



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4月21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

4 月月报

3 月: 各工业行业用电增速差异大

数据点评:

3 月完成发电量 3830 亿 kwh, 同比增长 14.8%, 好于预期: 主要源自非金属和黑金属冶炼用电旺盛超预期。

——发电端: 3 月, 水电发电量保持较快增长——同比增长 29%至 412 亿 kwh; 火电发电量增长 12.7%。

——用电端: 3 月份用电增速 13.3%, 较 1-2 月 (12.2%) 有所上升。1) 第二产业用电量同比增长 13.8%, 快于 1-2 月增幅 (11.4%), 第一产业、第三产业和居民用电增速均较前两个月略有回落。2) 非金属矿物制品业 (含水泥生产) 和黑色金属冶炼及压延加工业 (钢铁生产), 占全部用电量的 12%和 5%, 3 月份表现出旺盛用电增长: 分别同比增长 34.8%和 19%, 显著高于工业用电整体增速; 3) 采矿业占全部用电量 5%, 3 月份用电增速同比增长 22%。

预计 4 月电量同比增长 12%-14%, 增速略有回落。我们认为单个高耗能行业用电增速显著快于社会平均的态势无法持续: 4 月份, 预计非金属制品行业用电增速有回落风险, 黑金属行业用电增速有望持续, 有色金属行业用电增速逐步回升。预计 4 月电量同比增长 12%-14%, 由于单月自然天数少, 电量环比预计略有减少。全年来看, 维持全年用电增长 11%-13%的预测。

投资建议:

外部环境趋好: 全力保障电力稳定供应的迫切性在提升。近期已经出台的政策包括: 1) 4 月 2 日: “切实稳定电煤价格” 2) 4 月 6 日: “做好 2011 年电力运行调解工作”。不论方式如何, 全方位保障电力供应是核心。对于火电企业来说, 电量二季度回升, 外围政策环境将持续改善, 利润反转值得期待。水电二季度来水改善, 业绩反弹是确定性事件。

二季度: 水电、华东和南方地区的火电盈利将快速、大幅好转, 主要源自电量回升, 成本稳定。1) 二季度开始, 逐步进入丰水期, 水电电量、利润率将快速回升: 以三峡机组为例, 二季度电量平均环比提升 50%以上。2) 看好浙江、安徽、陕西火电机组的利用小时反弹。上述地区火电 2010 年新增机组少 (同比增速分别为 1%, 2%和 8%), 当地电力需求持续 12%-15%旺盛增长。3) 国家公布对重点合同煤的价格限制措施, 这有助于华东和南方地区火电机组稳定燃料成本, 二季度当地火电机组将迎来利润率改善, 电量提升的盈利回升期。

三季度, 进入电力需求高峰, 无需过虑煤价风险。在火电行业盈利接近历史低点 (2008 年 3 季度) 的水平下, 电煤价格的进一步上涨有可能造成火电现金流存在风险, 不利于电力供应安全, 在这种情形下, 保障电力供应的紧迫性会进一步上升, 出台电价调整的可能性加大, 电企经营持续恶化的风险很小。

发电类, 选取业绩确定性强、估值合理的电力上市公司, 安全边际大。**审慎推荐: 长江电力(600900.SH)、国电电力(600795.SH) 和华能国际 (600011.SH)。**

电力环保类, 选取具有业绩支撑的公司, **审慎推荐凯迪电力 (000939.SZ), 建议关注龙源技术 (300105.SZ)。**

风险:

下半年, 电煤价格上涨超预期; 电力相关政策实际执行效果低于预期。

图表 1：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	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
A 股电力公司	(Rmb)						EPS (Rmb)										
国电电力	3.24	审慎推荐	15,395	13,954	49.9	0.15	0.16	0.19	0.21	22.1	20.8	17.1	15.5	3.2	2.0	1.9	1.8
华能国际	5.80	审慎推荐	9,000	2,878	65.2	0.42	0.25	0.23	0.27	13.8	23.0	24.8	21.5	1.7	1.5	1.5	1.5
粤电力A	6.28	审慎推荐	2,132	1,987	15.7	0.44	0.28	0.41	0.48	14.3	22.4	15.3	13.1	1.8	1.6	1.4	1.3
长江电力	8.12	审慎推荐	16,500	7,364	134.0	0.28	0.51	0.54	0.57	29.0	15.9	15.0	14.4	2.2	2.0	1.9	1.8
内蒙华电	10.48	审慎推荐	1,981	573	20.8	0.20	0.33	0.47	0.52	51.4	31.8	22.1	20.2	6.1	5.1	4.1	2.4
深圳能源	10.25	审慎推荐	2,202	599	22.6	0.91	0.64	0.68	0.72	11.3	16.1	15.1	14.3	1.7	1.6	1.5	1.4
中能股份	8.08	审慎推荐	3,153	2,890	25.5	0.55	0.51	0.55	0.57	14.7	15.8	14.7	14.1	1.7	1.3	1.3	1.2
建投能源	6.02	审慎推荐	914	914	5.5	0.08	0.01	0.12	0.16	77.3	527.8	52.1	37.3	1.9	1.9	1.6	1.6
国投电力	7.77	审慎推荐	1,995	1,055	15.5	0.27	0.25	0.31	0.35	29.2	31.4	25.3	22.4	1.7	1.6	1.7	1.6
广州控股	7.67	审慎推荐	2,059	2,059	15.8	0.35	0.36	0.38	0.42	22.2	21.2	20.2	18.3	1.8	1.7	1.7	1.6
上海电力	4.88	审慎推荐	2,140	2,140	10.4	0.18	0.09	0.17	0.18	27.1	54.3	28.8	26.5	1.6	1.8	1.7	1.6
桂冠电力	6.13	中性	2,280	2,280	14.0	0.14	0.29	0.28	0.29	42.9	21.1	22.3	21.2	3.3	3.1	2.9	2.8
华电国际	3.84	审慎推荐	5,340	4,590	22.5	0.17	0.03	0.03	0.06	22.4	125.1	113.0	61.2	1.7	1.6	1.6	1.6
大唐发电	6.34	中性	12,310	8,994	65.0	0.13	0.20	0.21	0.24	50.5	31.6	30.1	26.0	2.9	2.5	2.4	2.3
川投能源	15.55	审慎推荐	933	547	14.5	0.18	0.36	0.53	0.64	84.5	42.6	29.2	24.4	2.8	2.6	2.4	2.3
凯迪电力	18.20	审慎推荐	590	590	10.7	0.32	0.52	1.20	0.70	56.3	35.1	15.2	26.0	6.4	5.5	4.1	3.7
平均值										35.6	64.7	28.8	23.5	2.6	2.4	2.1	1.9
中间值										28.1	27.2	22.2	21.3	1.8	1.9	1.7	1.6
区域性电网类公司																	
文山电力	12.82	审慎推荐	479	337	6.1	0.21	0.26	0.37	0.45	59.7	48.4	34.5	28.3	6.8	6.1	5.3	4.6
桂东电力	32.70		184	157	6.0	0.34	0.74	0.83	0.94	96.0	44.3	39.5	34.9	8.5	5.2	4.8	4.5
平均值										77.8	46.4	37.0	31.6	7.6	5.6	5.1	4.6
中间值										77.8	46.4	37.0	31.6	7.6	5.6	5.1	4.6
热电联产公司																	
富春环保	22.49	审慎推荐	428	108	9.6	0.21	0.32	0.47	0.60	104.9	69.6	48.4	37.6	27.6	5.3	4.9	4.5
京能热电	11.04	中性	656	573	7.2	0.30	0.41	0.44	0.53	36.4	27.3	25.1	20.8	3.6	2.6	2.5	2.3
金山股份*	9.53		341	283	3.2	0.12	0.29	0.32	0.50	79.8	32.4	30.2	19.1	3.1	n.a	n.a	n.a
宝新能源*	5.76		1,727	1,698	9.9	0.33	0.17	0.22	0.28	17.7	34.3	26.2	20.6	3.1	n.a	n.a	n.a
平均值										34.7	41.7	30.2	24.5	5.5	3.8	3.4	3.4
中间值										31.7	34.3	26.2	20.7	3.3	3.6	3.0	3.4
工业节能环保																	
龙源技术	92.50	推荐	88	22	8.1	1.00	1.19	2.05	2.72	92.8	77.5	45.1	34.1	21.3	5.4	4.9	4.4
燃控科技	35.09	中性	108	28	3.8	0.58	0.57	0.78	1.20	60.8	61.1	45.2	29.3	18.9	3.4	2.8	2.6
先河环保	26.05	审慎推荐	120	24	3.1	0.37	0.46	0.63	0.83	70.3	56.1	41.4	31.3	15.1	3.6	3.4	3.1
中电环保	25.31	审慎推荐	100	25	2.5	0.52	0.63	0.72	0.92	49.1	40.1	35.2	27.6	12.0	9.2	3.1	2.9
九龙电力	15.57	中性	335	335	5.2	0.18	0.08	0.25	0.42	86.5	198.6	61.3	37.5	5.6	5.7	1.9	1.8
易世达	59.47	审慎推荐	59	15	3.5	0.87	1.12	1.75	2.04	68.7	53.0	33.9	29.1	12.3	3.4	3.1	2.9
平均值										71.4	81.1	43.7	31.5	14.2	5.1	3.2	2.9
中间值										69.5	58.6	43.2	30.3	13.7	4.5	3.1	2.9
H/B 股																	
H/B 股	(HK\$)		目标价(HK\$)		(HK\$ bn)		(HK\$)										
华能国际	4.37	审慎推荐	5.50	3,555	3,055	77.7	0.48	0.29	0.28	0.32	9.1	14.9	15.7	13.6	1.1	1.0	1.0
华润电力	14.00	审慎推荐	18.00	4,728	4,683	66.2	1.14	1.05	1.19	1.29	12.3	13.3	11.8	10.9	1.7	1.6	1.4
华电国际	1.63	中性	2.00	1,431	1,431	26.8	0.20	0.04	0.04	0.07	8.4	45.7	40.3	21.8	0.6	0.6	0.6
龙源电力	8.10	中性	8.20	2,711	2,711	60.5	0.14	0.28	0.36	0.43	59.5	28.5	22.5	18.9	2.5	2.2	2.0
大唐发电	2.85	中性	3.50	12,310	3,316	77.4	0.14	0.23	0.25	0.29	20.0	12.2	11.4	9.8	1.1	1.0	0.9
中国电力*	1.76			5,107	3,606	9.0	0.15	0.14	0.17	0.25	11.9	12.9	10.6	6.9	0.6	0.6	0.5
中电控股*	63.35			2,406	2,408	152.4	4.29	4.23	4.45	4.62	14.8	15.0	14.2	13.7	1.9	1.9	1.8
电能实业*	53.85			2,134	2,134	114.9	3.37	3.96	4.03	4.14	16.0	13.6	13.4	13.0	2.0	1.9	1.8
平均值											17.2	17.7	15.5	12.1	1.4	1.3	1.2
中间值											12.3	13.5	12.6	11.9	1.2	1.1	1.0

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 2：净利润敏感性分析

2011E	华电国际	华能国际	建投能源	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%	18%	18%	14%	10%	9%	7%	5%	5%	4%	2%
燃料成本敏感度(+1%)	-38%	-13%	-10%	-6%	-4%	-4%	-4%	-3%	-3%	-1%	0%
利用率敏感度(+1%)	31%	6%	8%	4%	6%	5%	1%	2%	3%	2%	2%

资料来源：中金公司研究部

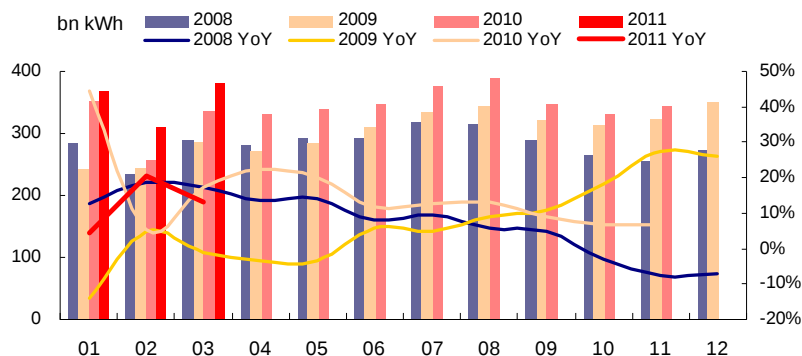
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3 月份: 发电量同比增长 14.8%, 好于预期

3 月完成发电量 3830 亿 kwh, 同比增长 14.8%。好于我们的预期: 13%。主要由于工业用电旺盛。

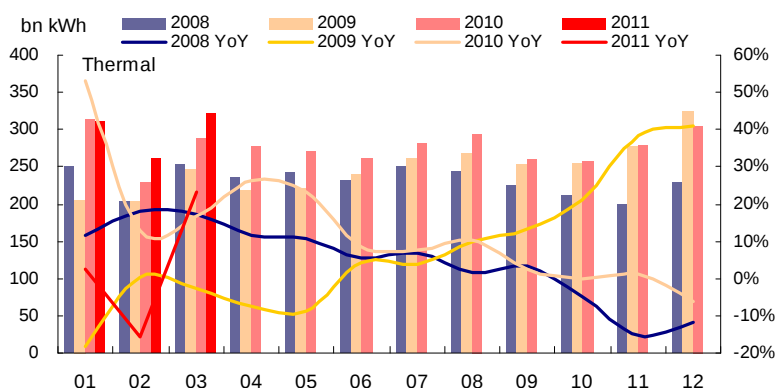
预计 4 月电量同比增长 12 % -14%。

图表 3: 月度发电量及同比增速



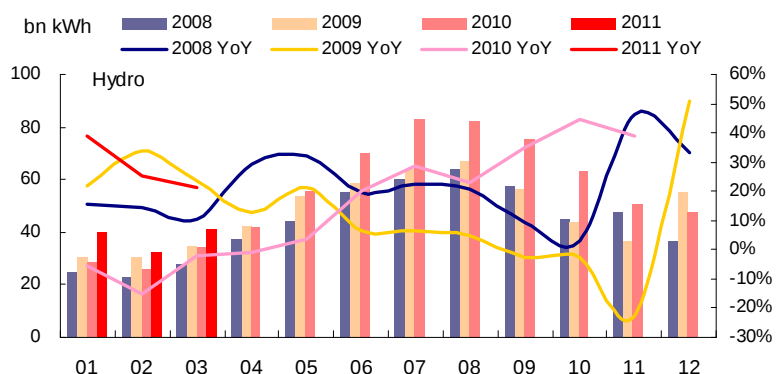
资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

图表 4: 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 5: 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

火电电量同比增长 12.7%

3 月份, 火电发电量为 3232 亿 kwh, 同比增长 12.7%, 增速略小于总发电量增速。进入二、三季度, 伴随来水量的改善, 预计火电发电量增速持续低于全国平均水平。

水电电量同比增长 28.8%

3 月份, 水电发电量为 412 亿 kwh, 同比增长 28.8%, 增速保持了前 2 个月以来较好的水平。除去去年水电新增装机因素外, 亦显示出今年水电淡季来水情况好于往年。

全年水电发电量取决于旺季来水情况。

1-3 月全国用电量增速 12.7%

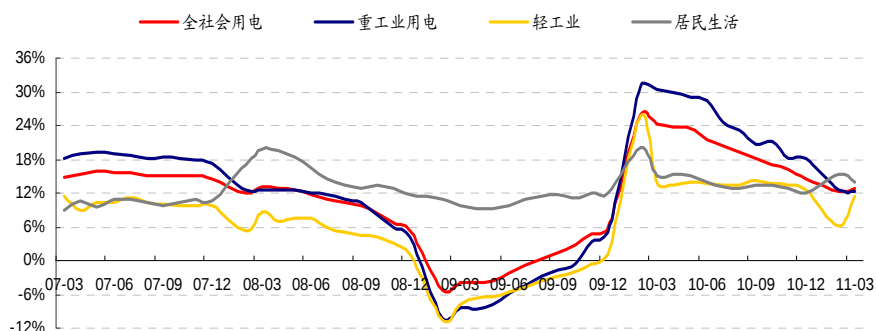
1-3 月份, 全国用电量同比增长 12.7%, 增速较 1-2 月份有所上升, 显示全国用电需求持续旺盛。其中, 第一产业用电量为 195 亿 kwh, 同比增长 3.2%, 第二产业用电量 8025 亿 kwh, 同比增长 12.3%, 第三产业用电量 1236 亿 kwh, 同比增长 15.5%, 居民生活用电量为 1456 亿 kwh, 同比增长 14.1%。

工业用电量占比有所下滑

2011 年一季度, 工业用电占到全国总用电量的 74%, 较 2010 年全年 75% 有所下降。

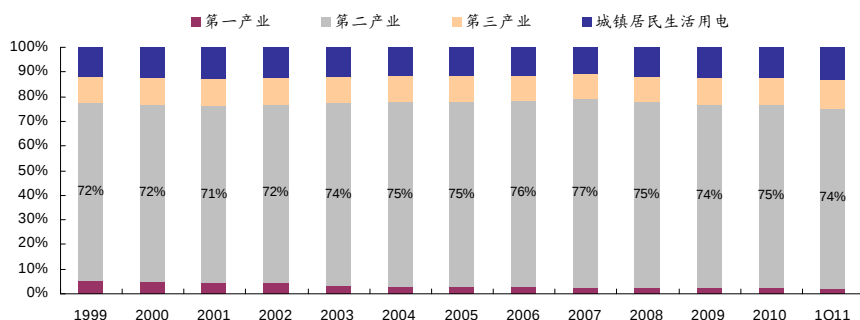
1-3 月工业用电量为 7896 亿 kwh, 同比增长 12.1%, 其中: 轻工业用电量 1281 亿 kwh, 同比增长 11.4%, 重工业用电量 6615 亿 kwh, 同比增长 12.3%。

图表 6: 全国用电量增速



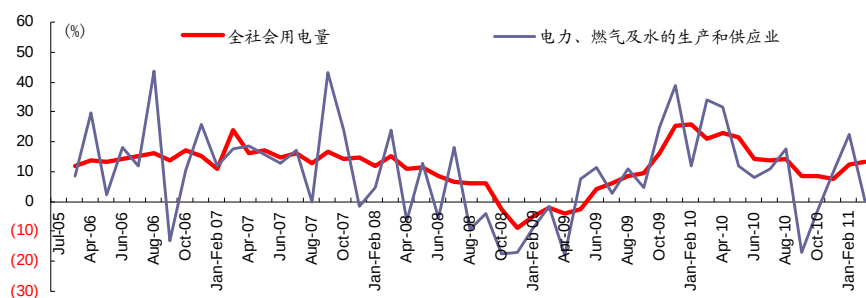
资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

图表 7: 全国用电量结构



资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

图表 8: 电力、燃气及水的生产和供应业用电同比增速 (月度)



资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

工业用电：非金属矿物制品业和黑色金属冶炼及压延加工业用电增速显著加快

1-3 月，四大主要用电行业用电量为 3512 亿千瓦时，占到工业用电量 44%，占全社会用电量的 32%。其中：3 月，非金属矿物制品业（含水泥生产）和黑色金属冶炼及压延加工业（钢铁生产），分别同比增长 34.8%和 19%，增速显著加快，且好于当月工业用电增速。

黑色金属冶炼及压延加（钢铁生产）业用电量占我国总用电量的 12% 左右，3 月份该行业用电量同比增长 19%。

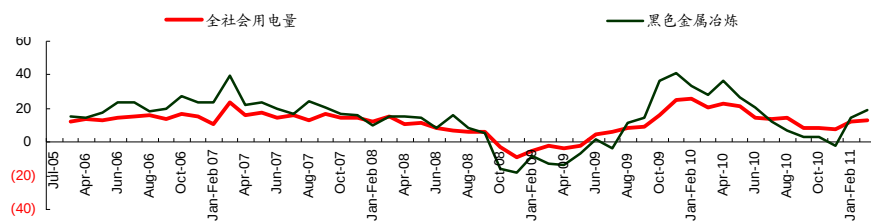
有色金属冶炼及压延加工业用电量占我国总用电量 8% 左右，3 月份该行业用电量同比增长 6.5%，已连续 7 个月用电增速低于全国平均用电增速。

化工制品行业用电量占我国总用电量的 7%-8%，3 月份该行业用电量同比增长 2.8%，已连续 10 个月用电增速低于全国平均用电增速。

非金属制品行业用电量占我国总用电量 5%-6%，3 月份该行业用电量同比增长 35.2%，显著高于其他行业。我们认为这一态势难以持续。

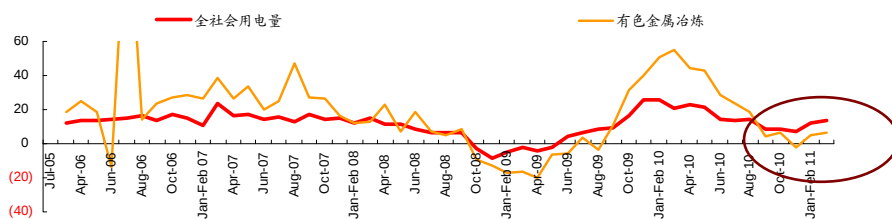
采矿业用电量占我国总用电量的 5%，3 月份该行业用电量同比增长 22%。

图表 9：黑色金属冶炼行业用电同比增速（月度）——多数高于全国平均



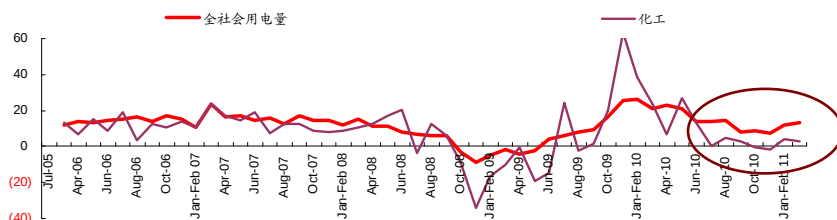
资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 10：有色金属冶炼行业用电同比增速（月度）——多数高于全国平均



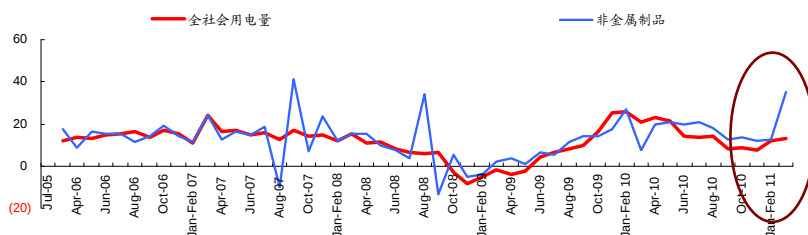
资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 11：化工制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



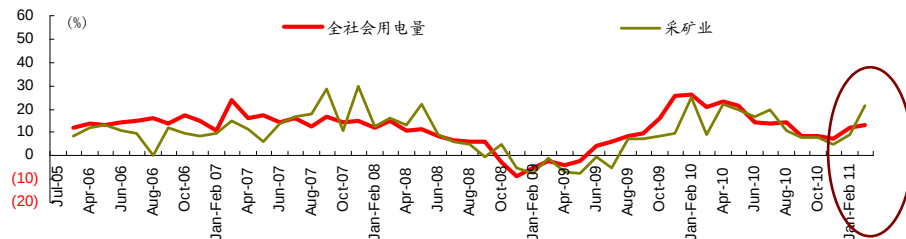
资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 12：非金属制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 13：采矿业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

1-3 月份：西北和华东地区用电量增速好于全国

图表 14：各个省份用电量同比增速

	FY2009	1-6M10	1-7M10	1-8M10	1-9M10	1-10M10	1-11M10	FY2010	1-2M11	1-3M11
全国合计	6%	22%	20%	19%	18%	17%	16%	15%	12%	13%
东北	4%	18%	17%	15%	15%	15%	14%	13%	9%	10%
辽宁	5%	23%	21%	19%	19%	18%	17%	15%	11%	11%
吉林	3%	14%	13%	12%	12%	13%	13%	11%	10%	11%
黑龙江	2%	11%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	6%	6%
华北	7%	22%	21%	20%	18%	17%	16%	15%	11%	11%
内蒙	4%	38%	36%	30%	26%	24%	24%	19%	16%	15%
山西	-5%	26%	24%	22%	20%	19%	17%	14%	8%	10%
北京	7%	12%	12%	11%	11%	11%	10%	8%	2%	1%
天津	6%	21%	20%	20%	19%	19%	18%	17%	10%	8%
河北	12%	22%	21%	20%	19%	17%	15%	15%	11%	11%
山东	8%	18%	17%	16%	15%	15%	14%	12%	14%	14%
华东	6%	19%	18%	19%	18%	17%	16%	15%	15%	15%
上海	0%	14%	13%	15%	15%	15%	13%	12%	11%	9%
江苏	6%	20%	19%	20%	19%	19%	17%	16%	15%	15%
浙江	6%	21%	19%	19%	18%	16%	15%	14%	14%	15%
安徽	10%	18%	17%	18%	17%	15%	14%	13%	15%	15%
福建	6%	18%	18%	18%	17%	17%	16%	16%	21%	22%
华中	8%	23%	21%	20%	19%	18%	17%	16%	12%	12%
江西	12%	20%	19%	20%	18%	17%	16%	15%	24%	24%
河南	6%	27%	24%	22%	18%	17%	15%	13%	5%	6%
湖北	6%	21%	19%	19%	19%	18%	18%	17%	13%	13%
湖南	11%	23%	22%	20%	19%	18%	18%	16%	14%	13%
重庆	7%	24%	22%	20%	18%	19%	18%	17%	17%	16%
四川	8%	22%	20%	19%	19%	19%	18%	17%	12%	14%
西北	6%	31%	29%	28%	26%	24%	24%	19%	15%	16%
陕西	5%	24%	21%	21%	20%	19%	18%	15%	15%	16%
甘肃	3%	22%	20%	19%	19%	17%	15%	14%	13%	15%
青海	8%	58%	57%	54%	50%	47%	42%	38%	14%	14%
宁夏	4%	48%	44%	40%	35%	30%	24%	18%	13%	13%
新疆	14%	24%	23%	22%	22%	22%	34%	18%	24%	34%
南方	6%	19%	18%	17%	15%	14%	13%	13%	10%	11%
广东	3%	18%	18%	17%	15%	14%	13%	12%	8%	8%
广西	9%	34%	31%	28%	24%	21%	18%	16%	12%	11%
海南	8%	19%	21%	21%	21%	19%	19%	18%	19%	18%
贵州	13%	18%	16%	15%	12%	10%	9%	11%	8%	16%
云南	7%	12%	12%	12%	12%	11%	13%	12%	17%	18%

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]

1-3 月：火电利用小时同比上升 1%

1-3 月，火电累计利用小时为 1292 小时，同比增长 1%：

华东、京津唐、陕西及华中部分省份火电利用小时仍显著好于全国平均水平。分析原因，除需求旺盛因素外，当地新增火电装机较少是推升利用小时回升的主要原因。

展望二、三季度：

——预计华东、京津唐、陕西地区火电利用小时维持高位局面仍将持续，看好其利用小时持续反弹。

——华中地区火电机组利用小时有下降风险，主要源自水电贡献增多，火电市场份额下降。

图表 15：各区域火电机组利用小时及同比增速

	1-3M11	1-3M10	1-6M10	1-7M10	1-8M10	1-9M10	1-10M10	1-11M10	1-12M10	1-2M11	1-3M11
全国	1292	1285	13%	11%	10%	8%	7%	5%	4%	0%	1%
东北											
辽宁	1194	1309	-1%	-2%	-5%	-6%	-6%	-7%	-9%	-9%	-9%
吉林	1055	1267	-4%	-4%	-6%	-7%	-7%	-9%	-11%	-18%	-17%
黑龙江	1142	1148	6%	5%	3%	3%	3%	3%	5%	0%	-1%
华北											
内蒙	1159	1222	18%	15%	12%	10%	9%	1%	0%	-6%	-5%
山西	1307	1336	10%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	-2%	-2%
北京	1497	1604	16%	16%	13%	7%	4%	3%	3%	-2%	-7%
天津	1341	1224	2%	3%	3%	5%	5%	3%	3%	12%	10%
河北	1390	1286	7%	7%	6%	5%	4%	3%	3%	9%	8%
山东	1255	1262	9%	8%	7%	6%	6%	4%	3%	1%	-1%
华东											
上海	1337	1291	14%	11%	13%	12%	9%	7%	7%	1%	4%
江苏	1380	1334	8%	8%	7%	5%	5%	3%	5%	4%	3%
浙江	1314	1138	9%	8%	9%	9%	8%	8%	6%	13%	15%
安徽	1414	1201	8%	7%	8%	8%	7%	6%	7%	20%	18%
福建	1198	986	-22%	-23%	-17%	-16%	-16%	-16%	-14%	7%	22%
华中											
江西	1234	1068	-2%	-3%	-1%	-2%	-2%	-3%	0%	17%	16%
河南	1277	1326	28%	25%	23%	19%	17%	14%	9%	-4%	-4%
湖北	1266	1273	17%	13%	10%	4%	3%	3%	9%	-4%	-1%
湖南	1278	1342	28%	21%	19%	12%	9%	9%	9%	-6%	-5%
重庆	1523	1426	18%	17%	14%	13%	14%	14%	14%	5%	7%
四川	1548	1489	23%	18%	20%	19%	19%	14%	14%	5%	4%
西北											
陕西	1343	1288	16%	11%	11%	11%	12%	1%	5%	1%	4%
甘肃	1363	1516	17%	12%	7%	7%	6%	6%	7%	-17%	-10%
青海	1776	1841	39%	32%	21%	14%	10%	8%	-12%	-1%	-4%
宁夏	1690	1742	49%	41%	35%	31%	27%	23%	6%	4%	-3%
新疆	1337	1269	9%	7%	6%	4%	4%	6%	19%	4%	5%
南方											
广东	1127	1160	27%	22%	19%	15%	13%	10%	4%	0%	-3%
广西	1493	1696	163%	142%	115%	86%	60%	43%	38%	-9%	-12%
海南	1181	867	-4%	12%	17%	18%	16%	14%	14%	25%	36%
贵州	1269	1536	19%	17%	12%	7%	1%	0%	-1%	-20%	-17%
云南	1339	1510	3%	6%	5%	2%	-6%	-10%	-10%	-14%	-11%

资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

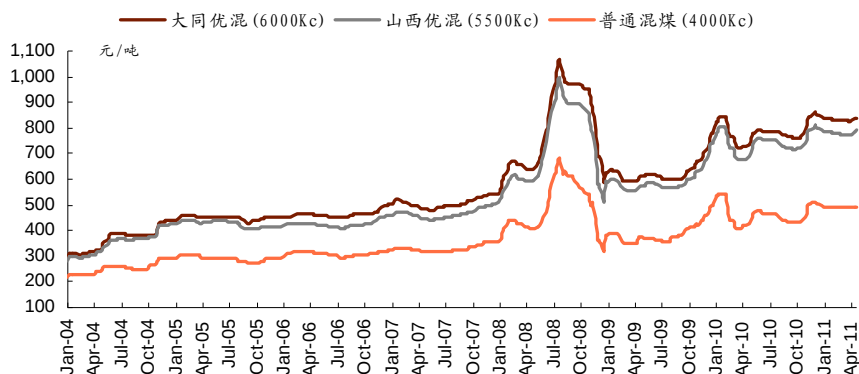
[图表中红色区域：利用小时增长好于全国平均水平]

电煤：煤价维持高位 库存季节性回落

图表 16：秦皇岛电煤价格走势

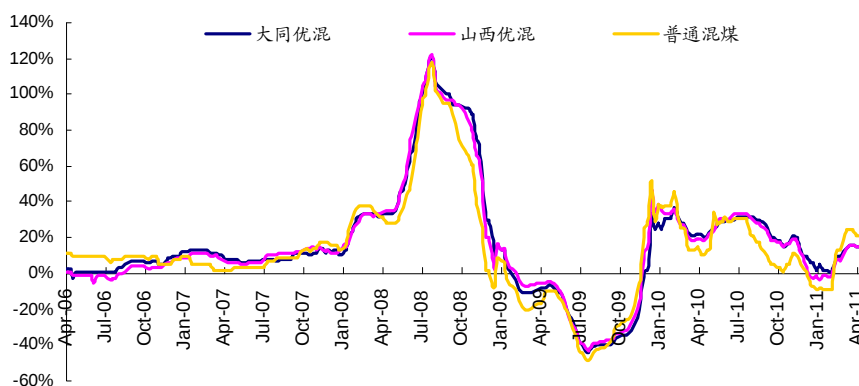
4月，秦皇岛煤价与上月持平

4月18日，秦皇岛大同优混6000大卡平仓价较3月上涨10元/吨，至840元/吨，月环比上涨1%。



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 17：秦皇岛电煤价格同比增速

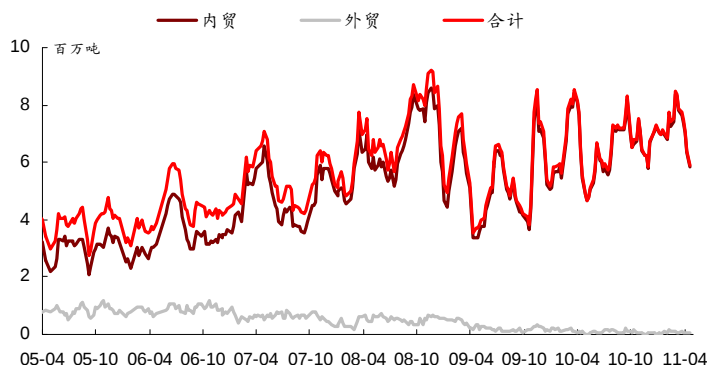


资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

4月，煤炭库存回落

4月，随着内贸库存的回落，秦皇岛库存现季节性回落态势，至2011年4月18日秦皇岛库存水平约590万吨，较3月中旬的785万吨，下降了25%。

图表 18：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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4月：各省点火价差维持不变

4月，大部分省份点火价差维持不变。

4月，大部分省份点火价差维持不变。部分省份出现进一步恶化：江西、广西、海南等地区。

图表 19：各地区点火价差比较

	(元/兆瓦时)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	4M11
东北	辽宁	150	137	162	170	183	189	171	146	144	140	127	108	108
	吉林	134	90	122	126	138	144	131	121	118	118	107	87	87
	黑龙江	128	62	103	104	114	119	107	98	95	99	89	67	67
华北	内蒙	113	44	79	102	110	112	112	110	108	105	99	93	93
	山西	41	13	60	46	75	86	75	58	64	65	62	43	37
	北京	107	77	116	138	143	146	139	132	128	127	121	105	105
	天津	46	(10)	55	111	123	118	90	67	75	71	73	54	54
	河北	67	26	93	122	129	135	130	124	137	138	120	126	126
华东	山东	24	(12)	24	44	100	98	83	64	65	65	55	7	7
	上海	73	33	120	175	172	168	143	101	114	118	103	97	96
	江苏	65	71	121	146	151	165	144	105	87	97	86	74	74
	浙江	139	86	131	173	179	182	155	120	122	119	106	83	83
	安徽	70	7	38	60	109	130	117	65	45	58	50	32	32
华中	福建	106	49	93	135	141	144	117	82	85	81	69	45	45
	江西	37	(83)	(1)	29	48	65	76	64	57	52	7	2	(31)
	河南	88	54	58	99	125	128	131	112	95	82	74	71	71
	湖北	118	99	151	143	139	141	153	120	112	91	50	11	11
	湖南	135	104	164	156	152	153	165	129	121	100	58	19	19
西北	重庆	73	53	75	90	104	118	121	123	116	122	110	99	99
	四川	62	33	56	73	88	103	114	131	124	130	119	107	107
	陕西	90	35	87	86	90	99	104	99	97	101	79	66	66
	甘肃	94	51	55	61	61	96	95	82	82	95	90	86	86
	青海	88	40	42	49	49	87	91	85	85	98	93	89	89
南方	宁夏	56	(33)	26	27	26	51	60	58	55	52	40	34	34
	新疆	124	112	124	146	151	150	135	131	127	126	126	125	125
	广东	112	88	107	145	156	152	98	42	58	49	29	4	4
	广西	13	(28)	31	28	43	71	94	76	70	48	15	(14)	(65)
	海南	60	35	54	92	102	98	54	31	35	18	19	5	(21)
	贵州	57	10	46	65	76	76	83	112	108	97	87	79	79
	云南	31	(31)	17	18	48	53	70	73	72	70	48	30	30

* 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

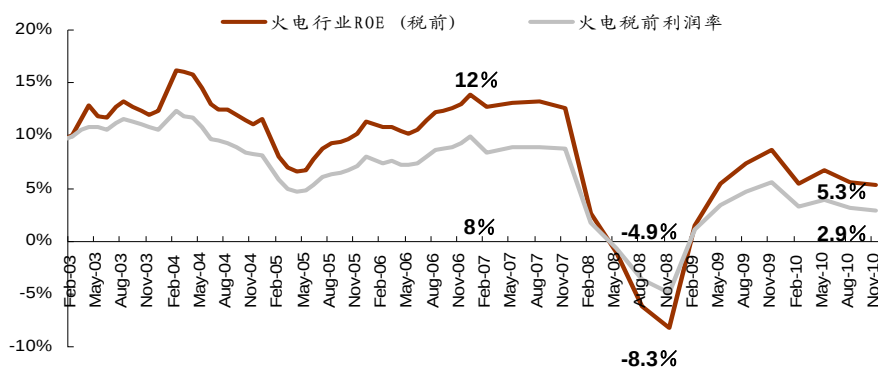
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

二季度火力发电商业绩环比有望提升

2010年1-11月，火电行业税前利润率为2.9%，较1-8月的3.2%下降0.3个百分点。2011年1季度，煤价仍维持高位，火电行业盈利水平当前仍处于历史低位。

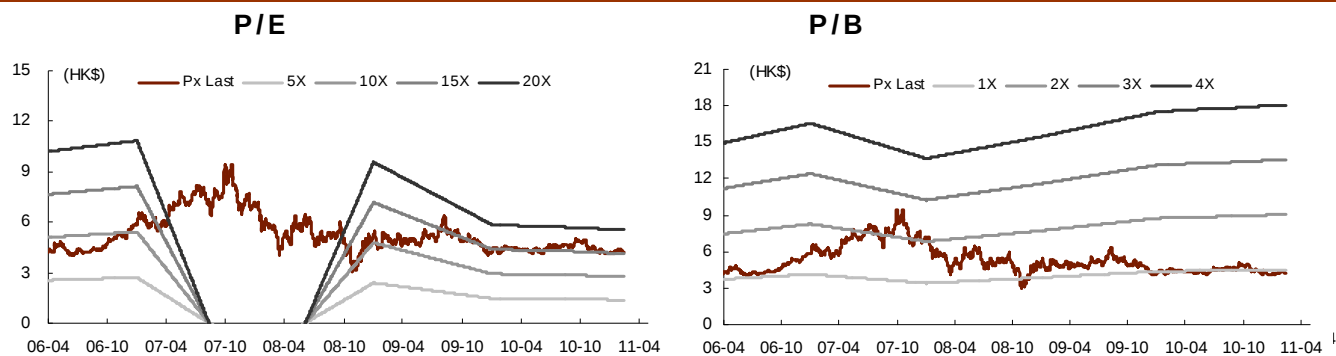
2季度业绩大幅度反转。主要源自电量环比增加，煤价稳定。

图表 20：火电行业盈利能力变化



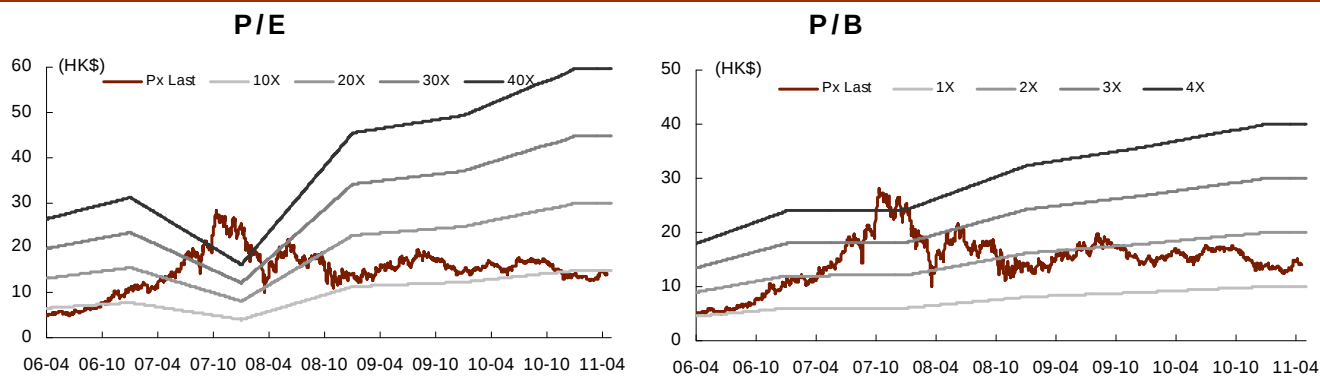
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 21: 华能国际 H 股历史 P/E 和 P/B



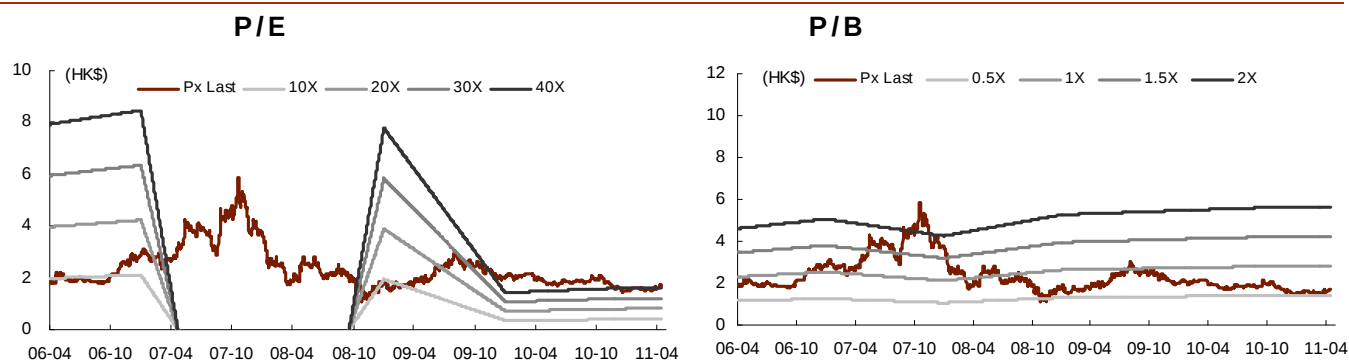
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 22: 华润电力 H 股历史 P/E 和 P/B



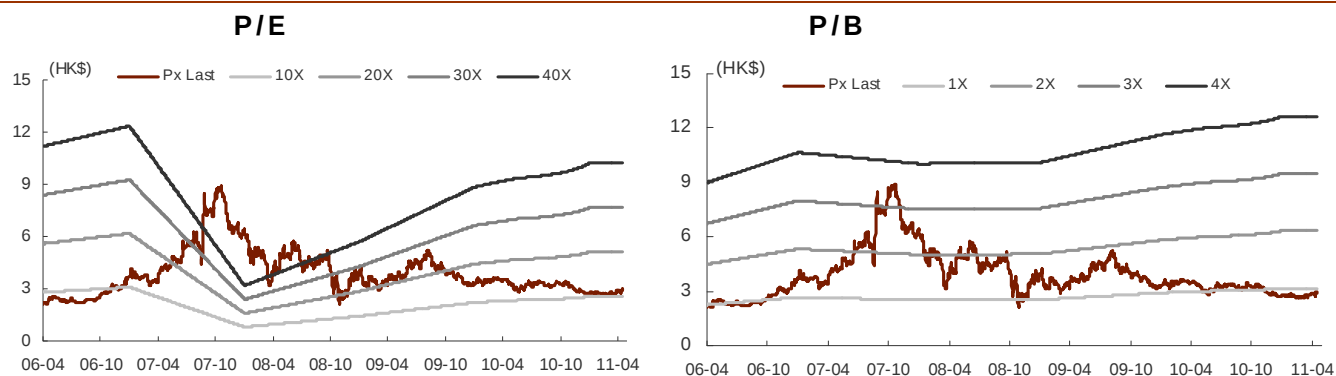
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 23: 华电国际 H 股历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 24：大唐发电 H 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：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/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。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为华能国际、国电电力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