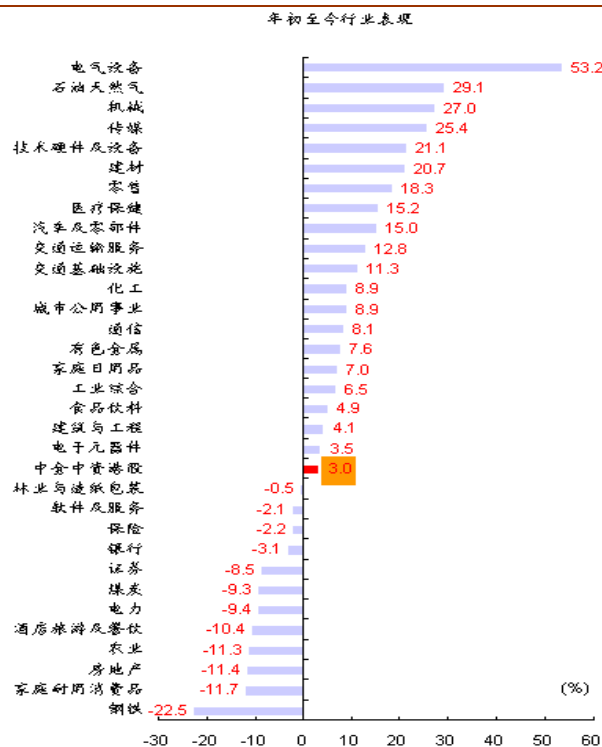
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: A 股 2010 年各行业累计涨跌幅



资料来源：中金公司研究部

图表 3: H 股 2010 年各行业累计涨跌幅



资料来源：中金公司研究部

电力投资：电源投资重在结构调整，电网投资持续上升

电力投资包括对电源的投资和对电网的投资两部分，其投资结构随利用小时波动而变化：

- ▶ 机组利用小时攀升、高位运行时，对电源的投资攀升，占电力投资总额比例超过 50%（2003-2007）。
- ▶ 机组利用小时低位平稳阶段，电源投资迫切性降低，对电网投资的需求增大，电网投资占比攀升（1998-2002）。

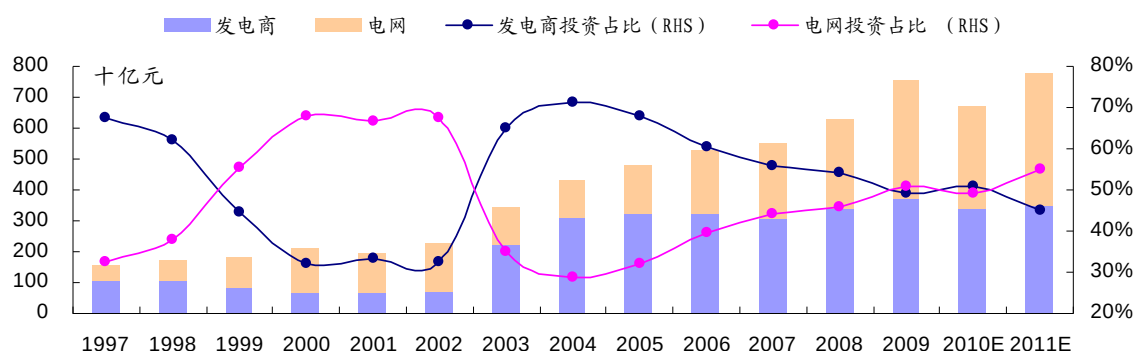
其原因在于：利用小时高位运行时，电力供应紧张的矛盾主要在于电源不足，政府会加大对于电源投资的支持力度（审批加快）。在利用小时逐步回落阶段，电力供应紧张的矛盾则主要源自电网传输、分配能力不足，电力投资的重点在于改善电网。

我们预计：2011 年电网投资额超过 4000 亿元，未来仍有提升空间；电源投资稳定在 3600 亿元左右，年均增速有限。源自 1) 目前机组利用小时处较低，大幅攀升可能性小。2) 2009 年末我国装机容量较 2003 年末累计增长 123%，电网投资持续落后于电源建设。3) 智能电网、电网升级的规划有助于推动电网投资。4) 比较发电商和电网的资产结构，电网企业具备扩大投资的能力。

电网企业的规模成长环境优于发电商。在行业投资增速提升情况下，电网企业扩张的条件较好（政府支持、审批加快、自身具备投资实力）；而发电商的规模扩张难度加大（审批放缓、自身投资能力弱）；收购和资产整合成为发电企业获得持续成长的主动动力。

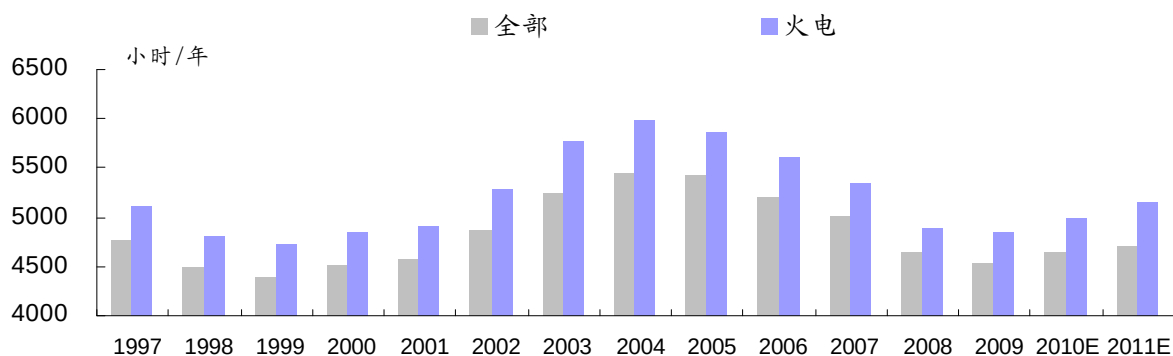
比较上市公司成长能力，电源类，我们看好：内蒙华电、川投能源、上海电力和京能热电；电网类，我们看好：文山电力。

图表 4：全国电力投资额及结构



资料来源：中电联、中金公司研究部

图表 5：全国机组利用小时分布



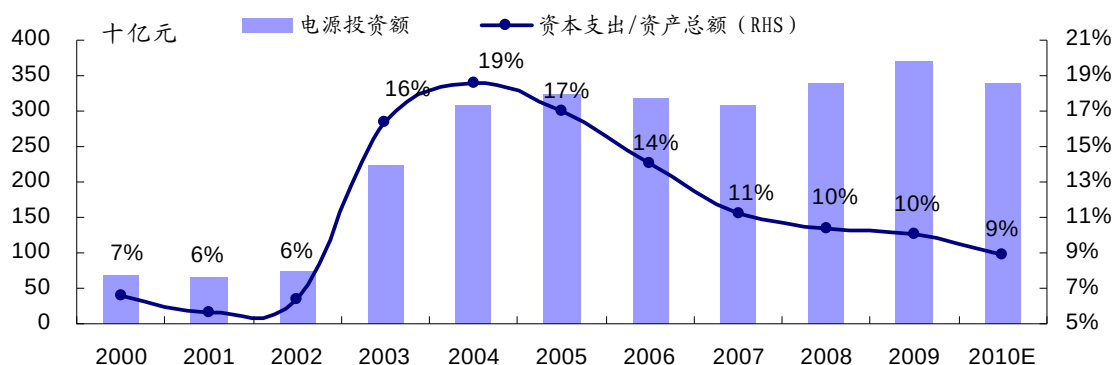
资料来源：中电联、中金公司研究部

电源投资：整体增速放缓

电源投资整体增速放缓。1) 外部迫切性不强：2011-2015 年，年均电力消费增速（预测值：9-10%）较 2003-07 年（13.5-15.5%）放缓；且目前利用小时为 4600 小时左右，低于过去十年均值；2) 内部动力不足：2010 年末，发电行业的资产负债率已由 2000 年的 64% 攀升至 72%，火电行业负债率由 63% 攀升至 74%；而火电行业利润率由 2000 年的 10% 以上降至 3% 左右。

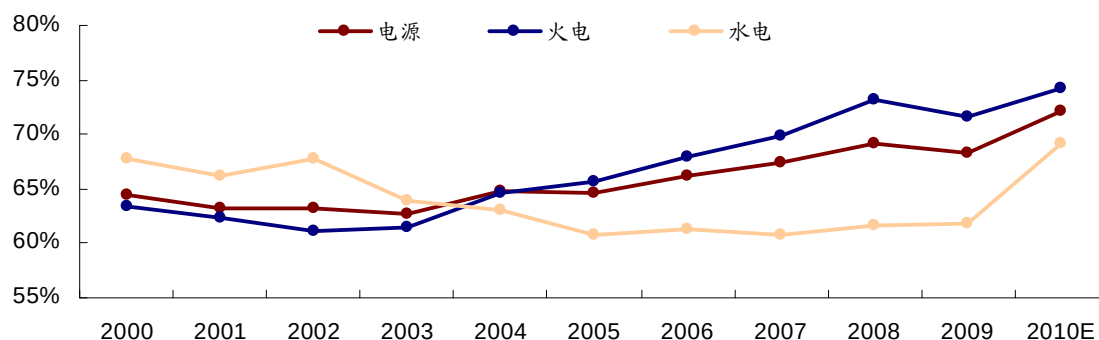
发电商高增长的实现条件是：1) 收购大规模集团资产；2) 在建项目集中投产；3) 自身负债率低，具备资金实力。

图表 6：2000-2010^E 电源投资额



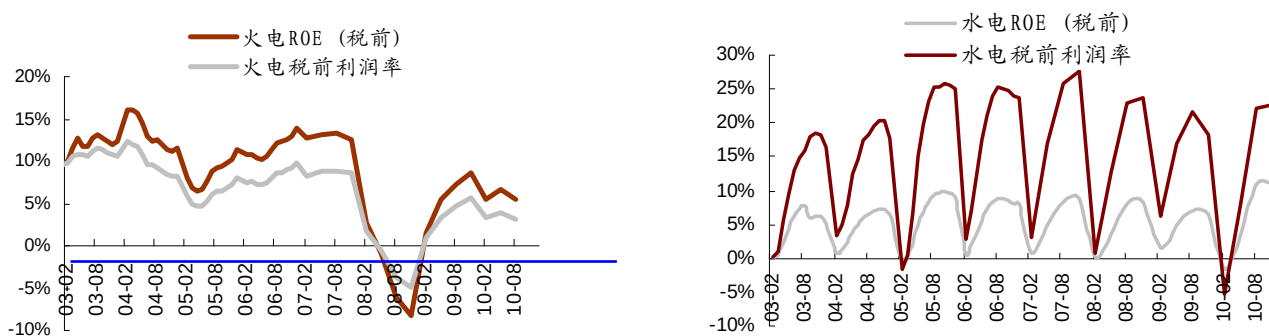
资料来源：中电联、CEIC、中金公司研究部

图表 7：2000-2010^E 发电商负债率分布



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

图表 8：2003-2010 火电、水电税前利润率



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

电源投资：结构调整加大

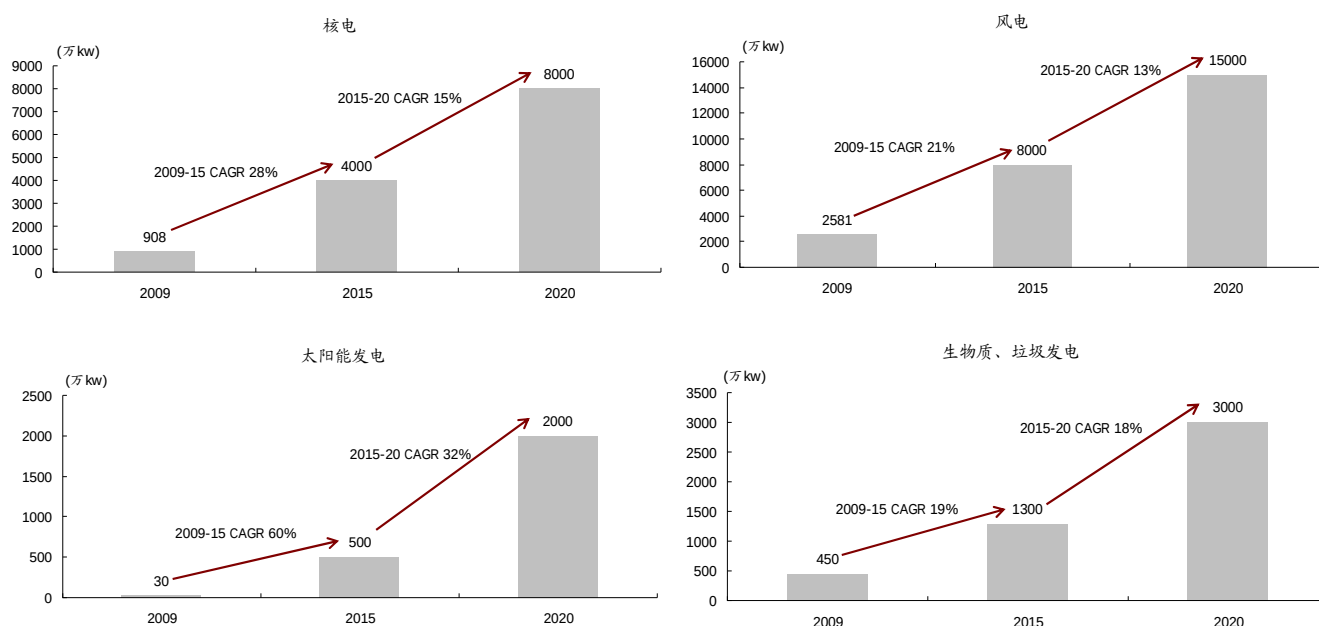
预计在十二五期间，火电比重将降低，核电、风电装机占比提升；水电装机占比维持稳定。2010-15 年，水电由 2.1 亿 kw 增至 2.8-3 亿 kw，年均增速稳定在 6.5% 左右；火电装机由 7.1 亿 kw 增至 9.5 亿 kw，年均增速由 9% 降至 6%；核电、风电、太阳能和生物质发电装机的增速显著快于行业平均：

- ▶ 核电：2015 年达到 4000 万 kw，复合增长率 28%。
- ▶ 风电：2015 年达到 8000 万 kw，复合增长率 21%。
- ▶ 太阳能：2015 年达到 500 万 kw，复合增长率 60%。
- ▶ 生物质及垃圾发电：2015 年达到 1300 万 kw，复合增长率 19%。

上市公司角度，目前上市公司自身和集团拥有大量在建或已投运项目的有：

- ▶ 长江电力地下机组（6*70 万 kw）以及向家坝（8*80 万 kw），首台机组将于 2012 年投产。
- ▶ 川投能源和国投电力的二滩公司：锦屏一级（6*60 万 kw）和二级电站（8*60 万 kw）。
- ▶ 桂冠电力龙滩水电（7*70 万 kw）：已于 2008 年全部投产。
- ▶ 黔源电力的马马崖以及乌江水电资产。（马马崖：3*18 万 kw，首台机组预计 2013 年投产。）

图表 9：我国清洁能源发电机组装机预测



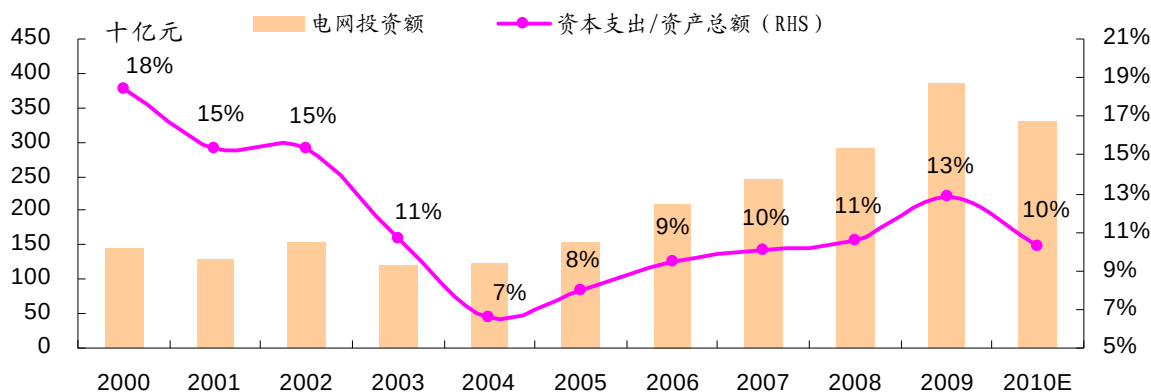
资料来源：中金公司研究部

电网投资：投资持续加速值得期待

2010 年，全年电网投资额预计仅 3400 亿元左右（国网 2400 亿元，南网 1000 亿元），占电网总资产比例约 10%。我们预计未来电网投资有望持续加速。1）对电网投资的需求增加。2003-2009 年，多年电网投资增速均慢与同期电源扩张速度。2）目前电网负债率为 60%左右，仍有财务杠杆提升空间；且电网利润水平接近于多年平均值。

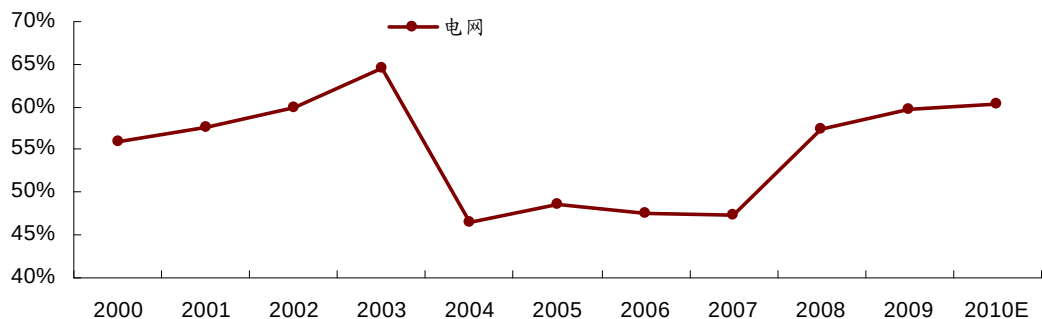
2011 年，预计电网投资额将增加至 4000 亿元以上，（国网 3200 亿元，南网 1000 亿元）。

图表 10：2000-2010^E 电网投资额



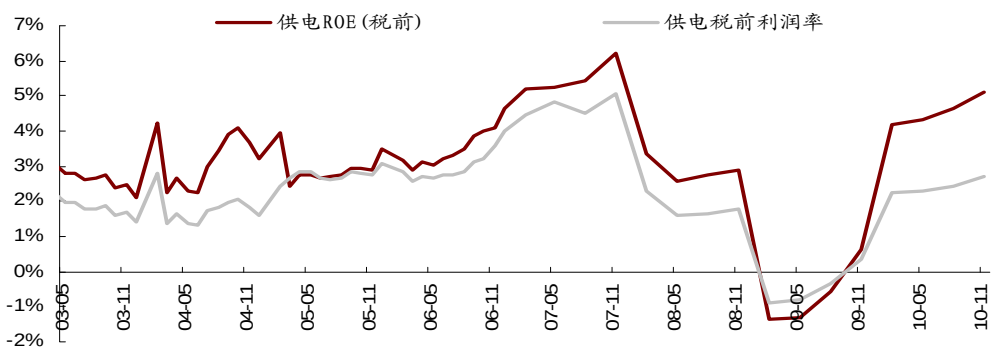
资料来源：中电联、CEIC、中金公司研究部

图表 11：2000-2010^E 电网负债率分布



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

图表 12：2003-2010 电网税前利润率



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

电企盈利：发电商利润率平稳，区域差异大；电网利润率有提升潜能

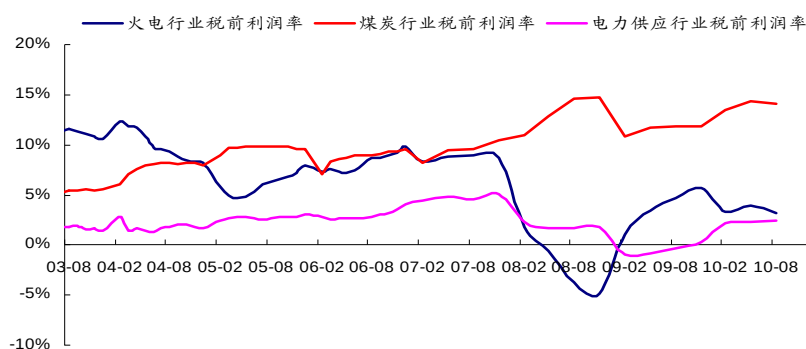
发电商：水电盈利稳定；火电盈利呈季节性波动；风电盈利的不确定性主要源自限电风险；核电建设加快，但项目投产盈利仍待时日。

调整上网电价的边际效应在减弱。1) 2011 年电煤供需整体平稳。根据中金煤炭组的预测，2011 年，煤炭供、需增速均在 6% 左右。2) 2011 年运能增长有限。铁路运力的增加主要来自于神朔黄、大秦和侯月线，其余地区运力增长很小。3) 我们预计电煤价格呈总体平稳、局部地区（华中）、部分时段（三、四季度）存在上涨局面。推动电煤价格上涨的因素主要来自于电煤需求季节性波动和运能不足。4) 基于上述判断，我们认为：全国性上网电价调整的可能性小；且上网电价调升或推动电煤价格上涨，这会挤压火电商盈利改善空间。

电网投资前景广，存量资产盈利提升主要依赖于电价差扩大。我们认为，如若再次上网电价调整，电网企业会获得更好电价差水平。

股票方面：水电以防御为主，建议关注：**长江电力、川投能源**；火电盈利超预期主要来自资产发生重大变化，建议关注：**内蒙华电和上海电力**。

图表 13：火电、电网及煤炭行业税前利润率



资料来源：Wind、中金公司研究部

火电：利润低位徘徊，上网电价调整效益减弱

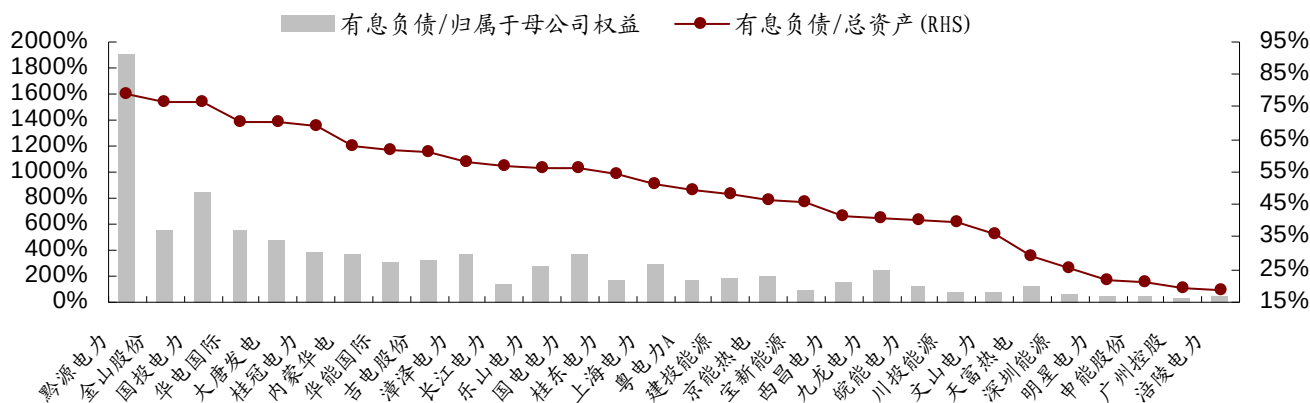
预计 2011 年火电行业利润率低位平稳。

- 二、三季度利润有望逐季回升，源自煤价和电量的季节性波动；四季度利润率回落风险仍取决于电煤价格波动，山西、河南和安徽地区的电煤整合、产能释放进程对煤价影响大。三季度，尽管利润率由下滑风险，但考虑用电高峰，电量增加，利润仍有望表现环比提升。分地区比较：华东四省和广东、蒙西以及新疆地区的火电利润率仍好于其它。
- 加息风险值得关注。目前超过半数电力上市公司负债率超过 60%，有息负债/总资产比率超过 50%。我们测算，如果全年加息 25bp，电力上市公司平均净利润下滑约 5%。负债水平较低的**广州控股、中能股份**等公司，其有息负债/总资产比例不足 20%，公司盈利抗风险能力较强：如果全年加息 25bp，则公司净利润预计下滑 1% 左右。
- 上网电价调整的边际效应在减弱，火电商盈利被动受限的局面难以改观。我们认为可能的电价调整仍以行政性干预为主，调价机制不明；此外，上网电价上调或将推升煤价上涨，发电商盈利改善空间受挤压。从时间段来说，我们认为下半年局部地区存在上网电价调整可能性。从弹性来看：华电国际弹性最大。

若上网电价全年上调 1 分/kwh(含税)，行业盈利可增加约 300 亿元。2011 年，考虑火电电量增长 10%，电煤价格较 2010 年持平，则：1) 若上网电价上调 1 分/kwh (含税)，火电行业税前利润率将回升至 5%，将略好于 2009 年的行业平均盈利水平。2) 若上网电价上调 2 分/kwh (含税)，火电行业税前利润率将回升至 7.6%，仍低于 1999-2007 年间的最低水平：2005 年的 8%。

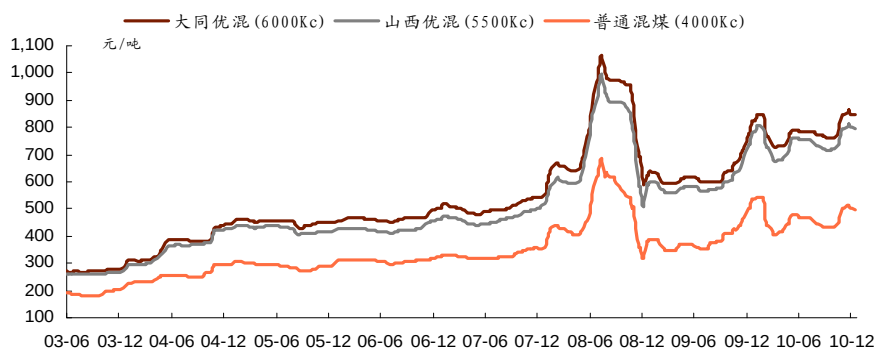
若平均原煤均价涨幅超过 10 元/吨 (含税)，火电全行业就将面临行业性亏损局面。2011 年，考虑火电电量增长 10%，维持现有上网电价，则：1) 若原煤均价涨幅超过 10 元/吨 (含税)，火电行业就有可能面临全行业亏损局面；2) 若原煤价格涨幅超过 30 元/吨 (含税)，火电行业就将出现亏损；3) 若原煤价格涨幅超过 50 元/吨 (含税)，火电行业税前利润率将降至 -5%，行业亏损将较 2008 年进一步恶化。相关行政性干预政策必将出台，以缓解普遍亏损的糟糕局面。

图表 14: 3Q10 电力上市公司有息负债分布



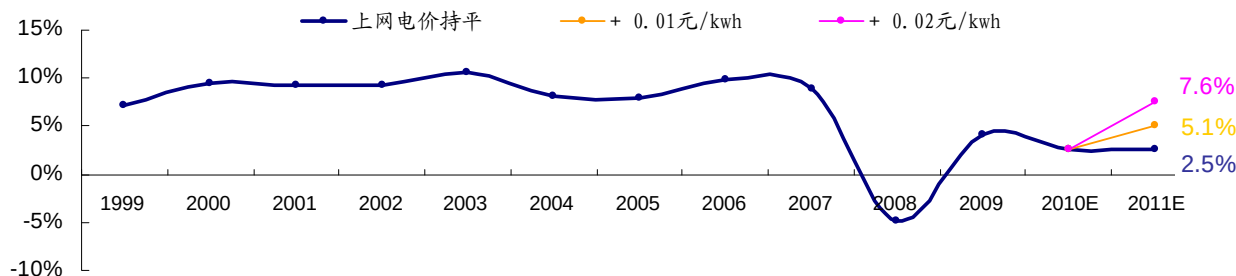
资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 15: 秦皇岛煤价走势



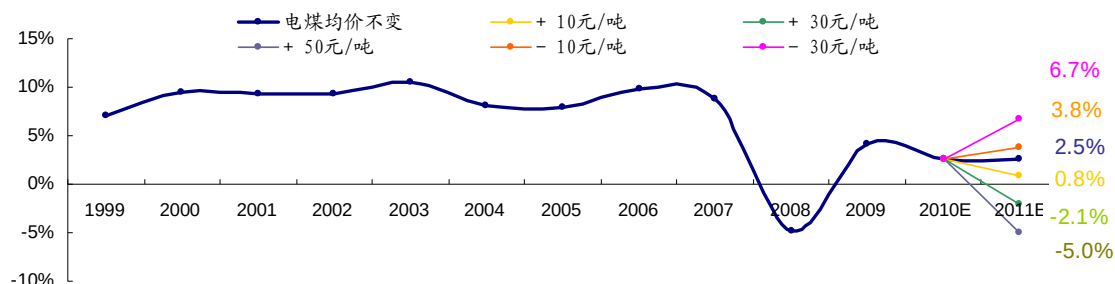
资料来源: 中国统计数据应用系统、中金公司研究部

图表 16: 不同上网电价 (含税) 情形下, 2011 年火电税前利润率



资料来源: 中国统计数据应用系统、中金公司研究部

图表 17：不同电煤均价（含税）情形下，2011 年火电税前利润率



资料来源：中国统计数据应用系统、中金公司研究部

电网：火电利润低位徘徊，上网电价调整效益减弱

2010 年下半年阶梯电价的实施对电网总体呈中性，电网利润空间的提升仍主要源自网损消耗的减少和电价差（销售电价-上网电价）的扩大。长期内，伴随输配电价的明确，我们认为电网利润率将逐步明确，但短期内，电价调整仍以行政干预为主：以明确上网电价、销售电价为主，电价差仍是决定电网利润率的主要因素。

2005-09 年历次电价调整，除 08 年 8 月，因 CPI 压力过高，没有调整销售电价外，其余销售电价增幅高于上网电价增幅——平均电价差增加 0.008-0.009 元/kwh。以目前电力消费量和电网盈利水平测算，若电价差增加 0.005 元/kwh，电网可增加净利润 130 亿元，或同比增长超过 25%。

考虑电网投资有扩大需求，及通过电价调控工具推动对于下游行业的节能减排进度，我们认为，如若明年下半年进行上网电价调整，销售电价有可能获得更多上调空间，电网利润率有望提升。

图表 18：历次上网电价、销售电价调整幅度

(元/kwh)	2005年6月	2006年7月	2008年7月	2008年8月	2009年11月
上网电价 增幅	0.020	0.012	0.017	0.020	结构性调整， 整体影响有限
销售电价 增幅	0.025	0.025	0.025	0.000	0.028
电价差增幅	0.005	0.013	0.008	(0.020)	0.027

资料来源：中金公司研究部

2011 年电力供需分析

预计 2011 年电量增长 10%；新增 7000-8000 万 kw，或 8-9%；机组利用小时微升 1-2%，火电利用小时增长超过 3%

- 根据各工业行业的产量、电力消费量变化，我们预计 2011 年用电量增速约 10%。情景分析显示：在中性情形（黑色金属冶炼及化工行业用电量增速为 7%-8%，有色金属冶炼行业为 10%，其他工业用电增速为 10%），2011 年全国用电量增速为 10%。
- 根据现有在建项目统计，2011 年投产的新增装机约为 7000-8000 万 kw，装机规模增速为 8.5 %。考虑时间加权影响，2011 年年化装机增速仍为 9%。
- 我们预计，2011 年利用小时将稳中有升。分地区看：西部地区装机利用小时下滑压力有望缓解。华北的山东地区、华东、华中以及南方的广东、广西地区利用小时，有望企稳反弹。

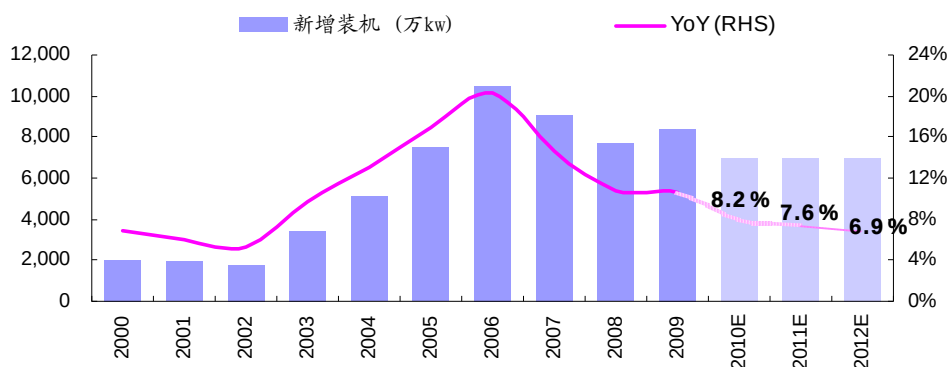
图表 19：2011 年电力消费增速预测

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	悲观 2011E1	中性 2011E2	乐观 2011E3
全社会电力消费增速	2.8	6.1	9.5	7.9	11.7	16.4	15.1	13.5	14.4	15.3	5.2	6.0	14.0	8.1	9.9	11.8
第一产业	-2.5	5.9	1.9	-0.4	1.8	-0.4	1.3	7.6	12.3	3.8	1.9	4.9	5.0	6.0	6.0	6.0
第三产业	25.0	7.0	10.6	7.8	10.9	14.9	15.2	12.9	7.3	12.8	9.7	12.1	15.0	10.0	10.0	10.0
城镇居民生活用电	5.7	11.8	12.9	10.0	8.8	10.8	10.1	16.2	14.2	11.4	11.8	11.9	13.0	12.0	12.0	12.0
第二产业	0.1	5.1	9.3	8.2	12.9	18.5	16.6	13.4	15.6	16.6	3.8	4.2	15.0	6.7	9.0	11.5
其中：黑色金属冶炼及压延加工业	0.3	7.3	7.3	8.0	13.7	24.6	25.2	23.3	19.3	22.4	1.5	8.2	16.0	6.0	8.0	10.0
化学原料及化学制品制造业	-8.2	0.5	4.8	6.8	14.4	20.3	13.4	14.9	14.7	11.9	2.9	2.2	11.0	5.0	7.0	10.0
有色金属冶炼及压延加工业	4.9	12.9	10.3	6.9	14.9	30.1	17.4	16.8	24.4	31.3	5.7	1.4	26.0	5.0	10.0	15.0
非金属矿物制品业	6.7	1.8	11.1	8.0	10.9	17.2	17.3	17.1	18.2	11.5	5.8	7.8	18.0	7.0	10.0	13.0
电力、燃气及水的生产和供应业	-5.4	13.5	8.9	10.1	13.7	12.4	14.3	9.2	12.5	12.3	-7.0	10.3	11.0	6.0	8.0	10.0
其他工业(不含电力)	4.2	0.9	10.9	7.8	11.8	18.3	15.9	10.6	13.8	16.1	6.0	10.3	14.4	8.0	10.0	12.0

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	悲观 2011E1	中性 2011E2	乐观 2011E3
全社会电力消费结构	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
第一产业	5%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
第三产业	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
城镇居民生活用电	11%	12%	12%	13%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	13%	12%	12%
第二产业	72%	72%	72%	72%	73%	74%	75%	75%	76%	76%	74%	74%	75%	74%	75%	75%
其中：黑色金属冶炼及压延加工业	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
化学原料及化学制品制造业	9%	9%	8%	8%	8%	9%	8%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%
有色金属冶炼及压延加工业	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%
非金属矿物制品业	6%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
电力、燃气及水的生产和供应业	16%	17%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	16%	15%	14%	14%	14%	13%	13%	13%
其他工业	30%	28%	28%	28%	28%	29%	29%	28%	28%	28%	27%	27%	28%	29%	29%	29%

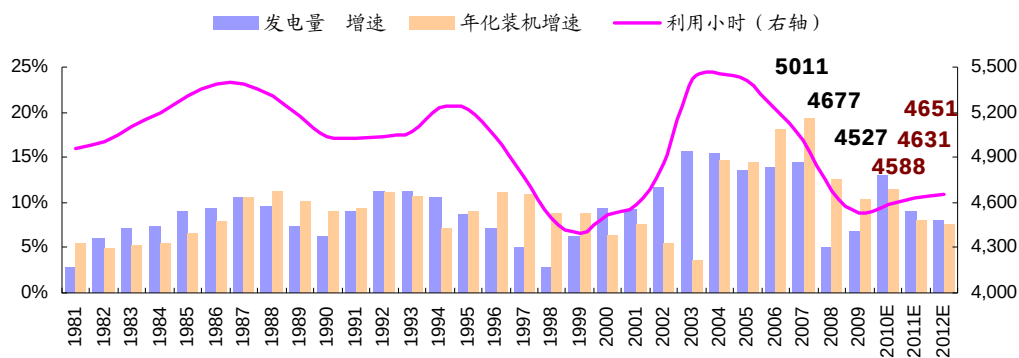
资料来源：中电联、中金公司研究部

图表 20：电力装机增速预测



资料来源：中电联、中金公司研究部

图表 21：全国平均利用小时预测



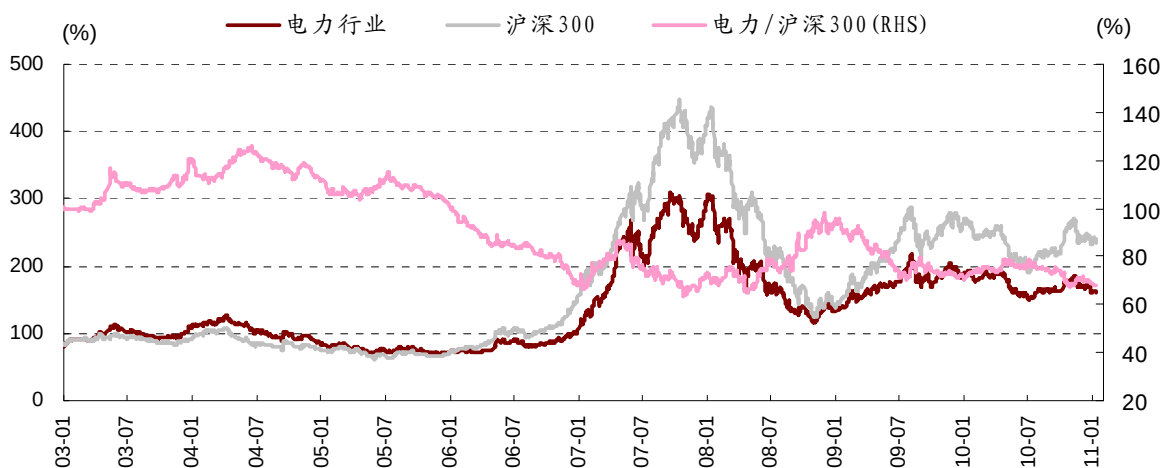
资料来源：中电联、中金公司研究部

估值分析

目前 A 股电力股平均交易区间为 PE17-20x, PB1.4-1.5x; 估值优势并不明显(HS300 对应 2011 年盈利预测为: PE15-16x, PB2.8x)。考虑行业盈利提升前景尚不明朗, 我们认为行业性投资机会较少。建议投资者关注事件驱动对公司带来的利润反转:

- 1) 二季度, 火电盈利有望大幅环比提升; 建议关注华东、广东和新疆地区火电: 中能股份, 上海电力和广州控股。
- 2) 三季度, 用电高峰, 且是水电多发季节, 建议关注长江电力, 文山电力和桂冠电力。
- 3) 资产整合预期较高、在建项目集中投产; 建议关注: 内蒙华电, 川投能源。
- 4) 2011 年中、后期上网电价有可能调整, 带来交易性投资机会, 建议关注华电国际。

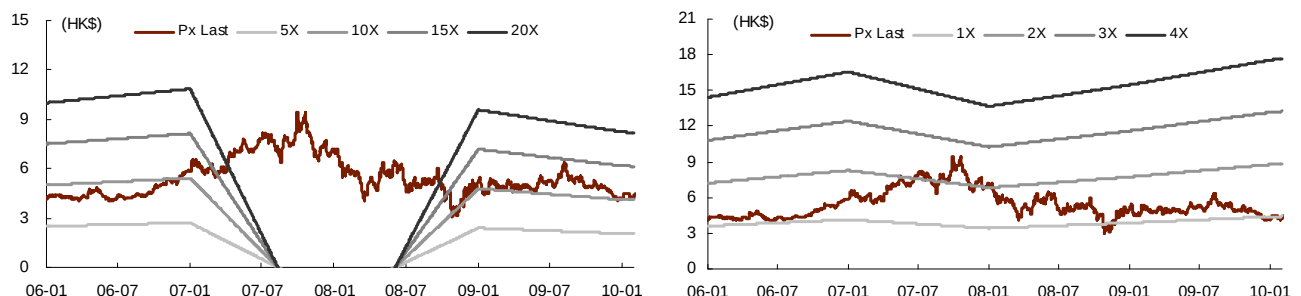
图表 22: A 股电力股股价走势分布



资料来源: Wind、中金公司研究部

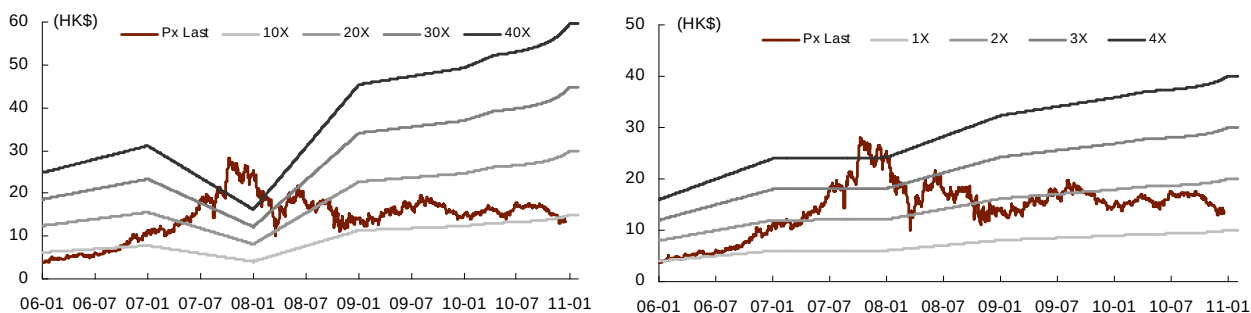
目前 H 股电力股平均交易区间为 PE11-13x, PB1.1-1.2x; 估值已处于历史低点, 股价下行空间有限。但短期内, 股价仍缺少催化剂。建议投资者关注事件驱动对公司带来的机会。

图表 23: 华能国际 H 股 PE、PB Band



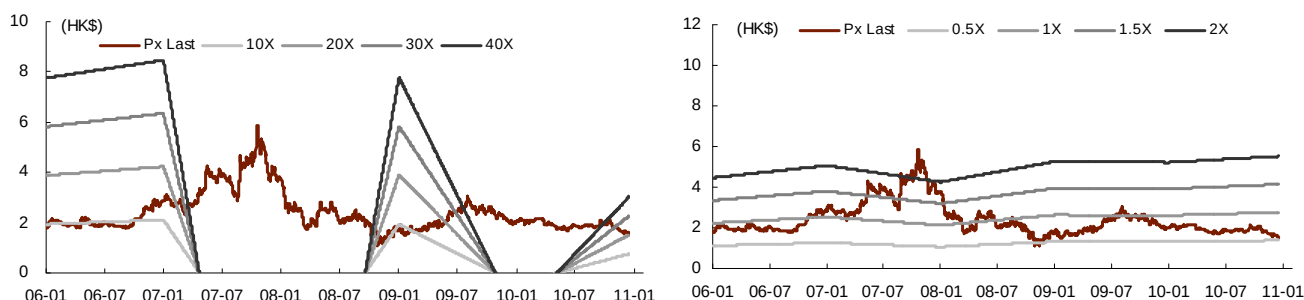
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 24: 华润电力 H 股 PE、PB Band



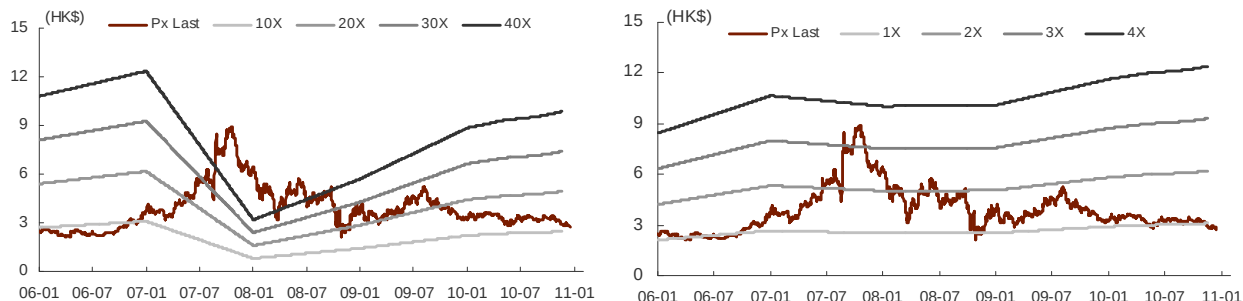
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 25: 华电国际 H 股 PE、PB Band



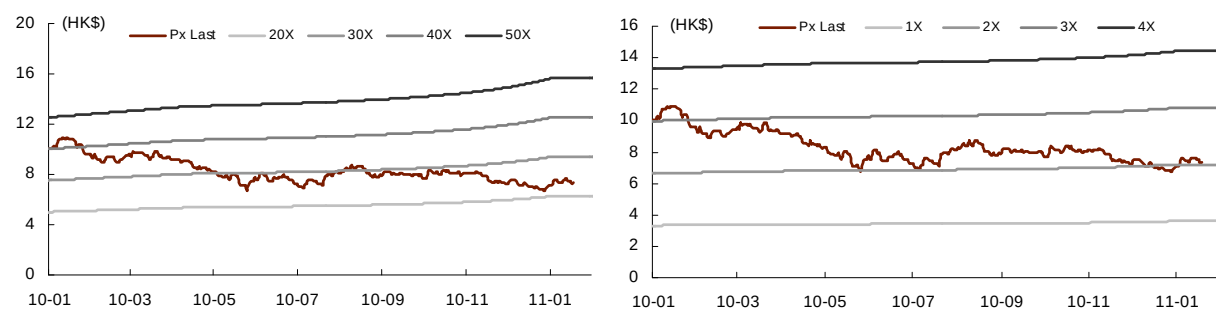
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 26: 大唐发电 H 股 PE、PB Band



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 27: 龙源电力 H 股 PE、PB Band



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

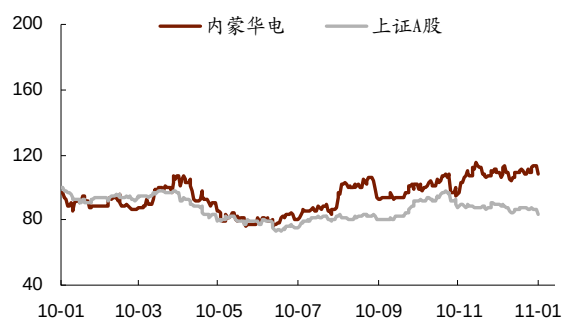
内蒙华电（600863.CH）：审慎推荐

业绩稳健增长的北方电力龙头

主要财务，股票信息

（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,288	7,197	7,633	8,875	11,271
(+/- %)	7	(1)	6	16	27
主营业务利润	383	1,494	1,908	2,401	3,115
(+/- %)	(42)	290	28	26	30
营业利润	(917)	610	1,184	1,526	2,014
(+/- %)	1,327	167	94	29	32
净利润	(800)	404	883	1,093	1,353
(+/- %)	(500)	150	119	24	24
每股盈利（元）	-0.40	0.20	0.45	0.55	0.68
(+/- %)	(500)	150	119	24	24
市盈率（X）	-23.3	46.2	21.1	17.1	13.8
市净率（X）	5.7	5.5	4.3	3.8	3.2
ROE（%）	-24.5	11.8	20.6	22.1	23.5
股息收益率（%）	0.9	0.0	0.0	2.4	2.9

A-股	
股票代码	600863.CH
当前股价	Rmb9.41
日成交量（百万股）	11.93
52周最高价/最低价	Rmb10.28/6.5
总市值（百万元）	18,643
发行股数（百万股）	1,981
流通股数（百万股）	573
主要股东（持股比例）	北方联合电力（71.08%）



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

业绩稳定的北方电力龙头。内蒙华电隶属于华能集团，是华能集团下属的 3 个电力上市公司之一。内蒙华电大股东北方电力是华能集团开发蒙西地区电力、煤炭及相关产业的平台；北方电力拥有内蒙华电股权超过 71%，控制力强；内蒙华电是北方电力旗下唯一的上市公司。截止 2010 年中期，内蒙华电权益装机容量为 626 万 kw。

特高压电网规划有利于公司跨区域送电发展，对公司中长期利好。1) 国家电网公司公布的，到 2015 年建成华北、华东、华中（“三华”）特高压电网，形成“三纵三横一环网”，对内蒙华电中长期利好。2) 公司现有控股电厂上都和参股电厂托克托 I-IV 期以及岱海向华北电网京津唐送电，上网电价为 0.342 元/kwh，较蒙西上网电价 0.285 元/kwh 高 20%，特高压规划的建成将有利于公司跨区域送电业务的发展。

维持“审慎推荐”评级。我们看好公司稳定的业绩和长期增长的预期。1) 2010-2012 年业绩稳定增长：2010 年下半年，岱海二期电价获批；年末，魏家峁煤矿一期达产；2011 年，上都三期投产；2012 年，和林电厂投产。2) 长期来看，我们看好其高速成长前景，若资产注入实施，业绩预测仍有上升空间。

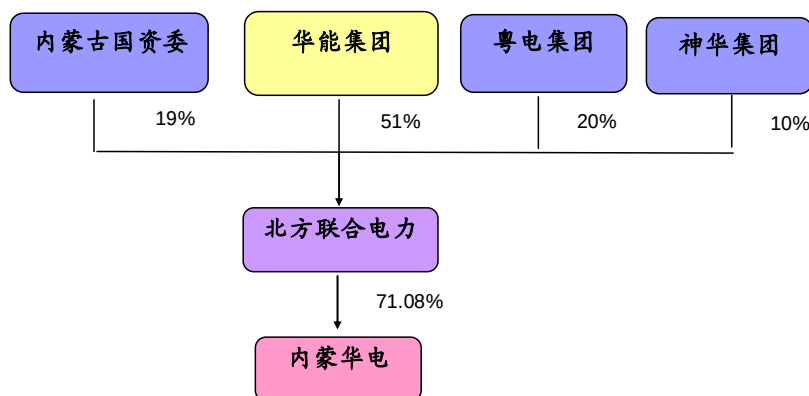
财务与估值

预计 2010-12 年公司净利润复合增长率 50%。预计 2010-12 年净利润分别为 8.8 亿元、10.9 亿元和 13.5 亿元，同比增长 119%、24%和 24%，对应 EPS 为 0.45 元、0.55 元和 0.68 元。当前股价对应 2011、2012 年市盈率分别为：17x、14x。

风险

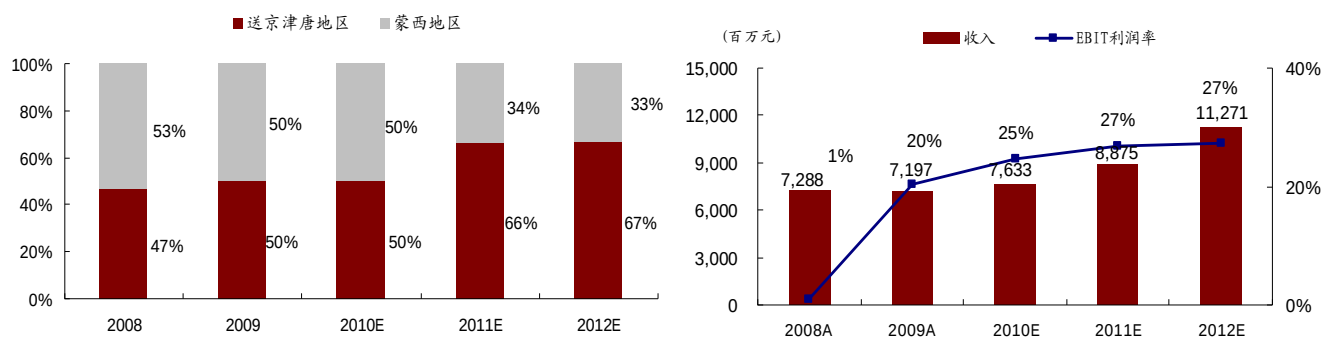
1) 煤价波动超预期；2) 资产注入具有不确定性。

图表 28：内蒙华电股权结构图



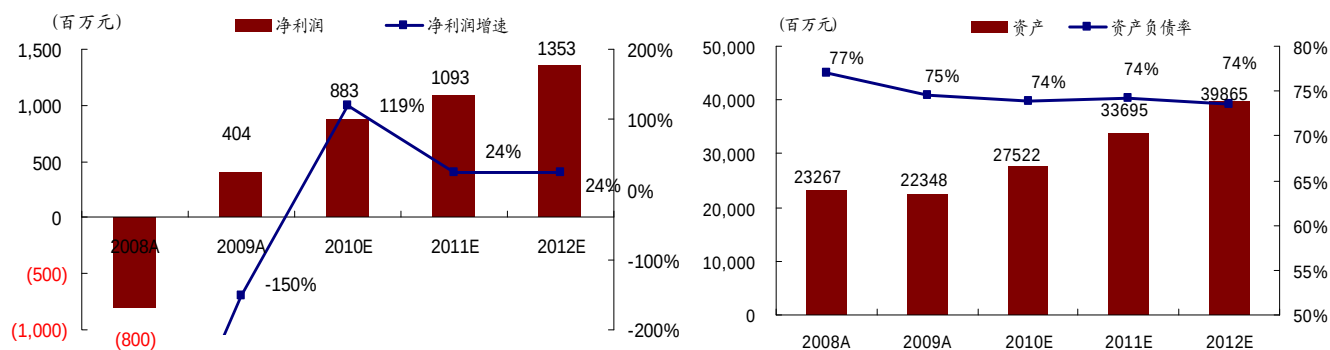
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 29：内蒙华电装机结构、EBIT 利润率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 30：内蒙华电净利润及资产负债率

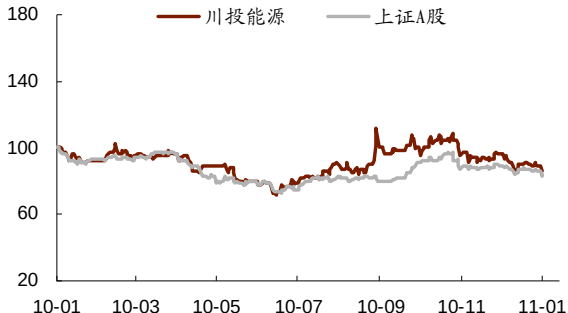


资料来源：公司数据、中金公司研究部

川投能源（600674.CH）：审慎推荐

分享清洁能源盛宴的地方型龙头

主要财务，股票信息

(百万元)						A-股	
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	股票代码	600674.CH
主营业务收入	519	902	1,025	1,047	1,062	当前股价	Rmb14.1
(+/- %)	43	74	14	2	1	日成交量 (百万股)	2.08
主营业务利润	186	393	518	538	553	52周最高价/最低价	Rmb19/11.6
(+/- %)	81	112	32	4	3	总市值 (百万元)	13,154
营业利润	39	132	189	182	196	发行股数 (百万股)	933
(+/- %)	(6)	242	43	(4)	8	流通股数 (百万股)	547
净利润	359	172	471	505	610	主要股东 (持股比例)	四川省投资集团 (63.88%)
(+/- %)	487	(52)	174	7	21		
每股盈利 (元)	0.38	0.18	0.50	0.54	0.65		
(+/- %)	487	(52)	174	7	21		
市盈率 (X)	36.7	76.6	27.9	26.0	21.6		
市净率 (X)	7.2	2.5	2.4	2.3	2.1		
ROE (%)	19.7	3.3	8.4	8.6	9.8		
股息收益率 (%)	0.3	2.0	1.0	2.6	2.8		

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

分享清洁能源盛宴的地方龙头。公司是四川省投资集团旗下从事电力生产的上市公司；目前主业有三块：电力生产、光缆和铁路自动化控制设备制造。电力资产是公司的主要利润来源，是公司未来发展的主要方向。2009年公司向川投集团非公开发行2.94亿股，持有的二滩水电48%的股权。截止2010年，公司主要拥有田湾水电(72万kw, 80%)，二滩水电(330万kw, 48%)、大渡河水电(492万kw, 10%)和新光硅业(38.9%)。

十二五期间，四川水电开发进入高峰期。1) 我们预计“十二五”期间，水电将进入建设和投产期，雅砻江流域和大渡河流域分别将有840万kw和326万kw水电项目投产。2) 公司分别拥有二滩水电48%股权和大渡河水电10%股权，2011-2015年权益装机复合增长率20%，显著增加公司投资收益。

给予“审慎推荐”评级。我们看好公司水电业务稳定的增长潜力以及多晶硅业务企稳反弹的动力。1) 预计公司2011-2015年随着水电项目的逐步投产，公司业绩稳步增长。2) 参股新光硅业，其多晶硅业务已渡过2010年上半年最差时期，随着成本下降和价格的触底反弹，未来业绩有望反弹，其投资收益将为公司贡献新的业绩增长点。

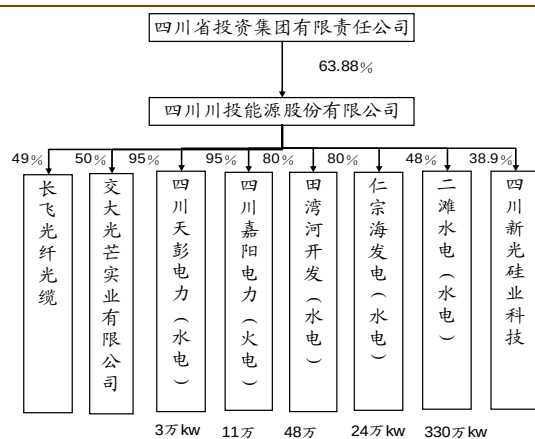
财务与估值

预计2010-12年公司净利润复合增长率53%。预计2010-12年净利润分别为4.7亿元、5.1亿元和6.1亿元，同比增长174%、7%和21%，对应EPS为0.50元、0.54元和0.65元。当前股价对应2011、2012年市盈率分别为：26x、22x。

风险

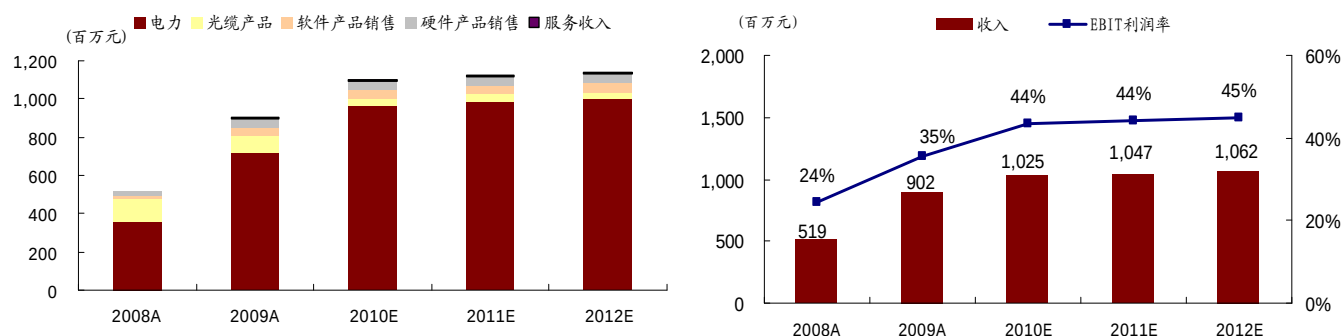
1) 水电来水情况不确定性以及季节性业绩波动；2) 多晶硅价格下滑拖累业绩

图表 31：川投能源股权结构图



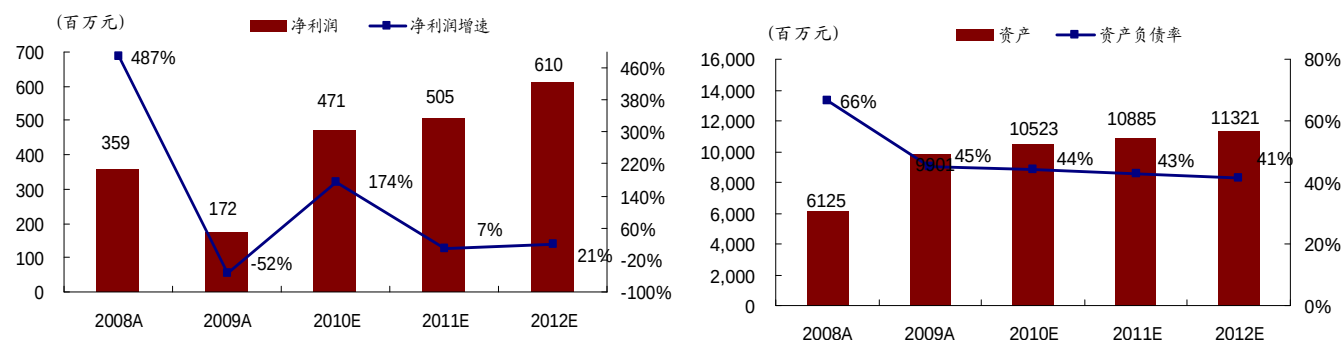
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 32：川投能源收入结构、EBIT 利润率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 33：川投能源净利润及资产负债率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

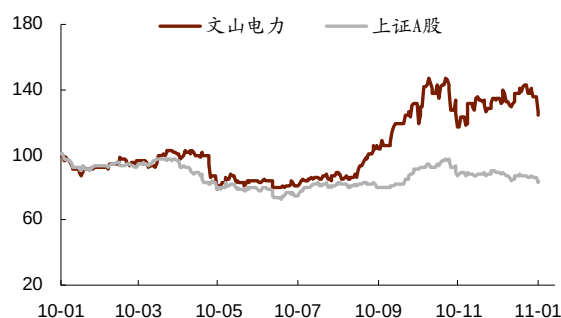
文山电力（600995.CH）：审慎推荐

具备持续成长能力的区域性电网

主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,031	1,145	1,400	1,544	1,622
(+/- %)	18	11	22	10	5
主营业务利润	304	281	396	447	479
(+/- %)	14	(8)	41	13	7
营业利润	148	106	185	219	241
(+/- %)	9	(28)	75	18	10
净利润	148	94	165	194	214
(+/- %)	18	(37)	76	17	10
每股盈利 (元)	0.37	0.20	0.35	0.41	0.45
(+/- %)	(22)	(47)	76	17	10
市盈率 (X)	28.3	53.6	30.5	26.0	23.6
市净率 (X)	6.1	5.6	4.8	4.2	3.7
ROE (%)	18.0	10.4	15.8	16.2	15.7
股息收益率 (%)	0.7	0.6	0.5	0.8	1.0

A-股	
股票代码	600995.CH
当前股价	Rmb10.54
日成交量 (百万股)	2.75
52周最高价/最低价	Rmb12.88/6.38
总市值 (百万元)	5,044
发行股数 (百万股)	479
流通股数 (百万股)	337
主要股东 (持股比例)	云南电网 (29.57%)



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

云南“水电+电网”的地方电力龙头企业。公司主营水力发电、供电业务，并经营文山州地方电网，是集发电、供电为一体的地方电力企业。主要服务位于云南省南部文山州的文山、砚山、富宁、丘北四县。电量来源分为三部分：自有电厂发电、收购文山州内小水电、购省网电量。

电网业绩稳定，未来持续增长：1) 我们预计“十二五”期间，电网建设有望加速，公司将加大云南当地电网建设的投入以及增加小水电的建设和收购，这将成为公司业绩增长的动力。2) 文山州丰富的矿产资源，适合发展铝、氯碱以及合金等产业。短期内高耗能项目受限，但不会影响当地长期的电力需求。

给予“审慎推荐”评级。我们看好公司作为地方电网加小水电的业绩稳定性和持续增长潜力。1) 我们预计公司未来当地电网建设项目的逐步投产，公司业绩稳步增长。2) 随着国家对通胀的调控逐步到位，CPI 的回落，居民阶梯电价改革的再度重启，将对公司业绩长期利好。

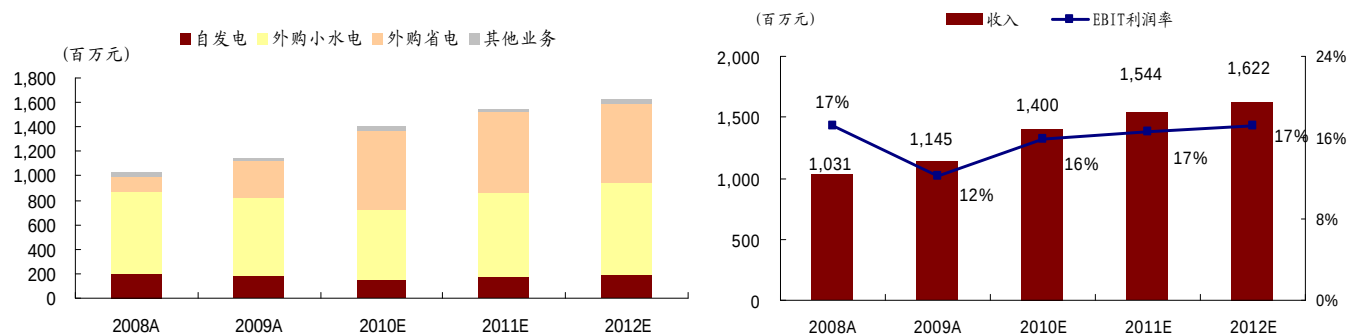
财务及估值

预计 2010-12 年公司净利润符合增长率 31%。预计 2010-12 年净利润分别为 1.7 亿元、1.9 亿元和 2.1 亿元，同比增长 76%、157%和 10%，对应 EPS 为 0.35 元、0.41 元和 0.45 元。当前股价对应 2011、2012 年市盈率分别为 26x、24x，估值已较好反应投资者对于公司业绩稳定增长的乐观预期。

风险

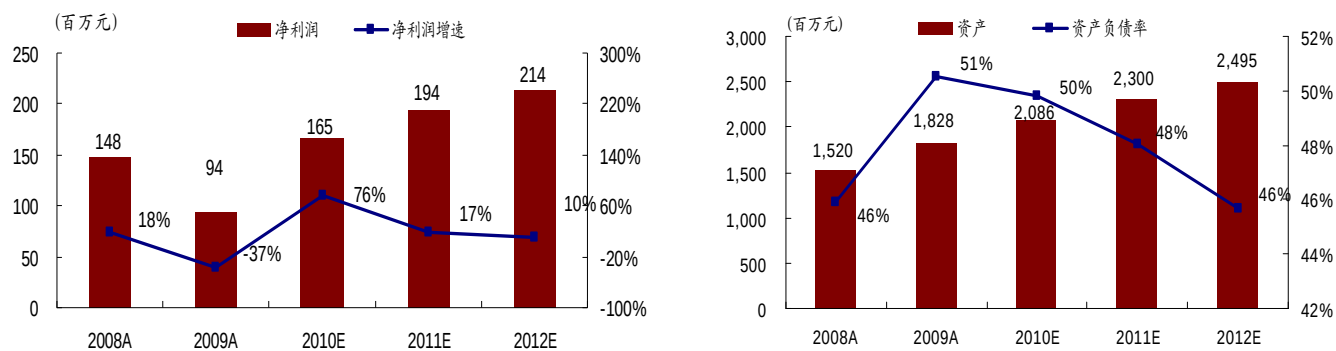
业绩受来水影响较大，具有不确定性。

图表 34：文山电力收入结构、EBIT 利润率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 35：文山电力净利润及资产负债率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

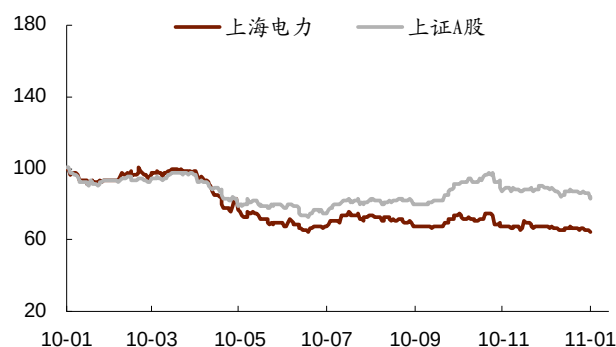
上海电力（600021.CH）：审慎推荐

立足上海的能源供应运营商

主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	9,261	11,104	15,539	17,567	17,818
(+/- %)	19	20	40	13	1
主营业务利润	(535)	1,083	1,324	1,693	1,775
(+/- %)	(153)	(302)	22	28	5
营业利润	(1,730)	(145)	(124)	167	172
(+/- %)	(1009)	(92)	(14)	(235)	3
净利润	(1,507)	384	68	367	387
(+/- %)	(434)	(125)	(82)	438	6
每股盈利 (元)	(0.70)	0.18	0.03	0.17	0.18
(+/- %)	(378)	(125)	(82)	438	6
市盈率 (X)	-5.5	21.5	120.9	22.5	21.3
市净率 (X)	1.9	1.4	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	-34.0	5.8	1.0	5.2	5.2
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	2.2	2.3

A-股	
股票代码	600021.CH
当前股价	Rmb3.85
日成交量 (百万股)	2.47
52周最高价/最低价	Rmb6.07/3.81
总市值 (百万元)	8,238
发行股数 (百万股)	2,140
流通股数 (百万股)	2,140
主要股东 (持股比例)	中国电力投资集团 (57.96%)



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议

上海电力为中电投旗下 A 股常规能源上市公司。上海电力大股东为中电投，中电投和中电投控股公司中国电力合计持有公司，13.3 亿股，占 62.8% 股权。公司主营发电业务，为上海地区最大的电力生产企业。公司全资拥有吴泾热电厂、闵行发电厂等四家发电厂，控股经营上海外高桥发电有限责任公司、上海漕泾热电有限责任公司等四家公司，淮沪煤电联营、徐州阌山发电、上海外高桥三期。截止 2010 年上半年，公司权益装机容量为 751 万 kw。

2010 业绩低点已过，2011 年迎来业绩拐点：1) 世博保电任务圆满完成，小机组关停，甩去业绩包袱。2) 新的优质项目投产，提供业绩新增长点。3) 金融股权投资市价风险已触底，未来有望成为释放业绩的蓄水池。

给予“审慎推荐”评级。1) 公司优质项目上海漕泾发电(65%，2*100 万 kw)、吴泾热电（100%，2*30 万 kw）分别于 2010 年中投产，2011 年全年公司业绩，公司业绩有望迎来拐点。2) 公司作为中电投控股的 A 股上市公司，有望成为中电投常规能源的发展平台，提供更强大的成长潜力。

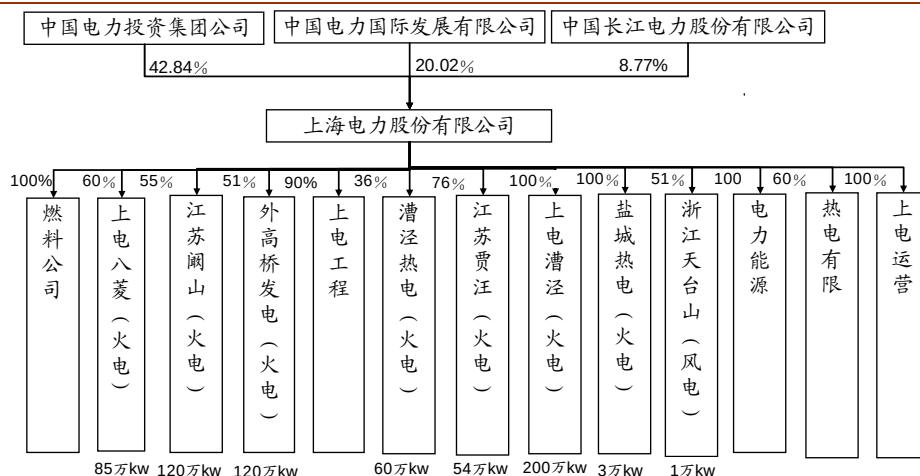
估值

预计 2010-12 年净利润分别为 0.7 亿元、3.7 亿元和 3.9 亿元，2011 - 2012 同比分别增长 439% 和 6%，对应 EPS 为 0.03 元、0.17 元和 0.18 元。当前股价对应 2011、2012 年市盈率分别为 23x、21x。

风险

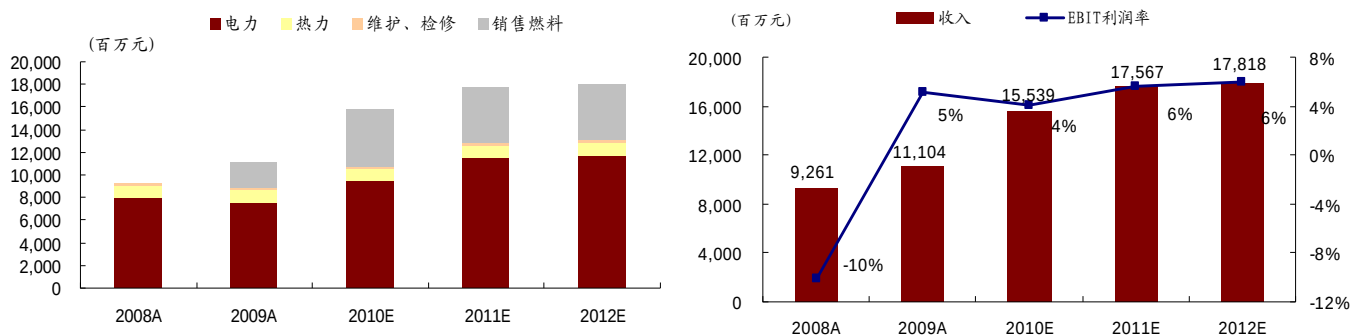
1) 煤价上涨拖累公司业绩；2) 金融股权市价波动影响净资产

图表 36：上海电力股权结构图



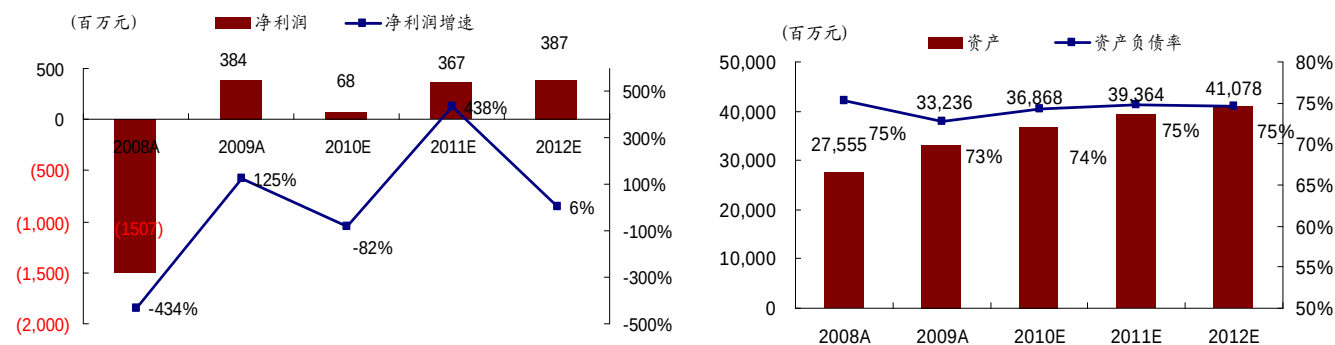
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 37：上海电力收入结构、EBIT 利润率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 38：上海电力净利润及资产负债率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为华能国际提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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