



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

5月月报

关注黑金属、有色金属行业用电量增速变动

数据点评:

4月完成发电量3664亿kwh, 同比增长11.7%, 符合预期; 但来水偏枯, 当月水电同比增长仅8.3%。

——发电端: 4月, 水电发电量同比增长仅8.3%至421亿kwh; 火电发电量同比增长10.9%至3070亿kwh; 风电、核电分别同比增长56%和36%, 但二者累计发电占比仅3.9%, 对总体电力供应影响有限。

——用电端: 多数行业用电增速趋势符合我们的判断, 但黑金属冶炼行业4月份电量增速快速回落超预期, 我们仍然看好黑金属冶炼和有色金属冶炼行业的用电量增速反弹。

(1) 4月份全国用电量同比增长11.3%, 较1-3月(13%)回落, 主要源自工业用电增速回落: 黑金属冶炼(用电增速由3月的19%降至9%)、非金属制品(用电增速由3月的35%降至26%)、采矿业(用电增速由3月的22%降至12%)。

(2) 用电量同比增速回升较快的是: 有色金属冶炼(用电增速由3月的7%降至9%)和化工行业(用电增速由3月的3%降至13%)——完全符合预期。

(3) 分地区来看: 除北京外全部用电增速保持正增长, 但多数省份用电增速回落, 其中: 华北、华东多数省份、西部部分地区电量增速回落较快(山东、上海、江苏、浙江、四川、重庆、贵州等省份); 中部地区用电增速稳定; 用电增速保持15%以上增长的是: 安徽、福建、江西、云南和新疆。

预计5月电量同比增长10%-12%, 增速继续回落。(1) 4月份出台了三项有关电力运行调节的政策, 这些措施在今后将陆续实施, 我们认为5月电量增长维持稳定, 预计增速略有回落至10%-12%。(2) 分行业来看: 预计非金属制品行业用电增速仍有回落风险, 黑金属行业用电增速有望反弹, 有色金属行业用电增速继续回升, 化工行业用电较好增速有望持续。由于单月自然天多, 电量环比将增加3%左右。全年来看, 维持全年用电增长11%-13%的预测。

投资建议:

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: 中能股份(600642.SH)、长江电力(600900.SH)、内蒙华电(600863.SH)和广东地区的火力发电商。

电力环保类, 选取具有业绩支撑的公司, 长期看好龙源技术(300105.SZ), 短期建议关注燃控科技(300152.SZ)。

无需过虑煤价风险, 电力板块外部政策环境趋好仍将延续。在火电行业盈利处盈亏边缘情形下, 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。7、8月是用电高峰, 我们认为非常有可能在用电高峰来临之前出台更多措施保障电力供应, 对电力股业绩形成直接利好。从业绩稳健性角度, 我们看好华东、广东地区火电盈利(上网电价相对较高; 重点合同煤占比高——燃料成本稳定; 机组利用小时高位稳定)。

风险:

电量增速回落超预期。

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)	2010A	EPS 2011E	2012E	2010A	P/E(x) 2011E	2012E	2010A	P/B(x) 2011E	2012E	
A 股电力公司	(Rmb)						(Rmb)								
国电电力	3.32	审慎推荐	15,395	13,954	51.1	0.16	0.19	0.21	21.3	17.5	15.9	2.1	2.0	1.8	
华能国际	6.40	审慎推荐	9,000	2,878	70.9	0.25	0.23	0.27	25.4	27.4	23.7	1.7	1.7	1.6	
粤电力A	6.32	审慎推荐	2,132	1,987	15.7	0.28	0.41	0.48	22.6	15.4	13.2	1.7	1.4	1.3	
长江电力	8.08	审慎推荐	16,500	7,364	133.3	0.51	0.54	0.57	15.8	14.9	14.3	2.0	1.9	1.8	
内蒙华电	10.54	审慎推荐	1,981	573	20.9	0.33	0.47	0.52	31.9	22.3	20.3	5.1	4.2	2.4	
深圳能源	10.50	审慎推荐	2,202	2,203	23.1	0.64	0.68	0.72	16.5	15.5	14.6	1.7	1.5	1.5	
中能股份	8.42	审慎推荐	3,153	3,153	26.5	0.51	0.55	0.57	16.4	15.4	14.7	1.4	1.3	1.3	
建投能源	6.05	审慎推荐	914	914	5.5	0.01	0.12	0.16	530.4	52.3	37.5	1.9	1.6	1.6	
国投电力	8.12	审慎推荐	1,995	1,055	16.2	0.25	0.31	0.35	32.8	26.4	23.4	1.7	1.7	1.6	
广州控股	7.90	审慎推荐	2,059	2,059	16.3	0.36	0.38	0.42	21.8	20.8	18.8	1.8	1.7	1.6	
上海电力	5.71	审慎推荐	2,140	2,140	12.2	0.09	0.27	0.29	63.5	21.4	19.8	2.1	2.0	1.9	
桂冠电力	6.48	中性	2,280	2,280	14.8	0.29	0.28	0.29	22.3	23.6	22.4	3.3	3.1	3.0	
华电国际	4.03	审慎推荐	5,340	4,590	23.7	0.03	0.03	0.06	131.3	118.6	64.3	1.7	1.7	1.7	
大唐发电	7.27	中性	8,994	8,994	73.5	0.20	0.21	0.24	36.2	34.6	29.9	2.9	2.8	2.6	
川投能源	15.89	审慎推荐	933	547	14.8	0.36	0.53	0.64	43.5	29.9	24.9	2.7	2.5	2.3	
凯迪电力	23.95	审慎推荐	590	590	14.1	0.52	1.20	0.70	46.2	20.0	34.2	7.2	5.4	4.9	
平均值									67.4	29.7	24.5	2.6	2.3	2.0	
中间值									28.7	21.9	21.4	1.9	1.8	1.7	
区域性电网类公司															
文山电力	12.41	审慎推荐	479	337	5.9	0.26	0.37	0.45	46.9	33.4	27.3	5.9	5.2	4.5	
桂东电力	19.92		276	235	5.5	0.49	0.58	0.67	40.3	34.4	29.8	4.7	4.4	4.0	
平均值									43.6	33.9	28.6	5.3	4.8	4.3	
中间值									43.6	33.9	28.6	5.3	4.8	4.3	
热电联产公司															
富春环保	19.32	审慎推荐	428	108	8.3	0.32	0.47	0.60	59.8	41.5	32.3	4.5	4.2	3.8	
京能热电	12.04	中性	656	573	7.9	0.41	0.44	0.53	29.7	27.4	22.7	2.8	2.7	2.5	
金山股份*	9.03		341	283	3.1	0.29	0.32	0.50	30.7	28.7	18.1	n.a	n.a	n.a	
宝新能源*	5.78		1,727	1,698	10.0	0.17	0.22	0.28	34.4	26.3	20.6	n.a	n.a	n.a	
平均值									38.7	31.0	23.4	3.7	3.4	3.2	
中间值									32.6	28.0	21.7	3.7	3.4	3.2	
工业节能环保															
龙源技术	43.99	审慎推荐	158	40	7.0	0.66	1.14	1.51	66.3	38.6	29.1	4.6	4.2	3.8	
燃控科技	28.17	中性	108	28	3.0	0.57	0.78	1.20	49.0	36.3	23.6	2.8	2.2	2.1	
先河环保	15.80	审慎推荐	156	39	2.5	0.36	0.48	0.64	44.2	32.6	24.7	2.8	2.7	2.4	
中电环保	21.16	审慎推荐	100	25	2.1	0.63	0.72	0.92	33.5	29.5	23.1	7.7	2.6	2.4	
九龙电力	16.13	中性	335	335	5.4	0.08	0.25	0.42	205.7	63.5	38.8	5.9	2.0	1.9	
易世达	57.70	审慎推荐	59	15	3.4	1.12	1.75	2.04	51.4	32.9	28.3	3.3	3.1	2.8	
平均值									75.0	38.9	27.9	4.5	2.8	2.6	
中间值									50.2	34.6	26.5	4.0	2.6	2.4	
H/B 股															
H/B 股	(HK\$)		目标价(HK\$)		(HK\$ bn)		(HK\$)								
华能国际	4.47	审慎推荐	5.50	3,555	3,555	84.7	0.29	0.28	0.32	15.2	16.1	13.9	1.0	1.0	1.0
华润电力	15.44	审慎推荐	18.00	4,731	4,731	73.0	1.05	1.19	1.29	14.7	13.0	12.0	1.7	1.5	1.5
华电国际	1.79	中性	2.00	1,431	1,431	28.3	0.04	0.04	0.07	50.2	44.3	24.0	0.7	0.6	0.6
龙源电力	8.29	中性	8.20	2,711	2,711	61.9	0.28	0.36	0.43	29.1	23.0	19.4	2.2	2.0	1.9
大唐发电	2.93	中性	3.50	3,316	3,316	87.9	0.23	0.25	0.29	12.5	11.7	10.1	1.0	0.9	0.9
中国电力*	1.83			5,107	3,606	9.3	0.14	0.17	0.24	13.0	10.9	7.5	0.6	0.6	0.5
中电控股*	64.15			2,406	2,408	154.4	4.23	4.45	4.64	15.2	14.4	13.8	1.9	1.8	1.7
电能实业*	53.75			2,134	2,134	114.7	3.96	4.04	4.18	13.6	13.3	12.8	1.9	1.8	1.7
平均值										18.4	16.1	12.6	1.3	1.2	1.1
中间值										14.1	13.1	12.4	1.1	1.0	0.9

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%

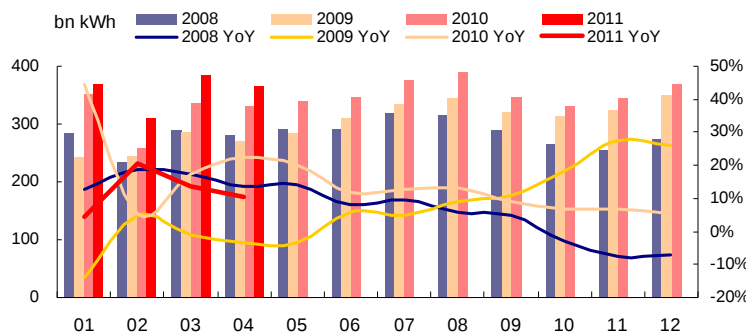
资料来源：中金公司研究部

4 月份: 发电量同比增长 11.7%, 符合预期

4 月完成发电量 3664 亿 kwh, 同比增长 11.7%。符合我们的预期。

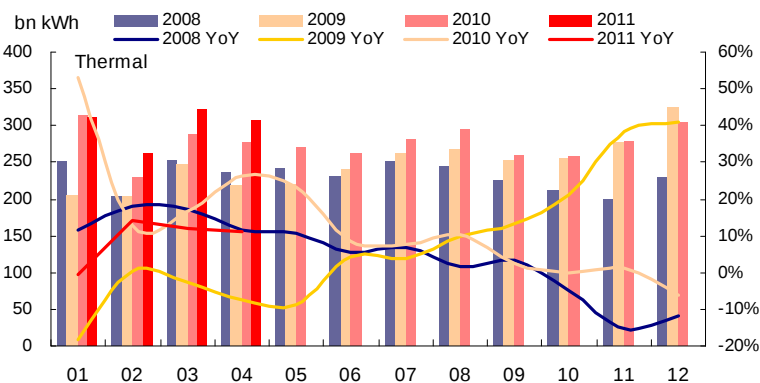
预计 5 月电量同比增长 10 % -12%。

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

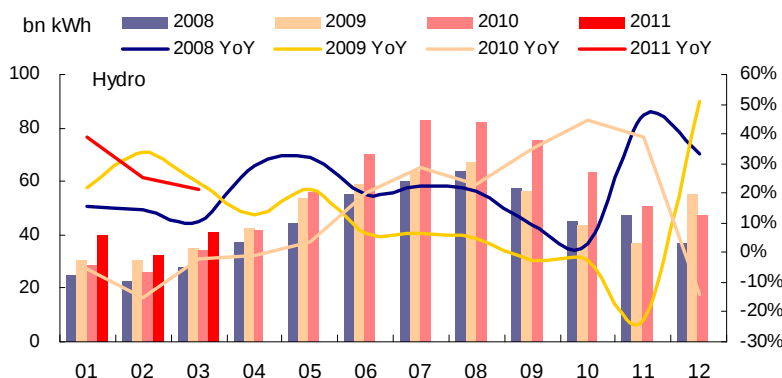
火电电量同比增长 10.9%

4 月份, 火电发电量为 3070 亿 kwh, 同比增长 10.9%, 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 8.3%

4 月份, 水电发电量为 421 亿 kwh, 同比增长 8.3%, 增速出现下滑, 全年水电发电量取决于旺季来水情况。

图表 5: 月度水电发电量及同比增速

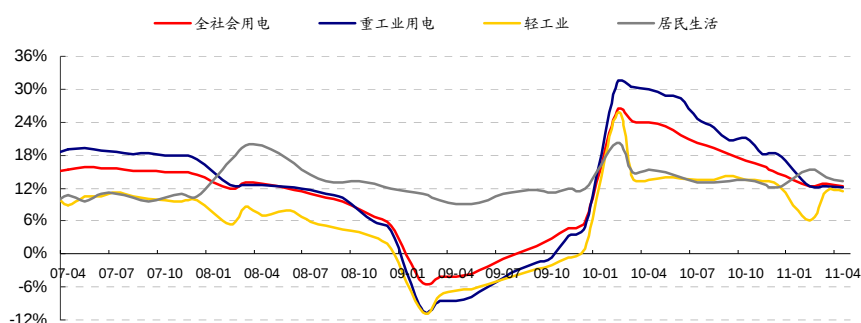


资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

图表 6：全国用电量累计同比增速

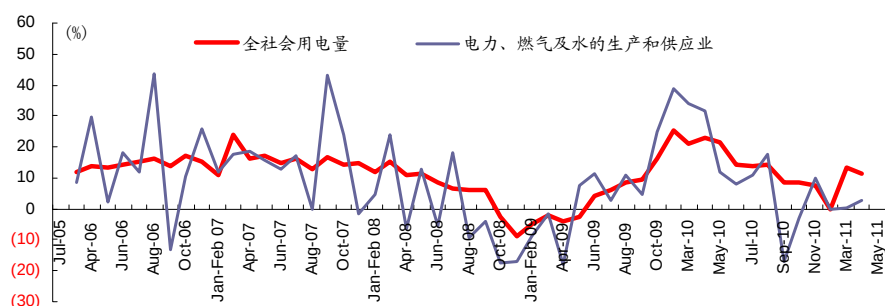
工业用电：非金属矿物制品业和黑色金属冶炼及压延加工业用电增速均有所回落

多数行业用电增速趋势符合我们的判断，但黑色金属冶炼行业 4 月份用电量增速快速回落超预期，我们仍然看好黑色金属冶炼和有色金属冶炼行业的用电量增速反弹。



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

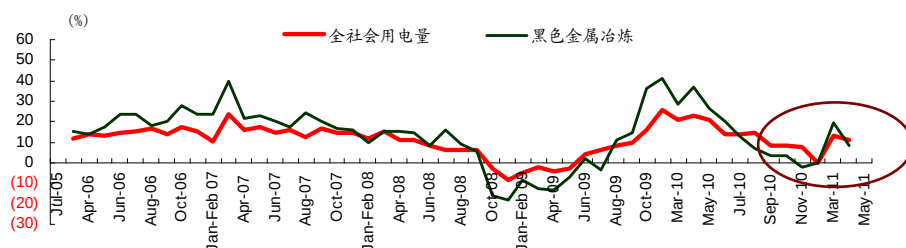
图表 7：电力、燃气及水的生产和供应业用电同比增速（月度）



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

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，4 月份该行业用电量同比增长 8.5%。——增幅回落超预期。

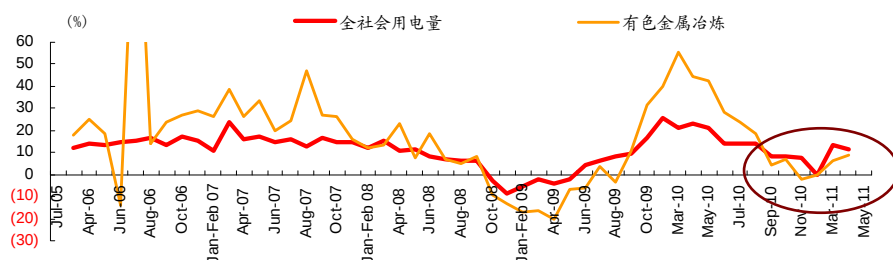
图表 8：黑色金属冶炼行业用电同比增速（月度）——多数高于全国平均



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

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，4 月份该行业用电量同比增长 9.2%，用电增速回升。——符合预期。

图表 9：有色金属冶炼行业用电同比增速（月度）——多数高于全国平均

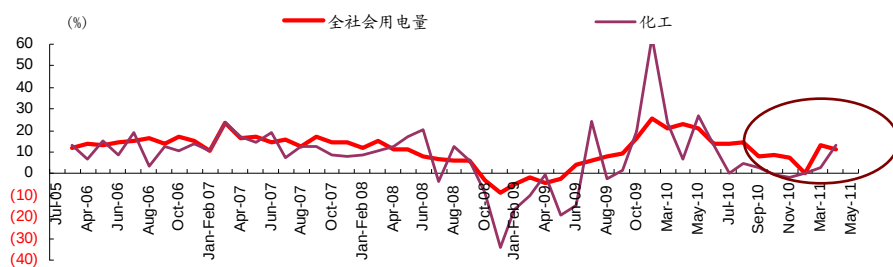


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

化工制品行业用电量占我国总用电量的 7%-8%，4 月份该行业用电量同比增长 13.2%，单月用电量增速大幅回升。——符合预期。

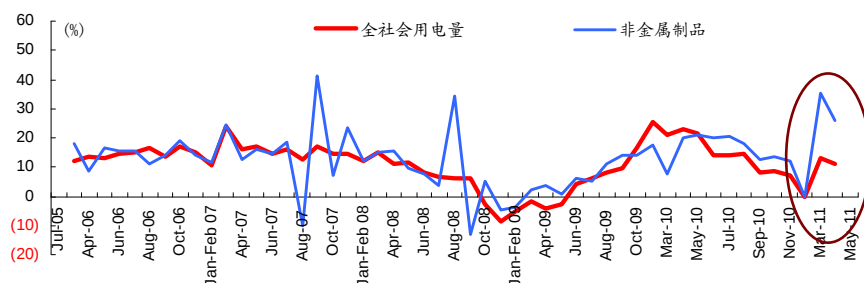
图表 10：化工制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

非金属制品行业用电量占我国总用电量 5%-6%，4 月份该行业用电量同比增长 25.9%，增速出现回落。——符合预期。

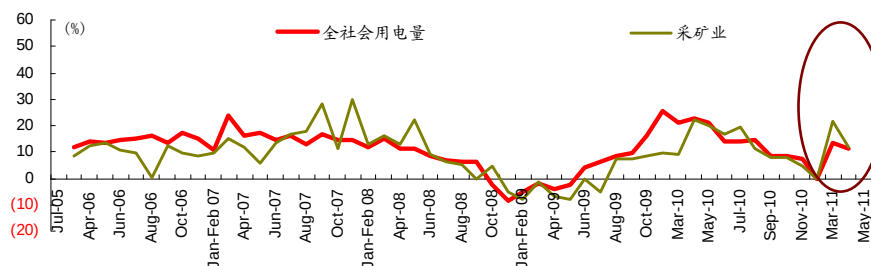
图表 11：非金属制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

采矿业用电量占我国总用电量的 5%，4 月份该行业用电量同比增长 11.5%，增速出现回落。——符合预期。

图表 12：采矿业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动

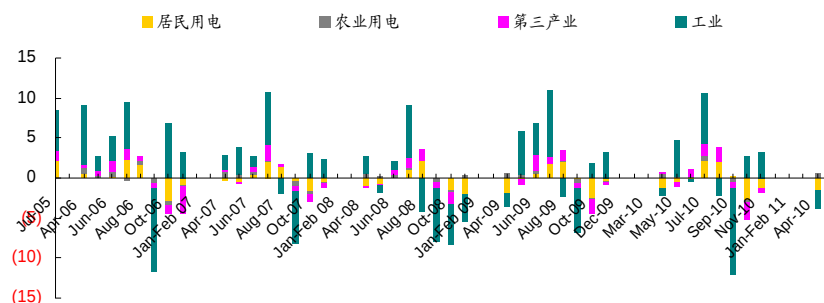


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

4 月全国用电量环比下滑 3%

图表 13：月度用电量环比增速及结构

4 月份，全国用电量环比下滑 3.1 个百分点，居民用电和工业用电下滑，分别带动 4 月份全国用电量环比下滑 1.4 个百分点和 2.4 个百分点；农业和第三产业用电环比提升，带动全国用电量环比提升 0.5 个百分点和 0.1 个百分点。

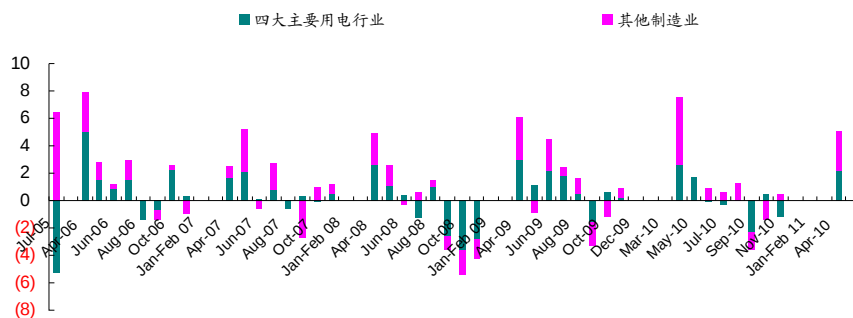


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 14：工业用电量环比增速及结构

工业用电量带动全社会用电环比下滑 2.4 个百分点

其中，电力行业自身用电带动用电量环比减少 8 个百分点和制造业用电带动用电量环比增加 5 个百分点。

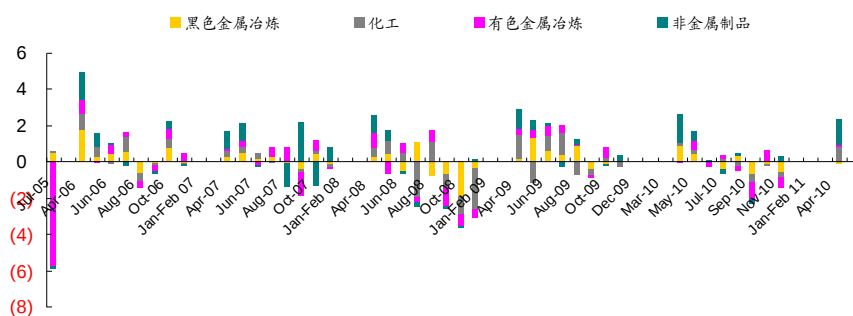


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

制造业用电量带动全社会用电环比上升 5 个百分点

4 月份，制造业用电量带动全社会用电环比增加 5 个百分点，四大主要用电行业及其他制造业的用电量提升分别贡献 2.2 个百分点和 2.9 个百分点。四大主要用电行业中，除黑色金属冶炼行业用电增速环比回落外，其余均实现用电回升。

图表 15：制造业用电量环比增速及结构



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

华东地区电力需求仍好于全国。

2011 年 1 季度以来，华东地区绝大部分省份用电增速持续高于同期全国平均水平，华东地区用电需求增速维持稳定。

值得一提的是，进入 4 月份，华东地区除安徽外，用电增速均出现回落。4 月份：上海、江苏、浙江的用电量同比增速分别回落至：2%，11%和 7%。

华中地区用电量增速稳定维持在 10%左右，与全国平均水平持平。

西北地区由于重工业较多，用电增速有所加速，高于全国平均的用电增速。

1-4 月份：西北、华东及华中用电量增速好于全国

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

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]

1-4月：火电利用小时同比上升1%

1-4月，火电累计利用小时为1734小时，同比增长1%：

华东、华北地区的天津及河北、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。当地新增火电装机较少是推升利用小时回升的主要原因。

图表 17：各区域火电机组利用小时及同比增速

	1-4M11	1-4M10	1-7M10	1-8M10	1-9M10	1-10M10	1-11M10	1-12M10	1-2M11	1-3M11	1-4M11
全国	1734	1714	11%	10%	8%	7%	5%	4%	0%	1%	1%
东北											
辽宁	1569	1729	-2%	-5%	-6%	-6%	-7%	-9%	-9%	-9%	-9%
吉林	1357	1615	-4%	-6%	-7%	-7%	-9%	-11%	-18%	-17%	-16%
黑龙江	1495	1499	5%	3%	3%	3%	3%	5%	0%	-1%	0%
华北											
内蒙	1611	1636	15%	12%	10%	9%	1%	0%	-6%	-5%	-2%
山西	1733	1766	6%	6%	5%	5%	4%	4%	-2%	-2%	-2%
北京	1743	1896	16%	13%	7%	4%	3%	3%	-2%	-7%	-8%
天津	1710	1663	3%	3%	5%	5%	3%	3%	12%	10%	3%
河北	1870	1772	7%	6%	5%	4%	3%	3%	9%	8%	6%
山东	1672	1710	8%	7%	6%	6%	4%	3%	1%	-1%	-2%
华东											
上海	1737	1706	11%	13%	12%	9%	7%	7%	1%	4%	2%
江苏	1858	1808	8%	7%	5%	5%	3%	5%	4%	3%	3%
浙江	1792	1558	8%	9%	9%	8%	8%	6%	13%	15%	15%
安徽	1890	1606	7%	8%	8%	7%	6%	7%	20%	18%	18%
福建	1680	1272	-23%	-17%	-16%	-16%	-16%	-14%	7%	22%	33%
华中											
江西	1646	1371	-3%	-1%	-2%	-2%	-3%	0%	17%	16%	20%
河南	1725	1772	25%	23%	19%	17%	14%	9%	-4%	-4%	-3%
湖北	1702	1628	13%	10%	4%	3%	3%	9%	-4%	-1%	5%
湖南	1701	1629	21%	19%	12%	9%	9%	9%	-6%	-5%	4%
重庆	2006	1794	17%	14%	13%	14%	14%	14%	5%	7%	12%
四川	2066	2032	18%	20%	19%	19%	14%	14%	5%	4%	1%
西北											
陕西	1755	1710	11%	11%	11%	12%	14%	5%	1%	4%	3%
甘肃	1811	1850	12%	7%	7%	6%	6%	7%	-17%	-10%	-2%
青海	2215	2336	32%	21%	14%	10%	8%	-12%	-1%	-4%	-5%
宁夏	2198	2334	41%	35%	31%	27%	23%	6%	4%	-3%	-6%
新疆	1966	1735	7%	6%	4%	4%	6%	19%	4%	5%	13%
南方											
广东	1563	1599	22%	19%	15%	13%	10%	4%	0%	-3%	-4%
广西	1918	2233	142%	115%	86%	60%	43%	38%	-9%	-12%	-14%
海南	1641	1337	12%	17%	18%	16%	14%	14%	25%	36%	23%
贵州	1672	2075	17%	12%	7%	1%	0%	-1%	-20%	-17%	-19%
云南	1838	2012	6%	5%	2%	-6%	-10%	-10%	-14%	-11%	-9%

资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

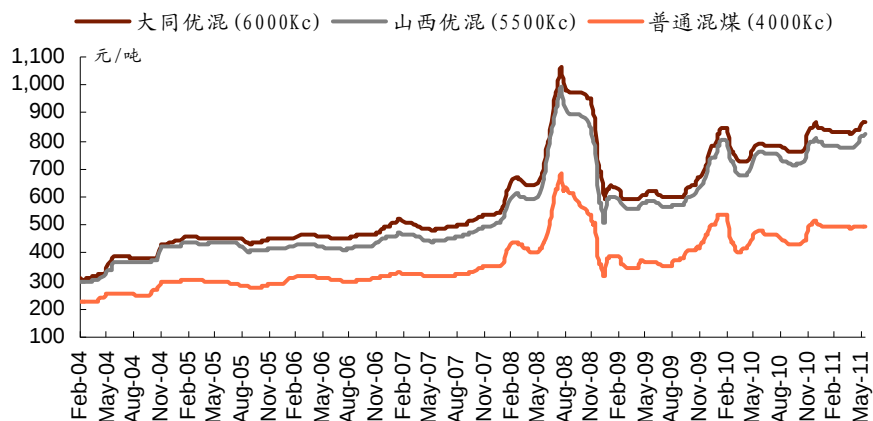
[图表中红色区域：利用小时增长好于全国平均水平]

电煤：煤价小幅上扬 库存回升

图表 18：秦皇岛电煤价格走势

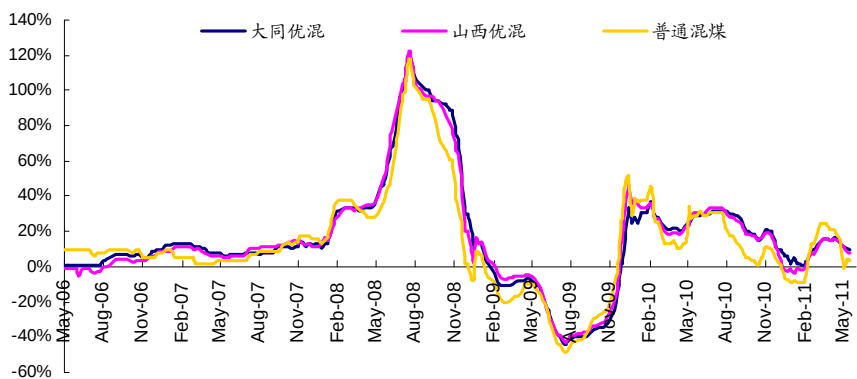
5月，秦皇岛煤价小幅上涨

5月16日，秦皇岛大同优混6000大卡平仓价较4月上涨30元/吨，至870元/吨，月环比上涨4%。



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 19：秦皇岛电煤价格同比增速

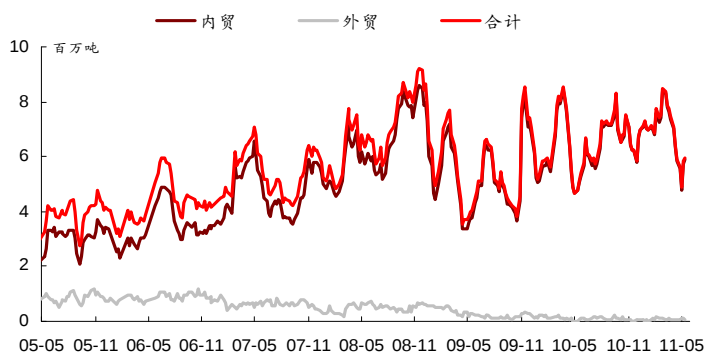


资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

5月，煤炭库存回升

5月，随着内贸库存的回升，秦皇岛库存企稳回升，至2011年5月16日秦皇岛库存水平约593万吨，较4月中旬的593万吨持平，经历了4月的库存下滑，5月库存开始企稳回升。

图表 20：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

5月：各省点火价差维持稳定

5月，各地点点火价差维持稳定

5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：山西、天津等地区。

图表 19：各地区点火价差比较

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

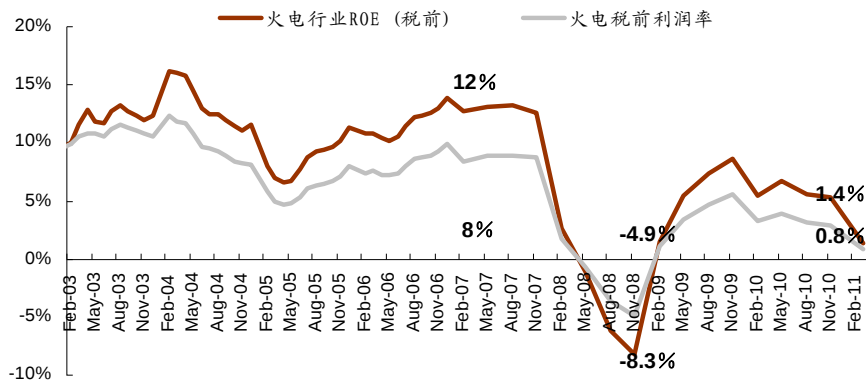
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

二季度火力发电商业绩环比有望提升

2011年1-3月，火电行业税前利润率为0.8%，较1-11月的2.9%下降2.1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处于历史低位。

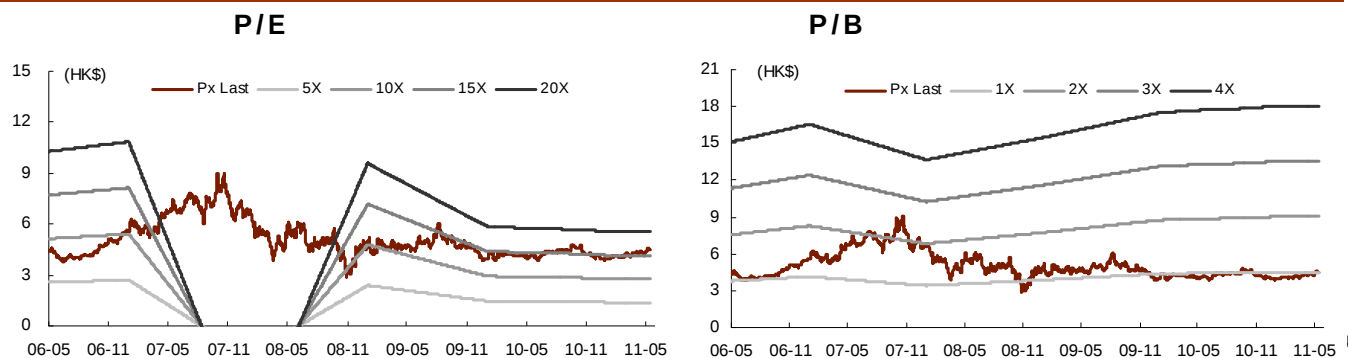
2季度业绩有望提升。主要源自电量环比增加，煤价稳定。

图表 20：火电行业盈利能力变化



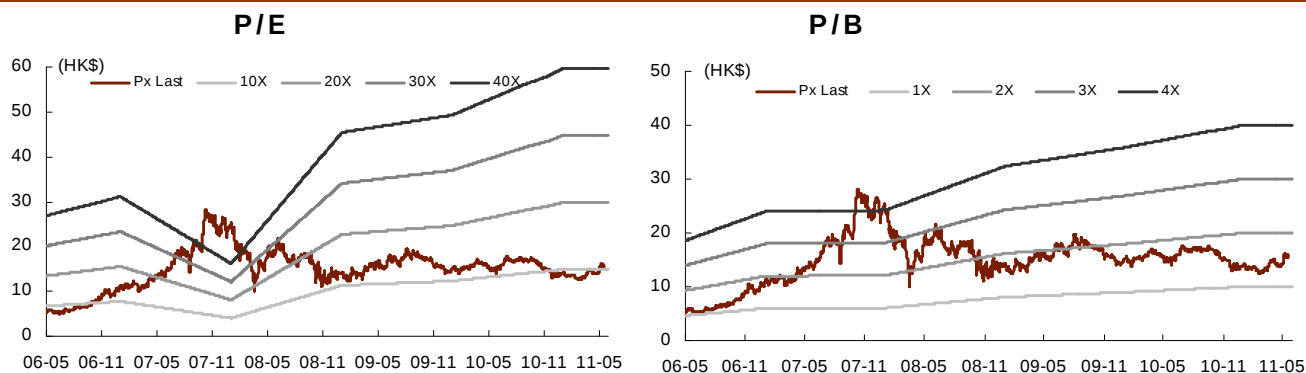
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 21：华能国际 H 股历史 P/E 和 P/B



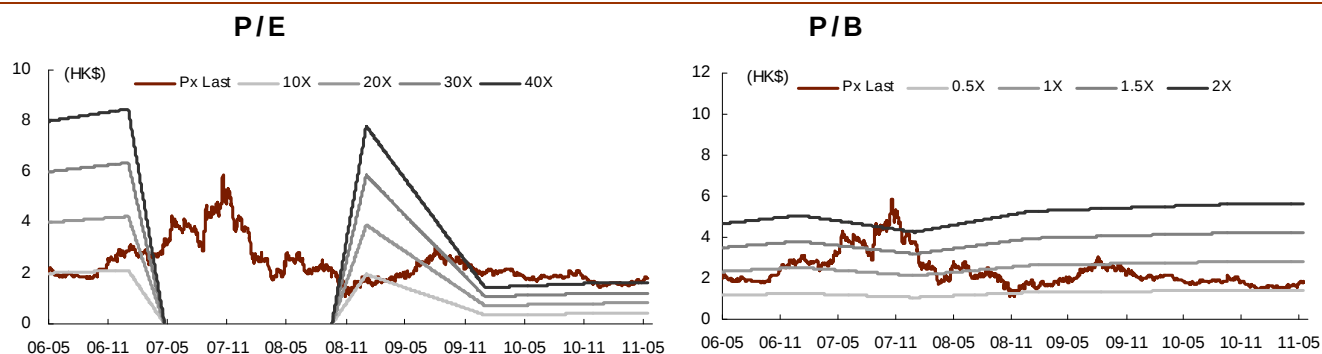
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 22：华润电力 H 股历史 P/E 和 P/B



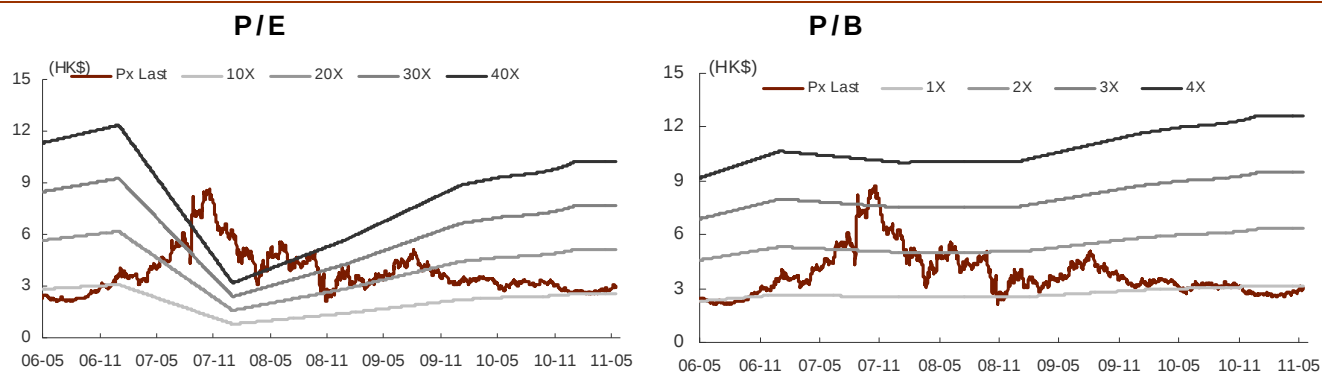
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

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