



**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5月9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

行业: 看好持续政策扶植

公司: 业绩确定性是首选

电力消费: 关注各行业用电增速差异

### 行业近况:

近期投资者对于电力股、缺电现象进一步关注。

### 评论:

目前, 电力供需矛盾是区域性的, 各地原因不同。电力供应包括电源、电网(输电和配电)。目前的电力供需矛盾主要集中于1) 缺煤造成电源无法正常出力, 以及2) 电网不足造成的电力供、需不匹配。这和2003、04年普遍由于电源不足造成的电力紧张不同的。我们认为, 未来几年内, 区域性电力紧张矛盾将持续存在, 有可能扩大。

► **2003、04年我国电力紧张表现为全面性的装机不足(电源不足)。**机组利用小时全面、持续攀升, 2004年达到顶峰: 全国平均利用小时5455小时, 火电5991小时。

► **目前我国电力紧张为局部地区的, 非简单电源不足。**1) 2010年我国平均利用小时4660, 火电5031, 2011年预计全国平均4800, 火电5300小时左右。该值低于2003-06年的水平, 火电接近2007年的水平(从机组利用率来说, 理论上, 机组利用小时仍有10%以上的攀升空间)。2) 2011年1-3月: 全国平均机组利用小时和去年基本持平, 微增1%, 部分地区利用小时大幅攀升: 华东和华北部分地区、华中部分地区。

► **为什么还会限电? 因为机组出力受限。**源自: 1) 煤价过高, 火电现金流恶化, 甚至有断裂风险, 导致煤炭库存偏低, 电网难以实现满发调度。2) 电网传输、尤其配送能力不够, 即“卡脖子”造成电能无法正常输送。

► **总结各地区的情况:** 华中: 电煤价格太高, 导致电厂现金流出现问题, 同时水电出力不足。展望二、三季度: 伴随来水改善, 缺电情况将缓解, 水电业绩增长, 火电业绩仍低迷。受益上市公司: 长江电力。华北: 同时遭遇“电煤高企, 火电现金流恶化”和“配网建设滞后, 卡脖子”现象突出。展望二、三季度: 供需矛盾缓解有压力(煤价难控, 配网建设需时间), 火电盈利不乐观。华东: 配网建设滞后, “卡脖子”是主因, 总体电煤成本尚可承受。展望二、三季度: 供需矛盾缓解有压力(配网建设需时间), 当地火电盈利逐季提升(电量增加、煤价趋稳)。受益上市公司包括: 上海电力, 申能股份, 华能国际、国电电力。

我们认为电力股的稳健走势仍将持续, 主要源于投资者对更多利好措施出台保障电力供应的预期增强。7、8月份是用电高峰, 我们认为非常有可能在用电高峰来临之前出台更多的措施保障电力供应, 对电力股业绩形成直接利好。

**建议关注各行业用电增速差异:** 比较1-3月电力消费增速, 总体电量增速(13%)在正常范围之内, 但各主要用电行业用电增速差异大。1) 1-3月, 有色金属冶炼、化工的用电增速已7个月、10个月低于全国平均水平, 这个现象非常异常, 我们判断, 未来这两个行业用电增速有望反弹。2) 黑金属冶炼行业历史上用电增速持续快于全国平均, 但1-2月表现低迷, 3月份第一次用电增速快于全国平均, 未来这一趋势将持续。3) 非金属矿物制品行业历史用电增速和全国平均水平基本持平, 但今年1-3月持续显著高于全国平均。未来能否持续? 值得观察。

### 估值与投资建议: 业绩确定性是首要条件——机组所属区域是判断其盈利能力的重要特征

华能国际、国电电力、上海电力涨幅已经超过15%-20%, 目前对应2011年市净率约2x, 市盈率约20x。我们认为稳健股价仍将持续, 拥有的投资者可以坚定持有。从目前估值水平看, 建议更多关注申能股份、广东地区的火电上市公司、以及停牌即将在5月中旬复牌的内蒙华电。同时, 建议关注长江电力。

图表 1: 可比公司估值比较

|          |                |      | 总股本<br>(百万股) | 流通股本<br>(百万股) | 总市值<br>(十亿) | EPS   |       |       |       | P/E(x) |       |       |       | P/B(x) |       |       |       |     |
|----------|----------------|------|--------------|---------------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-----|
| A 股电力公司  | Price<br>(Rmb) | 投资建议 |              |               |             | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2009A  | 2010A | 2011E | 2012E | 2009A  | 2010A | 2011E | 2012E |     |
| (Rmb)    |                |      |              |               |             |       |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |     |
| 国电电力     | 3.41           | 审慎推荐 | 15,395       | 13,954        | 52.5        | 0.15  | 0.16  | 0.19  | 0.21  | 23.3   | 21.9  | 18.0  | 16.4  | 3.3    | 2.1   | 2.0   | 1.9   |     |
| 华能国际     | 6.47           | 审慎推荐 | 9,000        | 2,878         | 71.8        | 0.42  | 0.25  | 0.23  | 0.27  | 15.4   | 25.7  | 27.7  | 24.0  | 1.9    | 1.7   | 1.7   | 1.6   |     |
| 粤电力A     | 6.21           | 审慎推荐 | 2,132        | 1,987         | 15.4        | 0.44  | 0.28  | 0.41  | 0.48  | 14.2   | 22.2  | 15.2  | 12.9  | 1.7    | 1.6   | 1.3   | 1.3   |     |
| 长江电力     | 8.27           | 审慎推荐 | 16,500       | 7,364         | 136.5       | 0.28  | 0.51  | 0.54  | 0.57  | 29.6   | 16.2  | 15.3  | 14.6  | 2.2    | 2.0   | 1.9   | 1.8   |     |
| 内蒙华电     | 9.99           | 审慎推荐 | 1,981        | 573           | 19.8        | 0.20  | 0.33  | 0.47  | 0.52  | 49.0   | 30.3  | 21.1  | 19.2  | 5.8    | 4.9   | 3.9   | 2.3   |     |
| 深圳能源     | 11.13          | 审慎推荐 | 2,202        | 2,203         | 24.5        | 0.91  | 0.64  | 0.68  | 0.72  | 12.3   | 17.5  | 16.4  | 15.5  | 1.9    | 1.8   | 1.6   | 1.5   |     |
| 中能股份     | 8.70           | 审慎推荐 | 3,153        | 3,153         | 27.4        | 0.55  | 0.51  | 0.55  | 0.57  | 15.8   | 17.0  | 15.9  | 15.1  | 1.8    | 1.4   | 1.4   | 1.3   |     |
| 建投能源     | 6.29           | 审慎推荐 | 914          | 914           | 5.7         | 0.08  | 0.01  | 0.12  | 0.16  | 80.8   | 551.5 | 54.4  | 39.0  | 2.0    | 2.0   | 1.7   | 1.6   |     |
| 国投电力     | 8.28           | 审慎推荐 | 1,995        | 1,055         | 16.5        | 0.27  | 0.25  | 0.31  | 0.35  | 31.1   | 33.4  | 27.0  | 23.9  | 1.8    | 1.7   | 1.8   | 1.7   |     |
| 广州控股     | 8.54           | 审慎推荐 | 2,059        | 2,059         | 17.6        | 0.35  | 0.36  | 0.38  | 0.42  | 24.7   | 23.6  | 22.5  | 20.3  | 2.0    | 1.9   | 1.8   | 1.8   |     |
| 上海电力     | 6.01           | 审慎推荐 | 2,140        | 2,140         | 12.9        | 0.18  | 0.09  | 0.27  | 0.29  | 33.4   | 66.9  | 22.6  | 20.8  | 2.0    | 2.2   | 2.1   | 2.0   |     |
| 桂冠电力     | 6.92           | 中性   | 2,280        | 2,280         | 15.8        | 0.14  | 0.29  | 0.28  | 0.29  | 48.5   | 23.8  | 25.2  | 23.9  | 3.7    | 3.5   | 3.3   | 3.2   |     |
| 华电国际     | 4.14           | 审慎推荐 | 5,340        | 4,590         | 24.3        | 0.17  | 0.03  | 0.03  | 0.06  | 24.1   | 134.9 | 121.9 | 66.0  | 1.8    | 1.8   | 1.7   | 1.7   |     |
| 大唐发电     | 7.20           | 中性   | 12,310       | 8,994         | 73.3        | 0.13  | 0.20  | 0.21  | 0.24  | 57.3   | 35.8  | 34.2  | 29.6  | 3.3    | 2.9   | 2.7   | 2.6   |     |
| 川投能源     | 15.85          | 审慎推荐 | 933          | 547           | 14.8        | 0.18  | 0.36  | 0.53  | 0.64  | 86.1   | 43.4  | 29.8  | 24.8  | 2.8    | 2.7   | 2.5   | 2.3   |     |
| 凯迪电力     | 21.00          | 审慎推荐 | 590          | 590           | 12.4        | 0.32  | 0.52  | 1.20  | 0.70  | 64.9   | 40.5  | 17.5  | 30.0  | 7.4    | 6.3   | 4.7   | 4.3   |     |
| 平均值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 38.2   | 69.0  | 30.3  | 24.8  | 2.8    | 2.5   | 2.3   | 2.1   |     |
| 中间值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 30.3   | 28.0  | 22.5  | 22.4  | 2.0    | 2.0   | 1.9   | 1.8   |     |
| 区域性电网类公司 |                |      |              |               |             |       |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |     |
| 文山电力     | 12.19          | 审慎推荐 | 479          | 337           | 5.8         | 0.21  | 0.26  | 0.37  | 0.45  | 56.7   | 46.0  | 32.8  | 26.9  | 6.5    | 5.8   | 5.1   | 4.4   |     |
| 桂东电力     | 19.09          |      | 276          | 157           | 5.3         | 0.34  | 0.74  | 0.83  | 0.94  | 56.0   | 25.9  | 23.0  | 20.4  | 5.0    | 3.0   | 2.8   | 2.6   |     |
| 平均值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 56.4   | 35.9  | 27.9  | 23.6  | 5.7    | 4.4   | 3.9   | 3.5   |     |
| 中间值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 56.4   | 35.9  | 27.9  | 23.6  | 5.7    | 4.4   | 3.9   | 3.5   |     |
| 热电联产公司   |                |      |              |               |             |       |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |     |
| 富春环保     | 19.18          | 审慎推荐 | 428          | 108           | 8.2         | 0.21  | 0.32  | 0.47  | 0.60  | 89.4   | 59.4  | 41.2  | 32.1  | 23.5   | 4.5   | 4.2   | 3.8   |     |
| 京能热电     | 12.59          | 中性   | 656          | 573           | 8.3         | 0.30  | 0.41  | 0.44  | 0.53  | 41.5   | 31.1  | 28.6  | 23.7  | 4.1    | 3.0   | 2.8   | 2.6   |     |
| 金山股份*    | 9.14           |      | 341          | 283           | 3.1         | 0.12  | 0.29  | 0.32  | 0.50  | 76.5   | 31.1  | 29.0  | 18.3  | 3.0    | n.a   | n.a   | n.a   |     |
| 宝新能源*    | 5.62           |      | 1,727        | 1,698         | 9.7         | 0.33  | 0.17  | 0.22  | 0.28  | 17.2   | 33.5  | 25.5  | 20.1  | 3.0    | n.a   | n.a   | n.a   |     |
| 平均值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 39.2   | 38.7  | 31.1  | 23.5  | 4.9    | 3.7   | 3.5   | 3.2   |     |
| 中间值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 49.1   | 32.3  | 28.8  | 21.9  | 3.1    | 3.7   | 3.5   | 3.2   |     |
| 工业节能环保   |                |      |              |               |             |       |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |     |
| 龙源技术     | 49.00          | 审慎推荐 | 158          | 22            | 7.8         | 1.00  | 1.19  | 2.05  | 2.72  | 49.2   | 41.1  | 23.9  | 18.0  | 11.3   | 2.9   | 2.6   | 2.3   |     |
| 燃控科技     | 28.10          | 中性   | 108          | 28            | 3.0         | 0.58  | 0.57  | 0.78  | 1.20  | 48.7   | 48.9  | 36.2  | 23.5  | 15.1   | 2.8   | 2.2   | 2.1   |     |
| 先河环保     | 21.43          | 审慎推荐 | 120          | 24            | 2.6         | 0.37  | 0.46  | 0.63  | 0.83  | 57.8   | 46.2  | 34.0  | 25.7  | 12.4   | 3.0   | 2.8   | 2.6   |     |
| 中电环保     | 22.05          | 审慎推荐 | 100          | 25            | 2.2         | 0.52  | 0.63  | 0.72  | 0.92  | 42.7   | 34.9  | 30.7  | 24.1  | 10.4   | 8.0   | 2.7   | 2.5   |     |
| 九龙电力     | 15.12          | 中性   | 335          | 335           | 5.1         | 0.18  | 0.08  | 0.25  | 0.42  | 84.0   | 192.9 | 59.5  | 36.4  | 5.5    | 5.6   | 1.8   | 1.7   |     |
| 易世达      | 57.68          | 审慎推荐 | 59           | 15            | 3.4         | 0.87  | 1.12  | 1.75  | 2.04  | 66.6   | 51.4  | 32.9  | 28.3  | 11.9   | 3.3   | 3.1   | 2.8   |     |
| 平均值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 58.2   | 69.2  | 36.2  | 26.0  | 11.1   | 4.2   | 2.5   | 2.3   |     |
| 中间值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       | 53.5   | 47.5  | 33.5  | 24.9  | 11.6   | 3.1   | 2.6   | 2.4   |     |
| H/B 股    |                |      |              |               |             |       |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |     |
| H/B 股    | (HKS)          |      | 目标价(HKS)     |               | (HKS bn)    | (HKS) |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |     |
| 华能国际     | 4.57           | 审慎推荐 | 5.50         | 3,555         | 3,055       | 85.9  | 0.48  | 0.29  | 0.28  | 0.32   | 9.5   | 15.6  | 16.4  | 14.2   | 1.2   | 1.0   | 1.0   | 1.0 |
| 华润电力     | 15.82          | 审慎推荐 | 18.00        | 4,731         | 4,683       | 74.8  | 1.14  | 1.05  | 1.19  | 1.29   | 13.9  | 15.1  | 13.3  | 12.3   | 2.0   | 1.8   | 1.6   | 1.6 |
| 华电国际     | 1.85           | 中性   | 2.00         | 1,431         | 1,431       | 29.1  | 0.20  | 0.04  | 0.04  | 0.07   | 9.5   | 51.8  | 45.7  | 24.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.6 |
| 龙源电力     | 7.85           | 中性   | 8.20         | 2,711         | 2,711       | 58.6  | 0.14  | 0.28  | 0.36  | 0.43   | 57.7  | 27.6  | 21.8  | 18.3   | 2.4   | 2.1   | 1.9   | 1.8 |
| 大唐发电     | 3.10           | 中性   | 3.50         | 12,310        | 3,316       | 87.8  | 0.14  | 0.23  | 0.25  | 0.29   | 21.7  | 13.3  | 12.4  | 10.7   | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 0.9 |
| 中国电力*    | 1.96           |      |              | 5,107         | 3,606       | 10.0  | 0.15  | 0.14  | 0.17  | 0.24   | 13.3  | 13.9  | 11.7  | 8.1    | 0.7   | 0.7   | 0.6   | 0.6 |
| 中电控股*    | 63.65          |      |              | 2,406         | 2,408       | 153.2 | 4.29  | 4.23  | 4.45  | 4.63   | 14.8  | 15.0  | 14.3  | 13.7   | 1.9   | 1.9   | 1.8   | 1.7 |
| 电能实业*    | 52.30          |      |              | 2,134         | 2,134       | 111.6 | 3.37  | 3.96  | 4.04  | 4.18   | 15.5  | 13.2  | 13.0  | 12.5   | 2.0   | 1.9   | 1.8   | 1.7 |
| 平均值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       |        | 17.6  | 18.6  | 16.3  | 12.7   | 1.4   | 1.3   | 1.2   | 1.1 |
| 中间值      |                |      |              |               |             |       |       |       |       |        | 13.6  | 14.5  | 13.1  | 12.4   | 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 | 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：公司数据，中金公司研究部

图表3：主要电力公司装机分布结构

| 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：近期主要政策

| 日期        | 近期主要政策                         | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011-4-8  | 《国家发展改革委关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》 | <b>价格指导措施</b><br>● 各地和相关企业要识大体、顾大局，认真落实国务院及国家发展改革委文件精神，切实加强电煤产运衔接和价格调控工作，整顿规范煤炭市场秩序，将2011年重点合同电煤价格维持2010年水平不变，并不得以任何形式变相涨价。<br>● 各产煤省（区）要妥善处理煤炭安全生产和稳定供应的关系，加大电煤产运协调力度，不得分割市场、限制煤炭出省。煤炭产运企业要切实守信，严格按照合同约定的数量、质量、价格和时间进行交易。同时，对涉煤收费进行认真清理，减轻煤炭企业负担。<br><b>惩罚措施</b><br>● 国家发展改革委将会同有关部门对2011年重点电煤合同履行情况进行监督检查，对不严格履行合同和合同兑现率低的企业予以通报批评。对一些重点地区违规设立的涉煤收费和基金进行重点清查，违规收入收缴中央财政。<br>● 进一步强化执法，组织对重点省份开展涉煤价格专项检查，重点查处煤炭企业违反国家煤价调控政策、擅自提高价格的行为，通过降低煤质、以次充好等手段变相涨价的行为，以及串通涨价、哄抬价格等违法行为。对影响较大的典型案件将依法从严从重处理，并通报批评，公开曝光。 |
| 2011-4-15 | 《国家发展改革委关于做好2011年电力运行调节工作的通知》  | ● 强化电力运行监测分析：各地经济运行调节部门强化电力运行监测分析，完善报告制度，月度分析、重点时段分析和突发情况及时报国家发改委。 <b>少数地区电源、电网建设相对滞后，以及电煤、来水等不确定因素共同影响，今年大部分地区电力供需形势偏紧，年初已有20个省（区、市）实施了有序用电，预计夏季高峰期间华东、华北、南方供需缺口较大。</b> 有关地区和电力企业要全面加强发用电走势的监测分析。<br>● 努力增加电力供应：确保煤炭供应，努力解决电网卡脖子现象，加大省间支持协调<br>● 全面加强电力需求侧管理：精心组织有序用电，坚持有保有有限。<br>● 制定完善电力应急预案<br>● 努力推进发电端节能减排                                                                                                                                                                                              |
| 2011-4-28 | 国家发展改革委关于印发《有序用电管理办法》的通知       | 《管理办法》制定严密，有望严格执行。该办法由发改委和各地方政府直接负责，由电网担任主要执行者；明确了原则、执行顺序、预警管理、方案实施和奖惩措施。并明确“优先保障”的用户类型和“重点限制”的用户类型。<br>（第十一条）原则上优先保障以下用电：<br>（一）应急指挥和处置部门，主要党政军机关，广播、电视、电信、交通、监狱等关系国家安全和社会秩序的用户；<br>（二）危险化学品生产、矿井等停电将导致重大人身伤害或设备严重损坏企业的保安负荷；<br>（三）重大社会活动场所、医院、金融机构、学校等关系群众生命财产安全的用户；<br>（四）供水、供热、供能等基础设施用户；<br>（五）居民生活，排灌、化肥生产等农业生产用电；<br>（六）国家重点工程、军工企业。<br>（第十二条）原则上重点限制以下用电：<br>（一）违规建成或在建项目；<br>（二）产业结构调整目录中淘汰类、限制类企业；<br>（三）单位产品能耗高于国家或地方强制性能耗限额标准的企业；<br>（四）景观照明、亮化工程；<br>（五）其他高耗能、高排放企业。                             |

资料来源：发改委网站，中金公司研究部

图表5: 各省份点火价差比较

|     | (元/兆瓦时) | 1Q08 | 2Q08 | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 4M11 |
|-----|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 东 北 | 辽宁      | 174  | 150  | 137  | 162  | 170  | 183  | 189  | 171  | 146  | 144  | 140  | 127  | 108  | 108  |
|     | 吉林      | 156  | 134  | 90   | 122  | 126  | 138  | 144  | 131  | 121  | 118  | 118  | 107  | 87   | 87   |
|     | 黑龙江     | 145  | 128  | 62   | 103  | 104  | 114  | 119  | 107  | 98   | 95   | 99   | 89   | 67   | 67   |
| 华 北 | 内蒙      | 125  | 113  | 44   | 79   | 102  | 110  | 112  | 112  | 110  | 108  | 105  | 99   | 93   | 93   |
|     | 山西      | 85   | 41   | 13   | 60   | 46   | 75   | 86   | 75   | 58   | 64   | 65   | 62   | 43   | 37   |
|     | 北京      | 140  | 107  | 77   | 116  | 138  | 143  | 146  | 139  | 132  | 128  | 127  | 121  | 105  | 105  |
|     | 天津      | 131  | 46   | (10) | 55   | 111  | 123  | 118  | 90   | 67   | 75   | 71   | 73   | 54   | 54   |
|     | 河北      | 89   | 67   | 26   | 93   | 122  | 129  | 135  | 130  | 124  | 137  | 138  | 120  | 126  | 126  |
|     | 山东      | 74   | 24   | (12) | 24   | 44   | 100  | 98   | 83   | 64   | 65   | 65   | 55   | 7    | 7    |
| 华 东 | 上海      | 123  | 73   | 33   | 120  | 175  | 172  | 168  | 143  | 101  | 114  | 118  | 103  | 97   | 96   |
|     | 江苏      | 109  | 65   | 71   | 121  | 146  | 151  | 165  | 144  | 105  | 87   | 97   | 86   | 74   | 74   |
|     | 浙江      | 153  | 139  | 86   | 131  | 173  | 179  | 182  | 155  | 120  | 122  | 119  | 106  | 83   | 83   |
|     | 安徽      | 105  | 70   | 7    | 38   | 60   | 109  | 130  | 117  | 65   | 45   | 58   | 50   | 32   | 32   |
|     | 福建      | 117  | 106  | 49   | 93   | 135  | 141  | 144  | 117  | 82   | 85   | 81   | 69   | 45   | 45   |
| 华 中 | 江西      | 100  | 37   | (83) | (1)  | 29   | 48   | 65   | 76   | 64   | 57   | 52   | 7    | 2    | (31) |
|     | 河南      | 126  | 88   | 54   | 58   | 99   | 125  | 128  | 131  | 112  | 95   | 82   | 74   | 71   | 71   |
|     | 湖北      | 162  | 118  | 99   | 151  | 143  | 139  | 141  | 153  | 120  | 112  | 91   | 50   | 11   | 11   |
|     | 湖南      | 178  | 135  | 104  | 164  | 156  | 152  | 153  | 165  | 129  | 121  | 100  | 58   | 19   | 19   |
|     | 重庆      | 97   | 73   | 53   | 75   | 90   | 104  | 118  | 121  | 123  | 116  | 122  | 110  | 99   | 99   |
|     | 四川      | 90   | 62   | 33   | 56   | 73   | 88   | 103  | 114  | 131  | 124  | 130  | 119  | 107  | 107  |
| 西 北 | 陕西      | 121  | 90   | 35   | 87   | 86   | 90   | 99   | 104  | 99   | 97   | 101  | 79   | 66   | 66   |
|     | 甘肃      | 116  | 94   | 51   | 55   | 61   | 61   | 96   | 95   | 82   | 82   | 95   | 90   | 86   | 86   |
|     | 青海      | 111  | 88   | 40   | 42   | 49   | 49   | 87   | 91   | 85   | 85   | 98   | 93   | 89   | 89   |
|     | 宁夏      | 119  | 56   | (33) | 26   | 27   | 26   | 51   | 60   | 58   | 55   | 52   | 40   | 34   | 34   |
|     | 新疆      | 133  | 124  | 112  | 124  | 146  | 151  | 150  | 135  | 131  | 127  | 126  | 126  | 125  | 125  |
| 南 方 | 广东      | 149  | 112  | 88   | 107  | 145  | 156  | 152  | 98   | 42   | 58   | 49   | 29   | 4    | 4    |
|     | 广西      | 54   | 13   | (28) | 31   | 28   | 43   | 71   | 94   | 76   | 70   | 48   | 15   | (14) | (65) |
|     | 海南      | 109  | 60   | 35   | 54   | 92   | 102  | 98   | 54   | 31   | 35   | 18   | 19   | 5    | (21) |
|     | 贵州      | 100  | 57   | 10   | 46   | 65   | 76   | 83   | 112  | 108  | 97   | 87   | 87   | 79   | 79   |
|     | 云南      | 80   | 31   | (31) | 17   | 18   | 48   | 53   | 70   | 73   | 72   | 70   | 48   | 30   | 30   |

\* 点火价差按照市场煤计算

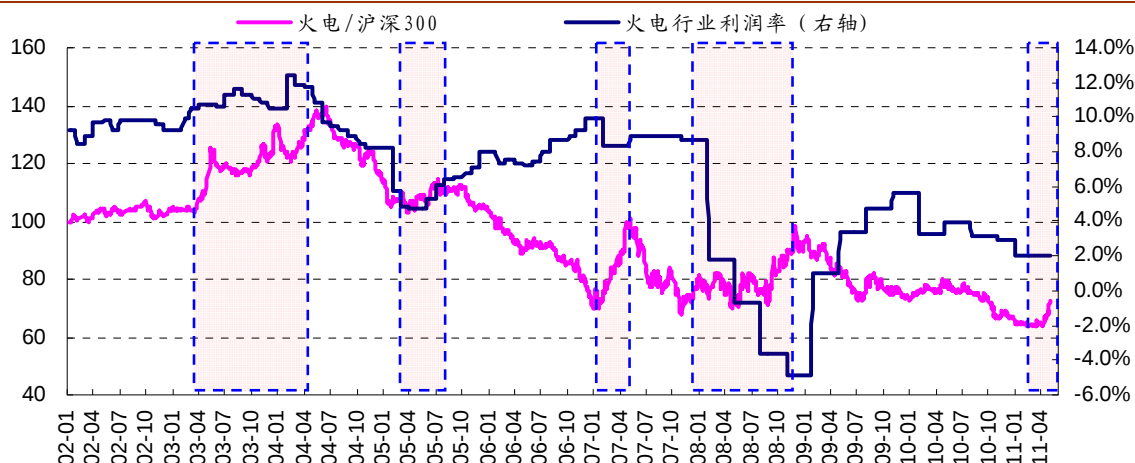
\* 08年7月份点火价差考虑第一次电价上调

\* 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

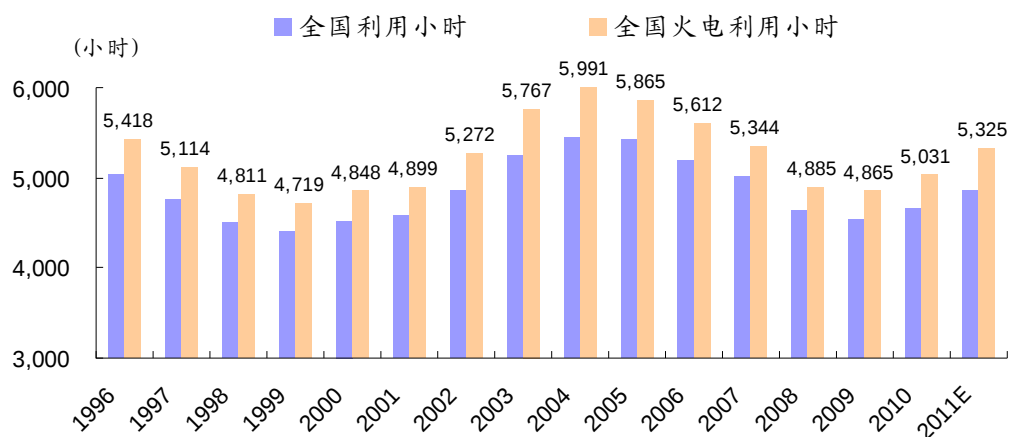
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表6: 火电行业利润率对比与火电板块股价走势



资料来源: Wind, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7：全国利用小时变化情况



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/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。

**截止报告发布之日前十二个月，中金公司为国电电力、粤电力、华能国际、华电国际、国投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