



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

行业动态
证券研究报告

2011年3月24日

电力

研究部

陈俊华

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511030014

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010022

lijie@cicc.com.cn

电量稳步提升, 火电仍存亏损风险

行业近况:

1-2月发电量同比增长12%, 投资者关注近期电企盈利情况。

评论:

电量回升, 但火电存在亏损风险。1) 电量稳步回升。1-2月, 火电发电量增长9%, 3月份, 伴随工业用电恢复, 电量持续环比趋势。我们预计1季度电量同比增长11%, 火电电量增长10%。2) 我国全年火电发电量约3.3-3.6亿kwh, 消耗原煤约16亿吨, 若原煤均价上涨20元/吨(不含税), 则全年可增加火电成本320亿元, 超过2010年火电行业利润总额。2011年一季度以来, 电煤价格同比增长5%-10%, 或30元/吨以上, 火电无法完全消纳成本上升。3) 点火价差显著恶化, 电价调整迫切性增强。以各个省份动力煤现货价格为基础, 比较各省份点火价差(元/MWh)水平, 我们发现: 2011年一季度, 超过10个省份点火价差较2008年三季度更微薄, 山东等省份点火价差快速恶化至个位数。2008年1-11月, 火电行业税前利润率为-4.9%, 为过去五年最低点。

火电自身抗风险能力弱。1) 负债率处历史高位。截至2010年末, 火电行业负债率为74%, 较2005年攀升8个百分点; 2) 供电能力充足, 利用小时处历史较低水平。2010年1-2月, 火电行业利用小时为835小时, 利用率为59%, 较去年同期持平, 但仍低于2005-2007年同期水平。3) 历次电价提升幅度不及煤价涨幅, 点火价差收窄。2005-2010年, 累计提升火电上网电价约69元/MWh, 可覆盖约160元/吨含税煤价上涨; 以山西坑口动力煤价格为例, 2005-2010年累计涨幅约250元/吨。

水电防御性凸现。水电业绩稳定: 一季度是枯水期, 水电商业绩呈季节性低点, 二、三季度, 伴随来水增多, 水电公司业绩将逐步回升。长期来看, 规模扩张是水电公司业绩增长的主动力, 上市公司中拥有在建水电资产的有: 国电电力、国投电力和川投能源等。

估值与建议:

目前A股、H股电力股均处历史交易区间底部: A股电力股股价对应2011年市净率中枢为1.5-1.9x, 港股电力股股价对应2011年市净率为0.6-1.4x。我们认为, 较低的股值水平已反映了投资者对于盈利恶化风险的担忧, 股价下行风险有限。

短期内, 建议关注由电价调整预期攀升带来的交易性机会。自2002年以来: 电企盈利加速恶化阶段, 电力股跑赢市场——投资者对于电价调整、电企盈利反转的预期增强。建议选取业绩弹性高的公司: 华电国际, 华能国际。敏感性分析显示: 若上网电价波动1%, 华电国际业绩提升67%, 华能国际业绩提升18%。

中长期内, 防御为主, 选取业绩确定性强, 估值合理的上市公司。审慎推荐: 长江电力、广州控股和国电电力。

风险提示:

下半年, 电煤价格上涨超预期。

图表 1: 可比公司估值表

			总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	EPS				P/E(x)				P/B(x)				
Price	投资建议					2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
A 股电力公司	(Rmb)						(Rmb)											
国电电力	3.07	审慎推荐	15,395	13,954	47.3	0.13	0.14	0.20	0.23	24.0	21.8	15.0	13.6	2.4	1.5	1.4	1.3	
华能国际	5.57	审慎推荐	9,000	2,878	63.4	0.42	0.30	0.30	0.32	13.2	18.6	18.6	17.4	1.6	1.5	1.4	1.4	
粤电力A	6.31	审慎推荐	2,132	1,987	15.8	0.44	0.28	0.41	0.48	14.4	22.5	15.4	13.1	1.8	1.7	1.4	1.3	
长江电力	8.09	审慎推荐	16,500	7,364	133.5	0.28	0.51	0.54	0.57	28.9	15.8	14.9	14.3	2.2	2.0	1.9	1.8	
内蒙华电	10.00	审慎推荐	1,981	573	19.8	0.20	0.38	0.50	0.62	49.1	26.6	20.0	16.3	5.8	4.8	4.1	1.8	
深圳能源	10.21	审慎推荐	2,202	599	22.5	0.91	0.62	0.84	0.87	11.3	16.5	12.1	11.8	1.7	1.6	1.5	1.4	
中能股份	7.65	审慎推荐	3,153	2,890	24.1	0.55	0.51	0.55	0.57	13.9	14.9	14.0	13.3	1.6	1.3	1.2	1.2	
建投能源	5.79	审慎推荐	914	914	5.3	0.08	0.04	0.11	0.15	74.3	144.8	53.3	37.4	1.8	1.8	1.5	1.5	
国投电力	7.44	审慎推荐	1,995	1,055	14.8	0.27	0.30	0.36	0.41	27.9	24.8	20.7	18.2	1.6	1.5	1.5	1.5	
广州控股	7.89	审慎推荐	2,059	2,059	16.2	0.35	0.39	0.42	0.51	22.9	20.2	18.6	15.3	1.8	1.8	1.7	1.6	
上海电力	4.39	审慎推荐	2,140	2,140	9.4	0.18	0.03	0.17	0.18	24.4	137.9	25.6	24.3	1.6	1.4	1.3	1.3	
桂冠电力	6.34	中性	2,280	2,280	14.5	0.14	0.25	0.27	0.30	44.4	25.4	23.5	21.1	3.4	3.2	3.0	2.9	
华电国际	3.53	审慎推荐	5,340	4,590	20.8	0.17	0.02	0.07	0.08	20.6	235.3	51.9	44.7	1.5	1.6	1.5	1.5	
大唐发电	6.35	中性	12,310	8,994	64.8	0.13	0.20	0.21	0.24	50.6	31.6	30.2	26.1	2.9	2.5	2.4	2.3	
川投能源	17.21	审慎推荐	933	547	16.1	0.18	0.50	0.54	0.65	93.5	34.1	31.8	26.3	3.1	2.9	2.7	2.6	
平均值										30.0	54.0	23.8	20.5	2.3	2.0	1.9	1.6	
中间值										24.2	23.7	19.3	16.8	1.8	1.6	1.5	1.5	
区域性电网类公司																		
文山电力	14.33	审慎推荐	479	337	6.9	0.21	0.26	0.37	0.45	66.7	54.1	38.6	31.6	7.6	6.8	6.0	5.2	
桂东电力	31.85		184	157	5.9	0.34	0.74	0.83	0.94	93.5	43.1	38.5	34.0	8.3	5.0	4.7	4.4	
平均值										80.1	48.6	38.5	32.8	7.9	5.9	5.3	4.8	
中间值										80.1	48.6	38.5	32.8	7.9	5.9	5.3	4.8	
热电联产公司																		
富春环保	25.65	审慎推荐	428	43	11.0	0.21	0.33	0.47	0.60	119.6	78.9	55.2	43.1	31.5	6.0	5.6	5.1	
京能热电	10.57	中性	656	573	6.9	0.30	0.41	0.44	0.53	34.9	26.1	24.0	19.9	3.5	2.5	2.4	2.2	
金山股份*	9.28		341	283	3.2	0.12	0.29	0.32	0.50	77.7	31.6	29.4	18.6	3.1	2.8	2.6	2.4	
宝新能源*	5.87		1,727	1,698	10.1	0.33	0.17	0.22	0.28	18.0	34.9	26.7	21.0	3.3	n.a	n.a	n.a	
平均值										44.3	43.7	36.1	24.8	5.7	3.8	3.6	3.2	
中间值										30.6	34.9	29.4	21.0	3.4	3.4	3.1	2.7	
工业节能环保																		
龙源技术	108.11	推荐	88	18	9.5	1.00	1.19	2.09	2.76	108.5	90.8	51.8	39.2	25.0	4.8	4.3	3.9	
燃控科技	38.10	审慎推荐	108	22	4.1	0.58	0.58	0.81	1.22	66.0	66.1	47.3	31.2	15.2	2.8	2.6	2.4	
先河环保	29.91	审慎推荐	120	24	3.6	0.37	0.46	0.63	0.83	80.7	64.4	47.5	35.9	17.3	4.1	3.9	3.6	
中电环保	29.15	审慎推荐	100	25	2.9	0.52	0.63	0.72	0.92	56.5	46.1	40.6	31.8	13.8	10.6	3.6	3.3	
九龙电力	18.38	中性	335	335	6.1	0.18	0.08	0.25	0.42	102.1	234.4	72.4	44.2	6.6	6.8	2.2	2.1	
易世达	71.24	审慎推荐	59	15	4.2	0.87	1.16	1.66	2.00	82.3	61.2	43.0	35.6	14.7	4.1	3.8	3.5	
天立环保	59.96		80	16	4.8	1.23	1.81	2.34	3.44	48.6	33.2	25.6	17.4	16.9	11.2	3.1	2.8	
平均值										82.7	93.9	50.4	36.3	15.4	5.5	3.4	3.1	
中间值										81.5	65.3	47.4	35.8	15.0	4.5	3.7	3.4	
H/B 股																		
(HK\$)		目标价(HK\$)			(HK\$ bn)	(HK\$)												
华能国际	4.44	审慎推荐	5.50	3,555	3,055	75.4	0.48	0.35	0.36	0.38	9.3	12.7	12.4	11.7	1.1	1.0	1.0	0.9
华润电力	14.48	审慎推荐	18.00	4,724	4,683	68.4	1.14	1.05	1.19	1.29	12.8	13.8	12.2	11.2	1.8	1.6	1.4	1.4
华电国际	1.59	中性	2.00	1,431	1,431	24.7	0.20	0.02	0.08	0.09	8.2	91.2	19.7	16.9	0.6	0.6	0.6	0.6
龙源电力	7.73	中性	8.20	2,711	2,711	57.7	0.14	0.28	0.36	0.43	56.8	27.2	21.5	18.0	2.4	2.1	1.9	1.7
大唐发电	2.77	中性	3.50	12,310	3,316	77.1	0.14	0.23	0.25	0.29	19.4	11.9	11.1	9.6	1.1	1.0	0.9	0.8
中国电力*	1.61			5,107	3,606	8.2	0.16	0.11	0.13	0.16	10.1	13.8	11.9	9.8	0.6	0.6	0.5	0.5
中电控股*	61.80			2,406	2,408	148.7	4.29	4.23	4.45	4.62	14.4	14.6	13.9	13.4	1.9	1.8	1.7	1.7
香港电灯*	50.85			2,134	2,134	108.5	3.37	3.96	4.03	4.14	15.1	12.9	12.6	12.3	1.9	1.8	1.7	1.6
平均值										16.7	22.0	13.0	11.6	1.4	1.3	1.2	1.1	
中间值										12.6	13.3	12.3	11.4	1.3	1.1	1.0	0.9	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2: 主要电力公司敏感性分析

2011E	华电国际	建投能源	华能国际	大唐发电	国投电力	国电电力	中能股份	华润电力	深圳能源	内蒙华电	长江电力
电价敏感度(+1%)	67%	20%	18%	14%	10%	9%	7%	5%	5%	4%	2%
燃料成本敏感度(+1%)	-38%	-11%	-13%	-6%	-4%	-4%	-4%	-3%	-3%	-1%	0%
利用率敏感度(+1%)	31%	9%	6%	4%	6%	5%	1%	2%	3%	2%	2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 主要电力公司电力装机分布结构

上市公司	国电电力	国投电力	大唐发电	华润电力	华电国际	华能国际	中能股份	长江电力	建投能源	广州控股	上海电力	深圳能源
东北	16%		3%	6%		10%						
华北	30%	2%	60%	12%	59%	27%			100%			9%
华东	24%	25%	17%	42%	15%	36%	100%				100%	2%
华中	14%	25%	5%	32%	17%	12%		100%				
西北	10%	21%	4%		9%	3%						
南方	6%	27%	11%	9%		5%				100%		88%
海外						6%						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 各省份火电点火价差比较

	(元/兆瓦时)	12M07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	是否比08年3季度更加恶化?	
东北	辽宁	179	174	150	137	162	170	183	189	171	146	144	140	127	108	是	辽宁
	吉林	168	156	134	90	122	126	138	144	131	121	118	118	107	87	是	吉林
	黑龙江	164	145	128	62	103	104	114	119	107	98	95	99	89	67		黑龙江
华北	内蒙	130	125	113	44	79	102	110	112	112	110	108	105	99	93		内蒙
	山西	91	85	41	13	60	46	75	86	75	58	64	65	62	43		山西
	北京	156	140	107	77	116	138	143	146	139	132	128	127	121	105		北京
	天津	122	131	46	(10)	55	111	123	118	90	67	75	71	73	54	是	天津
	河北	89	89	67	26	93	122	129	135	130	124	137	138	120	126		河北
华东	山东	78	74	24	(12)	24	44	100	98	83	64	65	65	55	7	是	山东
	上海	151	123	73	33	120	175	172	168	143	101	114	118	103	97		上海
	江苏	109	109	65	71	121	146	151	165	144	105	87	97	86	74		江苏
	浙江	160	153	139	86	131	173	179	182	155	120	122	119	106	83	是	浙江
	安徽	128	105	70	7	38	60	109	130	117	65	45	58	50	32		安徽
华中	福建	125	117	106	49	93	135	141	144	117	82	85	81	69	45	是	福建
	江西	114	100	37	(83)	(1)	29	48	65	76	64	57	52	7	2	是	江西
	河南	148	126	88	54	58	99	125	128	131	112	95	82	74	71		河南
	湖北	174	162	118	99	151	143	139	141	153	120	112	91	50	11	是	湖北
	湖南	191	178	135	104	164	156	152	153	165	129	121	100	58	19	是	湖南
西北	重庆	97	97	73	53	75	90	104	118	121	123	116	122	110	99		重庆
	四川	90	90	62	33	56	73	88	103	114	131	124	130	119	107		四川
	陕西	126	121	90	35	87	86	90	99	104	99	97	101	79	66		陕西
	甘肃	121	116	94	51	55	61	61	96	95	82	82	95	90	86		甘肃
	青海	116	111	88	40	42	49	49	87	91	85	85	98	93	89		青海
南方	宁夏	118	119	56	(33)	26	27	26	51	60	58	55	52	40	34	是	宁夏
	新疆	132	133	124	112	124	146	151	150	135	131	127	126	126	125		新疆
	广东	172	149	112	88	107	145	156	152	98	42	58	49	29	4	是	广东
	广西	73	54	13	(28)	31	28	43	71	94	76	70	48	15	(14)	是	广西
	海南	130	109	60	35	54	92	102	98	54	31	35	18	19	5	是	海南
南方	贵州	100	100	57	10	46	65	76	76	83	112	108	97	87	79		贵州
	云南	94	80	31	(31)	17	18	48	53	70	73	72	70	48	30	是	云南

* 点火价差按照市场煤计算

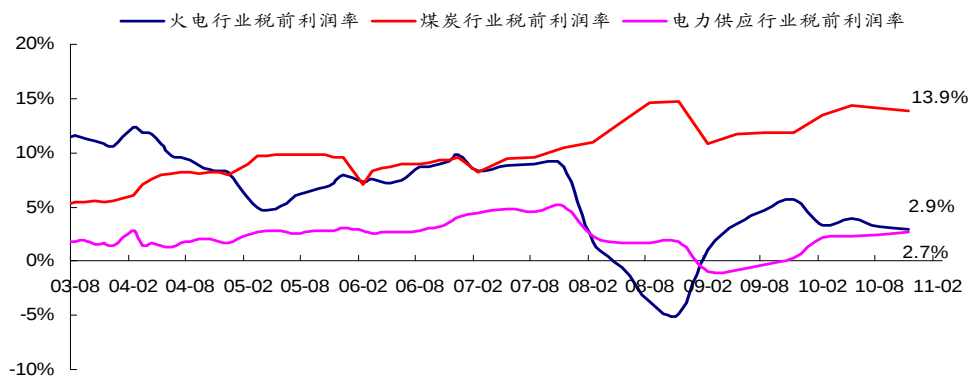
* 08年7月份点火价差考虑第一次电价上调

* 08年8月份点火价差考虑第二次电价上调

* 09年11月-至今：点火价差考虑09年11月电价结构性调整

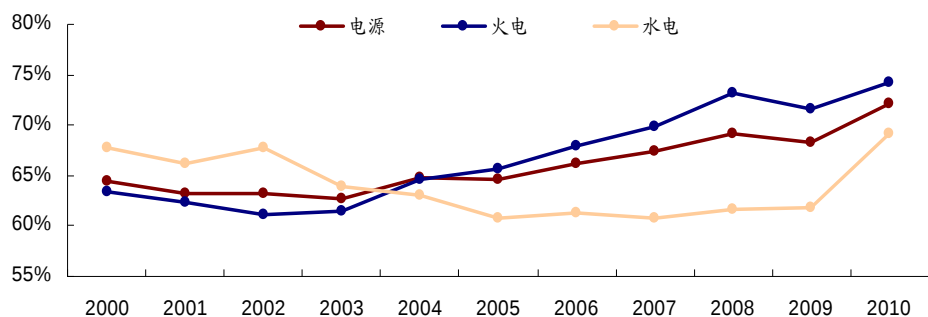
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表5：火电行业利润率低位徘徊



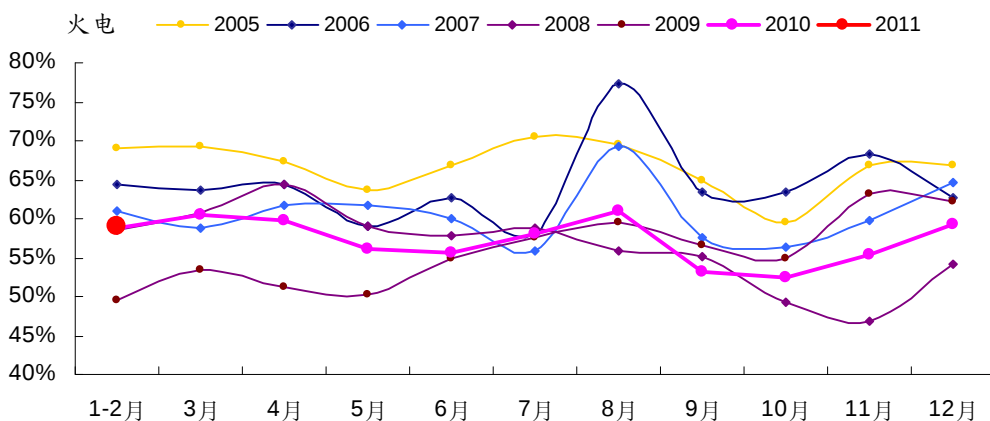
资料来源：中国统计数据应用系统，中金公司研究部

图表6：电力行业资产负债率逐年攀升



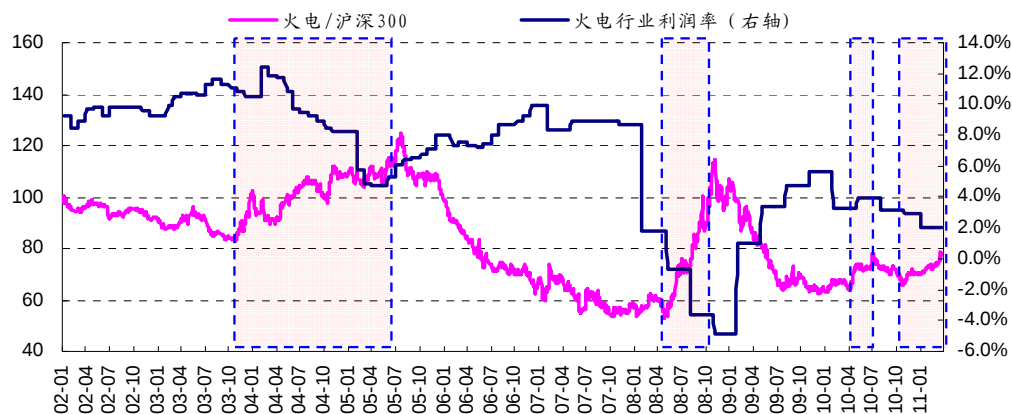
资料来源：中国统计数据应用系统，中金公司研究部

图7：全国火电机组月度利用率



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 8: 火电行业利润率对比火电行业/沪深 300 相对走势



资料来源: Wind, 彭博资讯, 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/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。

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