



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7月24日

电力

研究部

陈俊华

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511030014

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511010022

lijie@cicc.com.cn

7 月月报

6 月: 有色、黑金属冶炼用电如期反弹

数据点评:

6 月完成发电量 3968 亿 kwh, 同比增长 14.5%, 好于预期 (12%), 主要源自有色和黑金属冶炼行业用电加速反弹。

——发电端: 6 月, 水电发电量 664 亿 kwh, 同比微增 1%, 推升火电发电量同比增长 14% 以上。

——用电端: 6 月, 各行业用电增速均较 5 月提升。其中, 第二产业用电增速增至 12.6%, 第三产业用电增速再创新高至 15.4%。二季度, 第三产业用电持续高于同期全国平均用电增速, 这是超出我们预期的。工业用电中, 各行业用电变化趋势符合我们之前的判断:

(1) 化工、有色、黑金属冶炼行业用电增速显著反弹, 分别提升至: 13.4%, 9.6% 和 11%, 5 月同比增速依次为: 6.2%, 4.5% 和 8.5%。

(2) 非金属制造行业用电增速持续回落: 由 5 月份的 18.9% 进一步降至 16.3%, 延续了自 3 月份以来的持续回落态势。

预计 7 月电量同比增长 13%-15%, 进入丰水期, 水电增速有望显著改善。(1) 发电端: 三季度水、火电上市公司业绩都将环比显著改善, 进入全年业绩最好的季节。但短期来看, 中报业绩表现平淡对短期股价造成打压。(2) 用电端: 持续看好有色、黑金属行业用电增速反弹, 化工行业用电增速预计维持稳定, 非金属制造用电行业仍有回落风险。第三产业用电增速仍将保持 15% 左右旺盛增长。(3) 维持全年用电量增长 11%-13% 的预测。

投资建议:

发电类, 选取业绩确定性强、具备整合预期的电力上市公司, 安全边际大。审慎推荐: 内蒙华电 (600863.SH) 和广东地区的火力发电商, 建议中报之后关注长江电力 (600900.SH)、京能热电 (600578.SH)。

节能环保类, 选取具有业绩支撑的公司, 长期看好龙源技术 (300105.SZ)。

电力: (1) 短期提示中报低于预期风险——6 月以来, 随用电量提升、水电乏力, 火电需求今年一步加大, 各地区动力煤价格出现了上涨, 部分点火价差又趋恶化, 较明显的地区包括辽宁、河北、山东、河南、宁夏等地区。(2) 盈利反转 3 季度才能较好体现, 但幅度有限, 下半年建议关注个股, 尤其具备资产整合预期的公司, 即: 行业内结构调整会受益的公司: 资产负债率低、拥有区域优势、具备扩张潜能的发电商。

节能环保: 订单结算高峰在下半年, 中报超预期可能性有限。中长期来看, 我们更加看好能给企业带来盈利改善的节能改造, 为企业提供此类节能服务的公司业务增长确定性高。依赖政策推动的节能环保改造, 我们认为超预期的政策出台的难度较大。

风险:

三季度煤价上涨超预期。

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	2.88	审慎推荐	15,395	13,954	44.3	0.16	0.19	0.21	18.5	15.2	13.8	1.8	1.7	1.6	
华能国际	5.20	审慎推荐	10,500	2,878	66.2	0.25	0.23	0.27	20.6	22.3	19.3	1.4	1.4	1.3	
长江电力	7.07	审慎推荐	16,500	7,364	116.7	0.51	0.54	0.57	13.8	13.0	12.5	1.7	1.6	1.6	
内蒙华电	8.41	审慎推荐	1,981	573	16.7	0.33	0.42	0.50	25.5	19.9	16.9	4.1	3.4	1.9	
深圳能源	7.42	审慎推荐	2,643	2,203	19.6	0.64	0.68	0.72	11.6	10.9	10.3	1.2	1.1	1.0	
中能股份	4.93	审慎推荐	4,729	3,153	23.3	0.29	0.34	0.37	17.0	14.6	13.2	1.3	1.2	1.1	
建投能源	5.11	审慎推荐	914	914	4.7	0.01	0.12	0.16	448.0	44.2	31.7	1.6	1.4	1.3	
国投电力	7.18	审慎推荐	1,995	1,055	14.3	0.25	0.31	0.35	29.0	23.4	20.7	1.5	1.5	1.5	
广州控股	7.20	审慎推荐	2,059	2,059	14.8	0.36	0.36	0.50	19.9	19.8	14.4	1.6	1.6	1.5	
上海电力	5.76	审慎推荐	2,140	2,140	12.3	0.09	0.27	0.29	64.1	21.6	20.0	2.1	2.0	1.9	
桂冠电力	5.58	中性	2,280	2,280	12.7	0.29	0.28	0.29	19.2	20.3	19.3	2.8	2.7	2.6	
华电国际	3.35	审慎推荐	5,340	4,590	19.6	0.03	0.03	0.06	109.1	98.6	53.4	1.4	1.4	1.4	
大唐发电	5.68	中性	12,310	8,994	63.9	0.20	0.21	0.24	28.3	27.0	23.3	2.3	2.2	2.0	
川投能源	14.26	审慎推荐	933	547	13.3	0.36	0.53	0.64	39.1	26.8	22.4	2.4	2.2	2.1	
凯迪电力	14.33	审慎推荐	943	941	13.5	0.32	0.75	0.44	44.2	19.1	32.7	6.9	5.3	4.8	
平均值									57.9	25.9	21.1	2.2	2.0	1.8	
中间值									23.1	20.1	19.3	1.7	1.6	1.5	
区域性电网类公司															
文山电力	12.30	审慎推荐	479	337	5.9	0.26	0.37	0.45	46.5	33.1	27.1	5.9	5.1	4.5	
桂东电力	20.27		276	235	5.6	0.49	0.58	0.67	41.0	35.0	30.3	4.8	4.5	4.1	
平均值									43.7	34.1	28.7	5.3	4.8	4.3	
中间值									43.7	34.1	28.7	5.3	4.8	4.3	
热电联产公司															
富春环保	19.38	审慎推荐	428	108	8.3	0.32	0.47	0.60	60.0	41.7	32.4	4.5	4.2	3.8	
京能热电	8.50	中性	787	573	6.7	0.41	0.44	0.53	21.0	19.3	16.0	2.0	1.9	1.8	
金山股份*	8.86		341	283	3.0	0.29	0.32	0.50	30.1	28.1	17.8	n.a	n.a	n.a	
宝新能源*	4.99		1,727	1,698	8.6	0.17	0.22	0.28	29.7	22.7	17.8	n.a	n.a	n.a	
平均值									35.2	27.9	21.0	3.3	3.1	2.8	
中间值									29.9	25.4	17.8	3.3	3.1	2.8	
工业节能环保															
龙源技术	50.50	审慎推荐	158	40	8.0	0.66	1.14	1.51	76.2	44.3	33.5	5.3	4.8	4.3	
燃控科技	29.74	中性	108	28	3.2	0.57	0.78	1.20	51.8	38.3	24.9	2.9	2.3	2.2	
先河环保	17.45	审慎推荐	156	39	2.7	0.36	0.48	0.64	48.9	36.0	27.2	3.1	2.9	2.7	
中电环保	21.79	审慎推荐	100	25	2.2	0.63	0.72	0.92	34.5	30.3	23.8	7.9	2.7	2.5	
九龙电力	15.39	中性	335	335	5.1	0.08	0.25	0.42	196.3	60.6	37.0	5.7	1.9	1.8	
易世达	27.36	审慎推荐	118	30	3.2	0.56	0.88	1.02	48.8	31.2	26.8	3.1	2.9	2.7	
平均值									76.1	40.1	28.9	4.7	2.9	2.7	
中间值									50.3	37.2	27.0	4.2	2.8	2.6	
H/B 股	(HK\$)		目标价(HK\$)		(HK\$ bn)		(HK\$)								
华能国际	3.95	审慎推荐	5.50	3,555	3,055	80.0	0.29	0.28	0.32	13.5	14.2	12.3	0.9	0.9	0.8
华润电力	15.44	审慎推荐	18.00	4,737	4,683	72.9	1.05	1.19	1.29	14.7	13.0	12.0	1.7	1.5	1.5
华电国际	1.48	中性	2.00	1,431	1,431	23.7	0.04	0.04	0.07	41.5	36.6	19.8	0.5	0.5	0.5
龙源电力	6.75	中性	8.20	2,711	2,711	50.4	0.28	0.36	0.43	23.7	18.7	15.8	1.8	1.6	1.5
大唐发电	2.60	中性	3.50	12,310	3,316	77.2	0.23	0.25	0.29	11.1	10.4	9.0	0.9	0.8	0.8
中国电力*	1.95			5,107	3,606	9.9	0.15	0.19	0.25	12.8	10.0	7.7	0.7	0.6	0.6
中电控股*	69.85			2,406	2,408	168.1	4.26	4.52	4.68	16.4	15.5	14.9	2.0	1.9	1.8
电能实业*	59.35			2,134	2,134	126.7	4.05	4.15	4.23	14.7	14.3	14.0	2.1	2.0	1.9
平均值									16.5	14.6	11.6	1.2	1.1	1.1	
中间值									14.1	13.6	12.1	0.9	0.9	0.8	

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

注: 粤电力 A 仍在我们的研究覆盖范围内, 但基于法律或公司政策原因, 目前暂不便对此证券进行评论

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%

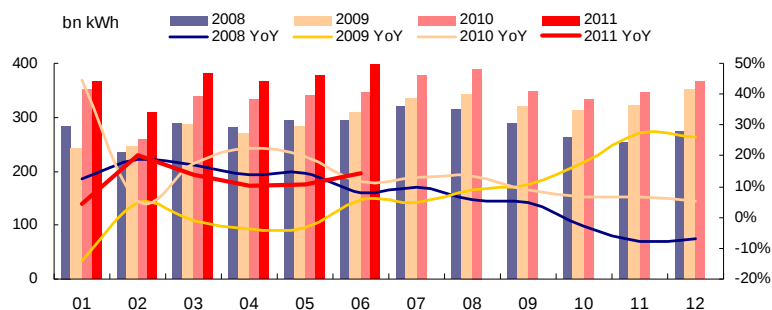
资料来源：中金公司研究部

6 月份: 发电量同比增长 15%, 好于预期

6 月完成发电量 3968 亿 kwh, 同比增长 14.5%。好于我们的预期。

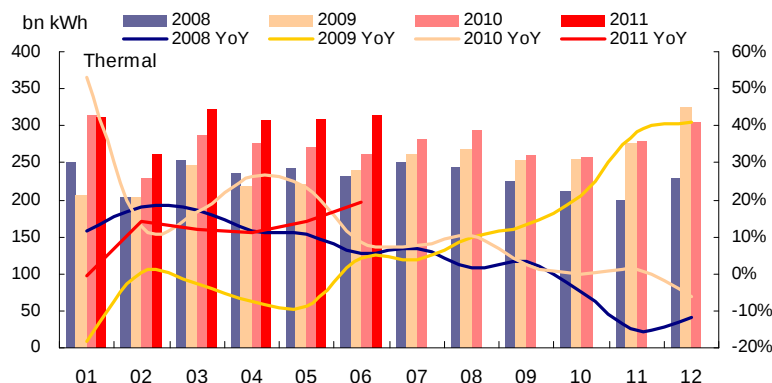
预计 7 月电量同比增长 13% -15%。

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

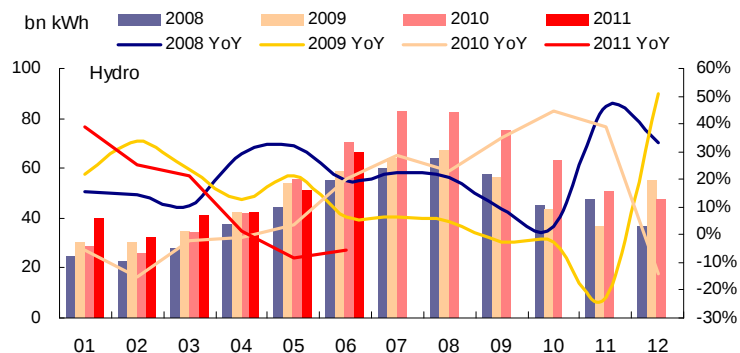
火电电量同比增长 18.5%

6 月份, 火电发电量为 3128 亿 kwh, 同比增长 18.5%, 火电发电量增速创今年以来新高。

水电电量同比增加 1.4%

6 月, 当月水电发电量仅 664 亿 kwh, 同比增加 1.4%。我们预计 7、8 月份水电电量仍将恢复正增长。

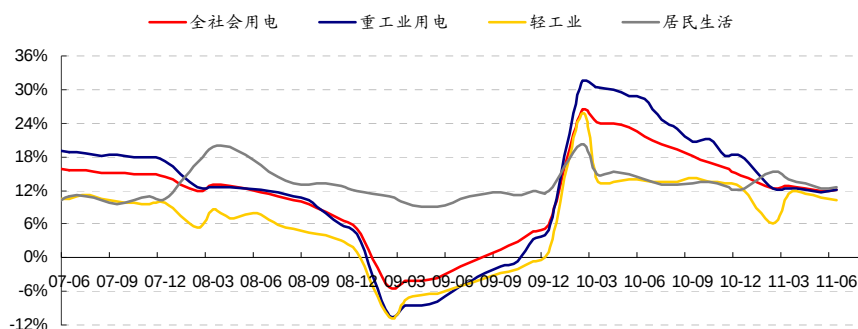
图表 5: 月度水电发电量及同比增速



资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

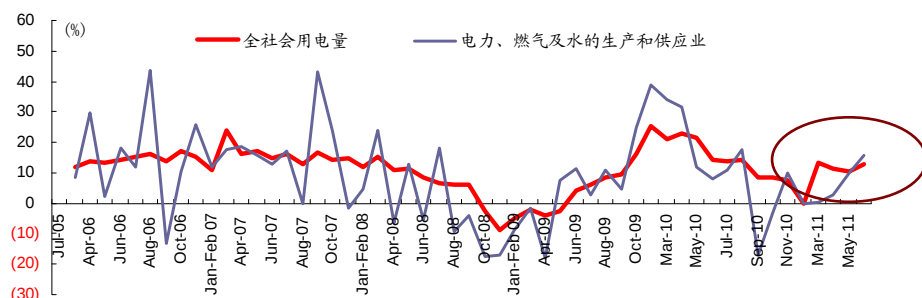
图表 6：全国用电量累计同比增速

工业用电：月度同比增速与全国用电量增速保持一致。



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

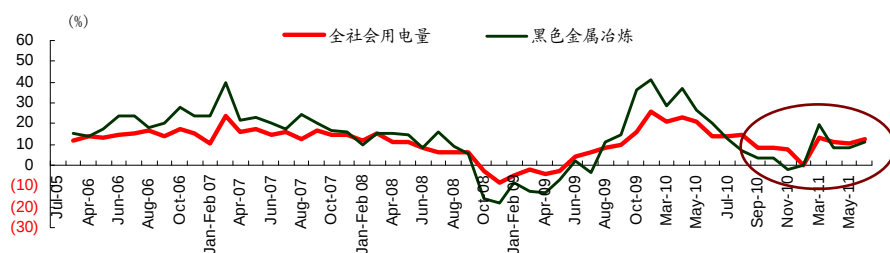
图表 7：电力、燃气及水的生产和供应业用电同比增速（月度）



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

图表 8：黑金属冶炼行业用电同比增速（月度）——多数高于全国平均

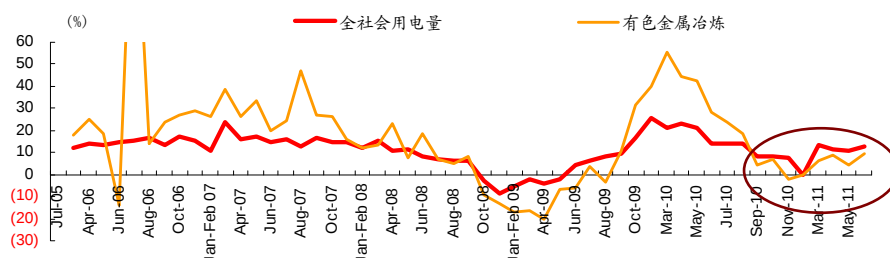
黑金属冶炼及压延加（钢铁生产）业用电量占我国总用电量的 12% 左右，6 月份该行业用电量同比增长 11%。——增幅好于上月。



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

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

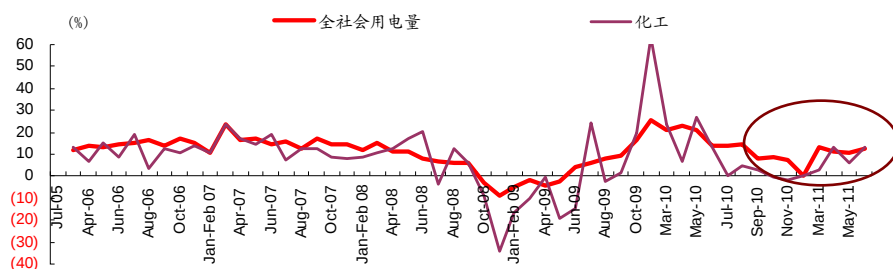
有色金属冶炼及压延加工业用电量占我国总用电量 8% 左右，6 月份该行业用电量同比增长 9.6%，用电增速回升。——符合预期。



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

化工制品行业用电量占我国总用电量的 7%-8%，6 月份该行业用电量同比增长 13.4%，单月用电量增速出现较大回升。——好于预期。

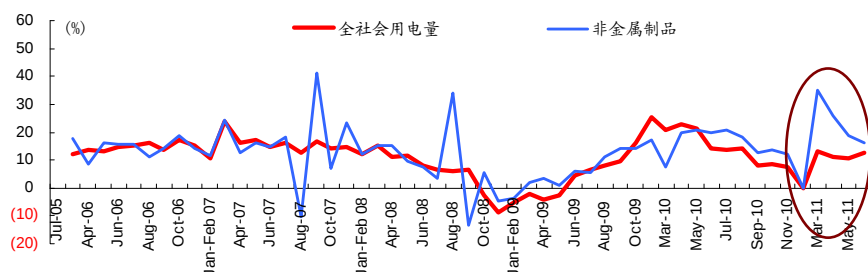
图表 10：化工制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



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%，6 月份该行业用电量同比增长 16.3%，增速继续回落。——符合预期。

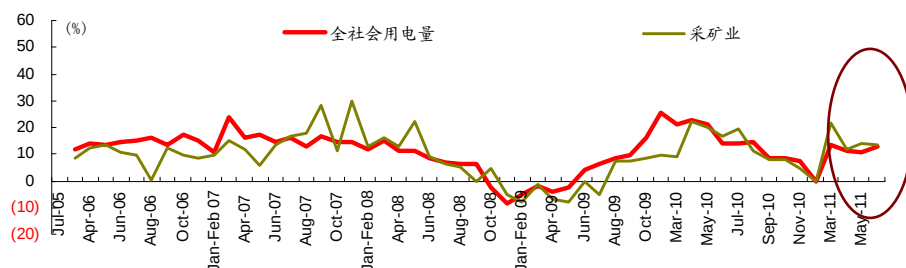
图表 11：非金属制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



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%，6 月份该行业用电量同比增长 13.4%，增速微降。——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

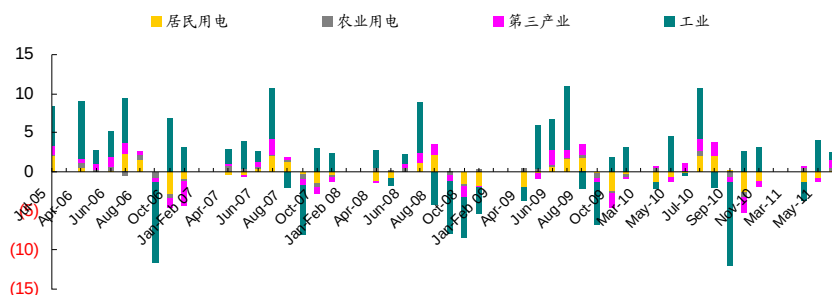


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

6月全国用电量环比上升2.6%

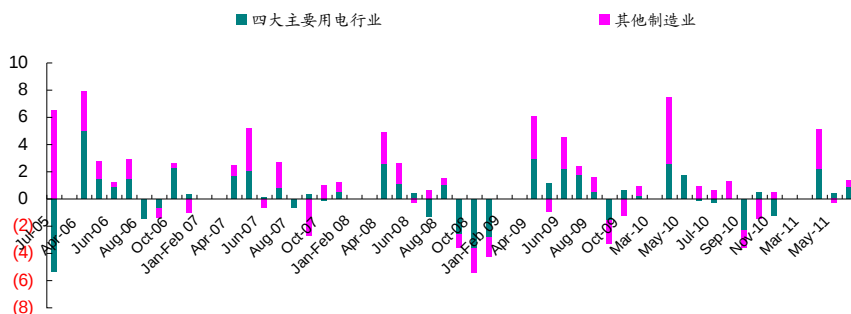
6月份，全国用电量环比上升2.6个百分点，各行业用电量均环比提升。其中：第三产业和工业用电分别带动全国用电量环比增加1个百分点。

图表 13：月度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

图表 14：工业用电量环比增速及结构

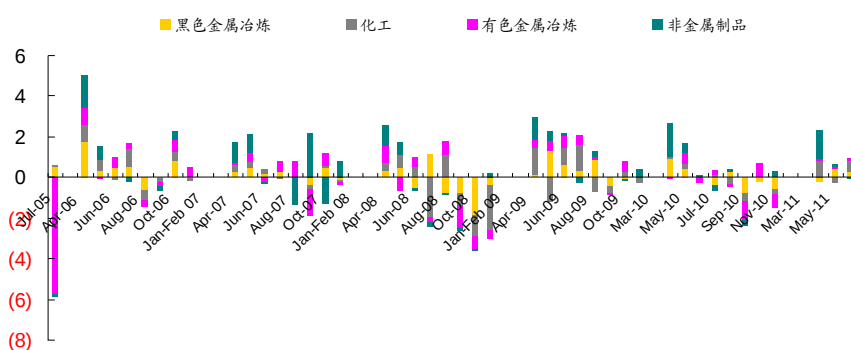


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

工业用电量带动全社会用电环比上升1个百分点

其中，制造业用电带动用电量环比提升1.4个百分点。而采矿业和电力行业本身用电量环比略有回落。

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

制造业用电量环比提升

6月份，制造业用电量环比提升，四大主要用电行业贡献提升0.9个百分点，其他制造业的用电量贡献提升0.5个百分点。四大主要用电行业中，除非金属制品行业用电增速环比回落外，其余实现用电回升。

1-6 月份：西北、华东以及华中部分地区用电量增速好于全国

西北、华东地区电力需求仍好于全国。

1-6 月，西北、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，华中大部分地区用电需求增速也好于全国平均水平。

图表 16：各个省份用电量同比增速

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

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]

1-6 月：火电利用小时同比上升 2%

1-6 月，火电累计利用小时为 2592 小时，同比增长 2%：

华东、华北地区的天津及河北、陕西、甘肃及华中大部分省份火电利用小时好于全国平均水平。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

	1-6M11	1-6M10	1-7M10	1-8M10	1-9M10	1-10M10	1-11M10	1-12M10	1-2M11	1-3M11	1-4M11	1-5M11	1-6M11
全国	2592	2534	11%	10%	8%	7%	5%	4%	0%	1%	1%	2%	2%
东北													
辽宁	2349	2524	-2%	-5%	-6%	-6%	-7%	-9%	-9%	-9%	-9%	-7%	-7%
吉林	1977	2344	-4%	-6%	-7%	-7%	-9%	-11%	-18%	-17%	-16%	-16%	-16%
黑龙江	2193	2193	5%	3%	3%	3%	3%	5%	0%	-1%	0%	2%	0%
华北													
内蒙	2490	2486	15%	12%	10%	9%	1%	0%	-6%	-5%	-2%	-1%	0%
山西	2611	2641	6%	6%	5%	5%	4%	4%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%
北京	2326	2575	16%	13%	7%	4%	3%	3%	-2%	-7%	-8%	-12%	-10%
天津	2610	2462	3%	3%	5%	5%	3%	3%	12%	10%	3%	6%	6%
河北	2854	2741	7%	6%	5%	4%	3%	3%	9%	8%	6%	4%	4%
山东	2477	2576	8%	7%	6%	6%	4%	3%	1%	-1%	-2%	-3%	-4%
华东													
上海	2487	2411	11%	13%	12%	9%	7%	7%	1%	4%	2%	4%	3%
江苏	2825	2762	8%	7%	5%	5%	3%	5%	4%	3%	3%	3%	2%
浙江	2753	2393	8%	9%	9%	8%	8%	6%	13%	15%	15%	17%	15%
安徽	2691	2452	7%	8%	8%	7%	6%	7%	20%	18%	18%	14%	10%
福建	2545	1722	-23%	-17%	-16%	-16%	-16%	-14%	7%	22%	33%	36%	48%
华中													
江西	2345	1938	-3%	-1%	-2%	-2%	-3%	0%	17%	16%	20%	21%	21%
河南	2678	2635	25%	23%	19%	17%	14%	9%	-4%	-4%	-3%	-2%	2%
湖北	2572	2238	13%	10%	4%	3%	3%	9%	-4%	-1%	5%	11%	15%
湖南	2392	2047	21%	19%	12%	9%	9%	9%	-6%	-5%	4%	12%	17%
重庆	2925	2476	17%	14%	13%	14%	14%	14%	5%	7%	12%	16%	18%
四川	2696	2658	18%	20%	19%	19%	14%	14%	5%	4%	1%	4%	1%
西北													
陕西	2572	2430	11%	11%	11%	12%	14%	5%	1%	4%	3%	2%	6%
甘肃	2663	2491	12%	7%	7%	6%	6%	7%	-17%	-10%	-2%	3%	7%
青海	3000	3021	32%	21%	14%	10%	8%	-12%	-1%	-4%	-5%	-3%	-1%
宁夏	3257	3421	41%	35%	31%	27%	23%	6%	4%	-3%	-6%	-3%	-5%
新疆	2926	2675	7%	6%	4%	4%	6%	19%	4%	5%	13%	13%	9%
南方													
广东	2562	2502	22%	19%	15%	13%	10%	4%	0%	-3%	-4%	-4%	2%
广西	2828	3106	142%	115%	86%	60%	43%	38%	-9%	-12%	-14%	-13%	-9%
海南	2671	2151	12%	17%	18%	16%	14%	14%	25%	36%	23%	26%	24%
贵州	2505	3081	17%	12%	7%	1%	0%	-1%	-20%	-17%	-19%	-20%	-19%
云南	2683	2990	6%	5%	2%	-6%	-10%	-10%	-14%	-11%	-9%	-10%	-10%

资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

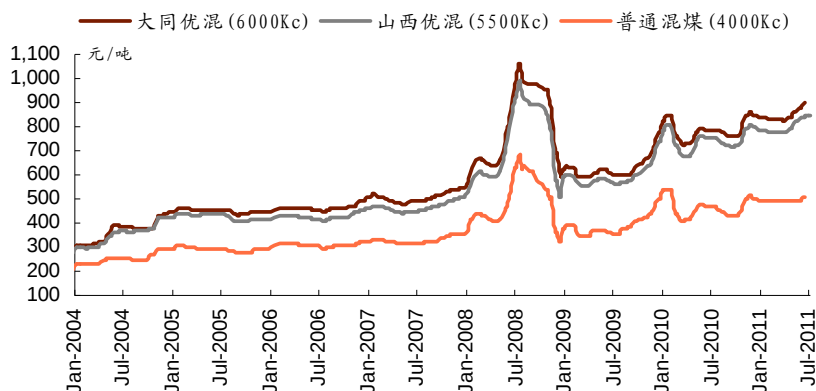
[图表中红色区域：利用小时增长好于全国平均水平]

电煤：煤价小幅下滑 库存回升

图表 18：秦皇岛电煤价格走势

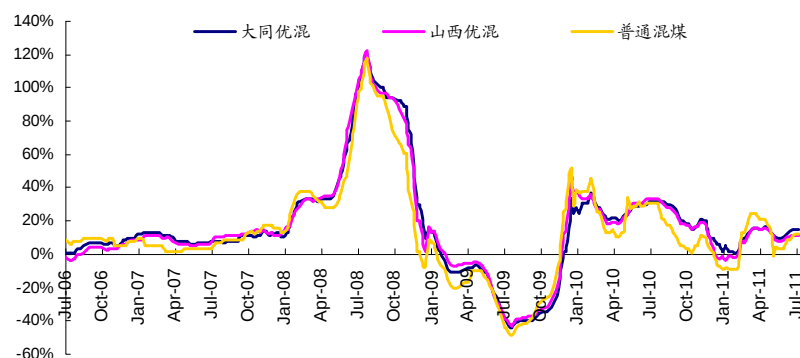
7月，秦皇岛煤价小幅回调

7月20日，秦皇岛大同优混6000大卡平仓价较6月微跌20元/吨，至885元/吨，月环比下降2%。



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

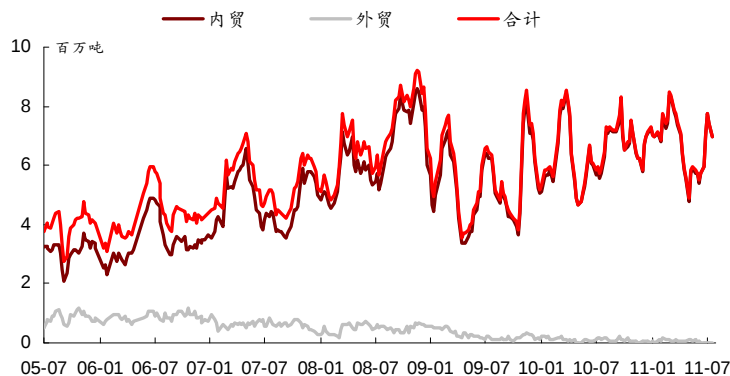


资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

7月，煤炭库存上升

7月，内贸库存较上月提升，秦皇岛库存较上月中旬的595万吨，提升17%，至2011年7月20日秦皇岛库存水平约695万吨。

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

7 月：部分地区点火价差又趋恶化

7 月，点火价差又趋恶化

7 月，随着用电旺季的到来，各地区动力煤价格出现了上涨。部分点火价差又趋恶化，较明显的地区包括辽宁、河北、山东、河南、宁夏等地区。

图表 21：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	2Q11	7M11
东北	辽宁	174	150	137	162	170	183	189	171	146	144	140	127	108	103	29
	吉林	156	134	90	122	126	138	144	131	121	118	118	107	87	84	50
	黑龙江	145	128	62	103	104	114	119	107	98	95	99	89	67	67	81
华北	内蒙	125	113	44	79	102	110	112	112	110	108	105	99	93	93	83
	山西	85	41	13	60	46	75	86	75	58	64	65	62	43	34	57
	北京	140	107	77	116	138	143	146	139	132	128	127	121	105	105	89
	天津	131	46	(10)	55	111	123	118	90	67	75	71	73	54	45	39
	河北	89	67	26	93	122	129	135	130	124	137	138	120	126	126	95
	山东	74	24	(12)	24	44	100	98	83	64	65	65	55	7	7	(24)
华东	上海	123	73	33	120	175	172	168	143	101	114	118	103	97	85	75
	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	58
	安徽	105	70	7	38	60	109	130	117	65	45	58	50	32	32	73
	福建	117	106	49	93	135	141	144	117	82	85	81	69	45	45	23
华中	江西	100	37	(83)	(1)	29	48	65	76	64	57	52	7	2	(31)	(21)
	河南	126	88	54	58	99	125	128	131	112	95	82	74	71	71	30
	湖北	162	118	99	151	143	139	141	153	120	112	91	50	11	11	104
	湖南	178	135	104	164	156	152	153	165	129	121	100	58	19	19	117
	重庆	97	73	53	75	90	104	118	121	123	116	122	110	99	95	105
	四川	90	62	33	56	73	88	103	114	131	124	130	119	107	103	107
西北	陕西	121	90	35	87	86	90	99	104	99	97	101	79	66	66	87
	甘肃	116	94	51	55	61	61	96	95	82	82	95	90	86	86	88
	青海	111	88	40	42	49	49	87	91	85	85	98	93	89	89	93
	宁夏	119	56	(33)	26	27	26	51	60	58	55	52	40	34	34	(13)
	新疆	133	124	112	124	146	151	150	135	131	127	126	126	125	128	107
南方	广东	149	112	88	107	145	156	152	98	42	58	49	29	4	4	46
	广西	54	13	(28)	31	28	43	71	94	76	70	48	15	(14)	(65)	(61)
	海南	109	60	35	54	92	102	98	54	31	35	18	19	5	(21)	18
	贵州	100	57	10	46	65	76	83	112	108	97	87	79	79	79	73
	云南	80	31	(31)	17	18	48	53	70	73	72	70	48	30	30	76

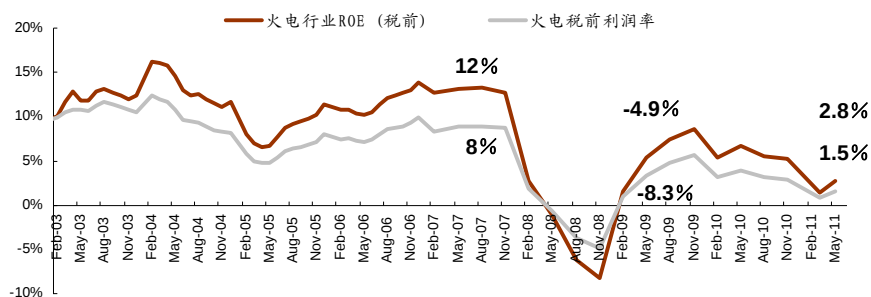
* 点火价差按照市场煤计算
 * 08年7月份点火价差考虑第一次电价上调
 * 08年8月份点火价差考虑第二次电价上调
 * 09年11月份点火价差考虑电价结构性调整
 * 11年6月份点火价差考虑电价结构性调整

资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

三季度火力发电商业绩环比有望提升

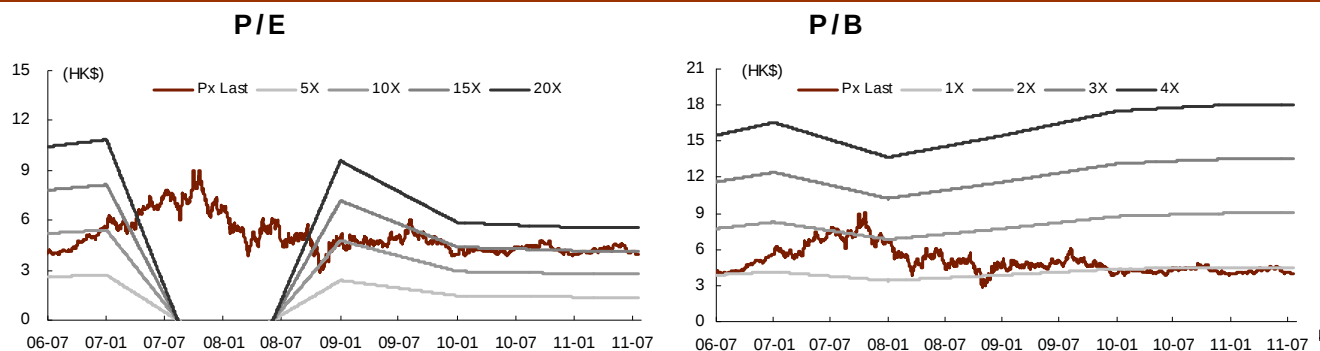
2011 年 1-5 月，火电行业税前利润率为 1.5%，较 1-3 月的 0.8% 上升了 0.7 个百分点。2011 年 3 季度，尽管煤价仍维持高位，电量环比提升，火电行业盈利水平仍有一定提升。

图表 22：火电行业盈利能力变化



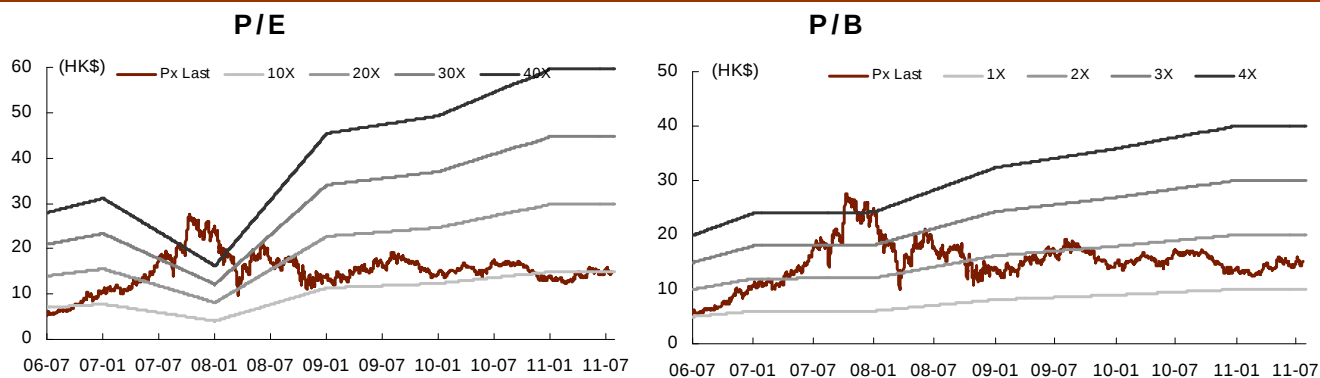
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 23：华能国际 H 股历史 P/E 和 P/B



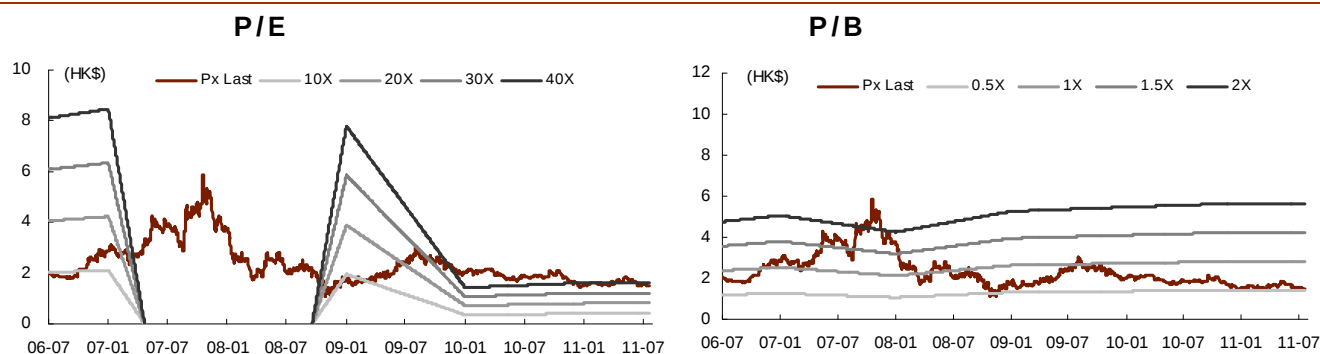
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 24：华润电力 H 股历史 P/E 和 P/B



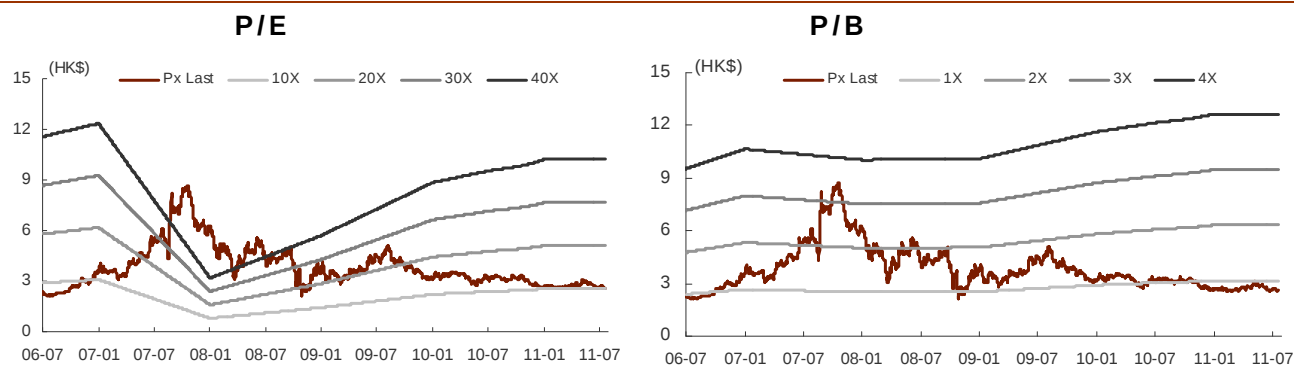
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 25：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 26: 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。

请添加利益冲突声明：截至报告发布日前十二个月，中金公司为国电电力、华能国际、华电国际、大唐发电、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