



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9月23日

电力

研究部

陈俊华

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030014

chenjunhua@cicc.com.cn

9 月月报

火电：调价需求仍迫切，水电：旺季不旺

数据点评：

8 月完成发电量 4260 亿 kwh，同比增长 9.1%，略低于我们之前的预期（10%）。来水情形恶化，当月水电电量同比回落达 20%，市场份额由火电弥补：当月火电发电量 3458 亿 kwh，同比增长 17%，环比提升 1.9%。

发电端：火电运营商再次处于盈亏边缘，面临现金流困境。（1）火电电量增加推升电煤价格上涨。截至 7 月末，火电行业税前利润率降至 1.6%。目前，已有超过 15 个省份点火价差比 2 季度差，10 个省份点火价差比 08 年 3 季度更差，4 个省份点火价差水平降至负数。（2）四季度，北方火电运营压力增大。10 月份，北方陆续进入供暖季，供暖用煤占整体动力煤需求 10% 左右；若电煤价格进一步上涨，当地火电企业会面临现金流困境。

用电端：有色金属冶炼行业用电强劲反弹，谨慎看好其持续性；建材行业用电增速仍有下行风险。（1）9 月，有色金属冶炼行业用电同比增速达 16.7%，年内首次超过 10%，并高于同期全社会平均用电增速。我们预计未来该行业用电增速仍将持续快于全国平均水平，维持在 10% 以上。（2）其他主要用电行业：建材行业用电量增速连续 4 个月呈回落态势：8 月降至 14.6%，符合预期，我们认为其用电增速仍有下行风险。

预计 9 月发电量同比增长 10% 左右，环比回落 8%-10%。值得一提的是：2010 年从 9 月开始的节能减排引发工业用电突降，导致去年 9-12 月基数偏低。（1）发电端：来水高峰已过，预计水电电量增长仍呈低迷态势；三季度水电上市公司业绩环比将有所改善，但改善幅度不容乐观。火电再次面临量增利减的困局，调升上网电价需求再次突现。（2）用电端：预计化工、黑金属行业用电增速维持高位，有色金属持续用电增速 10% 以上，非金属制造行业用电增速仍有下行风险。第三产业用电增速有望反弹。（3）维持全年用电量增长 11%-12% 的预测。

投资建议：

建议选取业绩确定性高，且有增长预期的公司。**审慎推荐：内蒙华电（600863.SH）和广东地区的火力发电商。**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）**。

——发电板块：（1）四季度，多家电力上市公司资产整合进入实施阶段，自身负债率低、注入资产业绩稳定性强的公司有望获得市场关注。（2）火电运营商再次面临行业性亏损风险，提升上网电价调价需求再次突出，引发相关交易型机会，但煤电矛盾的深层次问题短期难以缓解。四季度，北方进入供暖季，电煤需求增加推升电煤价格上涨，我们预计这类地区的发电商面临亏损加大、甚至现金流紧张风险，这类企业获得行政干预的可能性高。

——节能环保板块：（1）四季度进入订单结算高峰，比较细分领域（节能、环保），我们更加看好节能改造市场的发展，从事相关领域公司的业绩确定性强。（2）中长期来看，我们关注环保部公布的十二五期间四项约束性减排指标（二氧化硫、氮氧化物、化学需氧量、氨氮）的落实；在相关领域污染治理处于龙头的企业有望受益，我们认为股价催化剂在于各省份、行业具体减排指标的明确。

风险：

四季度电量增速低于预期。

图表 1：可比公司估值表

		投资建议	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)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
A 股电力公司	(Rmb)					(Rmb)								
国电电力	2.39	审慎推荐	15,395	13,954	36.8	0.16	0.19	0.21	15.3	12.6	11.5	1.5	1.4	1.3
华能国际	4.39	审慎推荐	14,055	9,000	61.7	0.25	0.19	0.19	17.4	22.6	22.7	1.2	1.2	1.1
长江电力	6.30	审慎推荐	16,500	7,364	104.0	0.50	0.53	0.61	12.6	11.8	10.3	1.6	1.5	1.4
内蒙华电	7.79	审慎推荐	1,981	573	15.7	0.33	0.39	0.43	23.6	19.9	18.0	3.8	3.2	1.8
深圳能源	6.44	审慎推荐	2,643	2,643	17.0	0.64	0.54	0.58	10.1	12.0	11.1	1.0	1.1	1.1
申能股份	4.35	审慎推荐	4,729	4,729	20.6	0.29	0.29	0.33	15.0	15.0	13.4	1.2	1.1	1.0
建投能源	4.25	中性	914	914	3.9	0.01	0.01	0.09	372.6	319.3	45.2	1.3	1.2	1.1
广州控股	6.36	审慎推荐	2,059	2,059	13.1	0.36	0.32	0.38	17.5	19.6	16.8	1.4	1.4	1.3
上海电力	4.64	审慎推荐	2,140	2,140	9.9	0.09	0.26	0.38	51.6	18.1	12.3	1.7	1.6	1.5
桂冠电力	4.79	中性	2,280	1,128	10.9	0.29	0.31	0.32	16.5	15.6	14.9	3.6	3.0	2.6
华电国际	2.81	审慎推荐	6,771	5,190	19.0	0.03	0.02	0.04	106.4	126.5	65.4	1.2	1.2	1.2
大唐发电	4.51	中性	13,310	8,994	60.0	0.20	0.13	0.16	22.4	33.5	27.7	1.8	1.9	1.8
川投能源	11.98	审慎推荐	933	547	11.2	0.36	0.51	0.58	32.8	23.5	20.5	2.0	1.9	1.8
凯迪电力	12.37	审慎推荐	943	941	11.7	0.32	0.75	0.44	38.1	16.5	28.3	5.8	4.4	4.0
平均值									49.6	43.8	22.2	2.0	1.8	1.6
中间值									20.0	18.6	17.4	1.5	1.4	1.3
区域性电网类公司														
文山电力	8.48	审慎推荐	479	337	4.1	0.27	0.33	0.37	30.9	25.4	23.2	4.0	3.6	3.2
桂东电力*	15.84		276	235	4.4	0.49	0.58	0.67	32.0	27.4	23.7	3.8	3.5	3.2
平均值									31.5	26.4	23.5	3.9	3.5	3.2
中间值									31.5	26.4	23.5	3.9	3.5	3.2
热电联产公司														
富春环保	16.47	审慎推荐	428	108	7.0	0.32	0.47	0.60	51.0	35.4	27.5	3.9	3.6	3.2
京能热电	7.07	中性	787	688	5.6	0.41	0.25	0.28	17.3	28.5	24.8	1.6	2.0	1.9
金山股份*	7.84		341	341	2.7	0.29	0.32	0.50	26.7	24.9	15.7	2.4	2.2	2.0
宝新能源*	4.13		1,727	1,696	7.1	0.17	0.22	0.28	24.6	18.8	14.8	2.3	2.0	1.8
平均值									29.9	26.9	20.7	2.6	2.4	2.2
中间值									25.6	26.7	20.3	2.3	2.1	1.9
市政和节能环保														
龙源技术	53.00	审慎推荐	158	40	8.4	0.66	1.22	1.69	79.9	43.3	31.4	5.6	5.0	4.4
燃控科技	26.63	中性	108	28	2.9	0.57	0.78	1.05	46.3	34.3	25.3	2.6	2.1	2.0
先河环保	15.47	中性	156	39	2.4	0.30	0.45	0.53	51.7	34.4	29.2	2.9	2.7	2.5
中电环保	19.30	审慎推荐	100	25	1.9	0.85	0.65	0.83	22.8	29.8	23.4	9.1	2.4	2.2
九龙电力	13.50	中性	512	232	6.9	0.05	0.04	0.14	263.5	354.1	94.1	7.4	2.7	2.6
易世达	24.40	审慎推荐	118	30	2.9	0.56	0.68	0.89	43.5	35.9	27.4	2.8	2.6	2.5
平均值									84.6	88.6	38.5	5.1	2.9	2.7
中间值									49.0	35.1	28.3	4.3	2.7	2.5
H/B 股														
	(HK\$)				(HK\$ bn)			(HK\$)						
华能国际	3.13		14,055	3,555	76.4	0.30	0.23	0.23	10.6	13.7	13.8	0.9	0.8	0.8
华润电力	11.14		4,737	4,737	52.8	1.05	1.19	1.29	10.6	9.4	8.6	1.7	1.5	1.5
华电国际	1.15		6,771	1,431	7.8	0.04	0.04	0.07	32.2	28.4	15.4	0.5	0.5	0.5
龙源电力	5.91		7,464	2,711	44.1	0.28	0.36	0.43	20.8	16.4	13.8	1.8	1.7	1.5
大唐发电	1.96		13,310	3,316	26.1	0.23	0.25	0.29	8.4	7.8	6.8	0.9	0.8	0.8
中国风电*	0.34		7,401	7,401	2.5	0.09	0.13	0.15	3.7	2.7	2.2	0.9	0.7	0.6
中国电力*	1.52		5,107	5,107	7.8	0.16	0.20	0.26	9.7	7.7	5.9	0.7	0.6	0.6
中电控股*	74.10		2,406	2,406	178.3	4.26	4.52	4.71	17.4	16.4	15.7	2.1	1.9	1.9
电能实业*	61.50		2,134	2,134	131.3	4.13	4.23	4.29	14.9	14.5	14.3	2.3	2.1	2.0
平均值									13.7	12.5	10.2	1.2	1.1	1.1
中间值									10.6	11.5	11.2	0.9	0.8	0.8

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

注：粤电力 A 及国投电力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

图表3：上市公司增发股票情况

当前股价 (元/股)	名称	扩股类型	是否向 二级市场 融资	当前进 展	重要时点	涉及资金	发行概况	用途	股本摊薄 比例	发行后总 股本(百万 股)
25	金马集团 000602	定向增发 - 仅向母公司	否	获国资委 批复	董事会决议：10年4月9日 股东大会：10年6月29日 获得核准：11年1月14日 路演发行(E)：3Q11	50亿元	非公开发行3.55亿股， 不低于14.22元/股	置换入河曲电煤、河曲电厂、王曲电 厂	235%	506
4.25	建投能源 000600	向母公司 定增	否	董事会 公告	董事会决议：10年8月30日 股东大会：11年3月14日 获得核准(E)：3Q11 路演发行(E)：3Q11	20亿元	扩股4.24亿股 单价4.78元/股	购买宣化热电100%股权、电力 燃料58%股权、秦皇岛秦热发电 40%股权、沧东发电40%股权、 三河发电15%股权	46%	1,338
13.5	九龙电力 600292	定向增发 - 向控股股东 中电投集团	否	完成	董事会决议：10年9月20日 股东大会：11年1月13日 获得核准：11年6月24日 发行完成：11年7月27日	16亿元	1.77亿股 单价9.17元/股	收购燃煤发电机组配套的脱硫装 置及相关资产	53%	512
7.79	内蒙华电 600863	定向增发 - 特定10家机 构	是	董事会 公告	董事会决议：11年7月19日 股东大会：11年8月3日 获得核准(E)：3Q11 路演发行(E)：3Q11	46亿元	不超过6亿股 单价7.76元/股	收购魏家峁煤矿88%的股权，鄂 尔多斯电厂项目，上都电厂三期 扩建项目	30%	2,581
2.39	国电电力 600795	公开发行	是	完成	董事会决议：11年4月11日 股东大会：11年5月6日 获得核准：2011年8月4日 路演发行：11年8月17日	55亿元	可转债55亿元，票面 利率为第一年0.5%、 第二年0.5%、第三年 1.0%、第四年2.0%、 第五年2.0%、第六年 2.0%。	水电：302万kw； 风电：54万kw		
2.81	华电国际 600027	定向增发 - 向母公司等 特定10家机构	是	董事会 公告	董事会决议：11年5月23日 股东大会(E)：11年7月26日 获得核准(E)：4Q11 路演发行(E)：4Q11	21亿元	非公开发行6亿股， 不低于3.69元/股	莱州一期火电项目， 莱州码头项目， 对峰源公司增资， 补充流动资金	9%	7,371
11.98	川投能源 600674	公开增发 - 母公司参与	是	董事会 公告	董事会决议：11年6月28日 股东大会(E)：11年7月23日 获得核准(E)：4Q11 路演发行(E)：4Q11	22亿元	不超过1.63亿股 不低于13.5元/股	二滩水电(48%股权)官地、桐子 林水电站项目建设	17%	1,096
6.36	广州控股 600098	定向增发 - 母公司参与	是	董事会 公告	董事会决议：11年7月5日 股东大会(E)：3Q11 获得核准(E)：4Q11 路演发行(E)：4Q11	不超过45亿 元	不超过7亿股 发行底价6.52元/股	1) 珠江LNG一期 2) 亚运成燃气配套工程 3) 广州天然气利用工程三期 4) 珠江电厂煤场改造 5) 建造2艘8.2万载重吨散货船 6) 补充流动资金	34%	2,759
4.64	上海电力 600021	定向增发 - 向母公司等 特定10家机构	是	公布预 案		不超过95.3 亿元	不超过18.3亿股 不低于5.21元/股	约90亿元用于收购中电投参股的 核电资产股权；5亿元用于补充 流动资金	86%	3970
停牌	漳泽电力 000767	重大资产重组		股票停 牌						
6.93	湖北能源 000883	定向增发-特定 10家机构	是	公布预 案	董事会决议：11年7月26日 股东大会：11年8月12日 获得核准(E)：4Q11 路演发行(E)：4Q11	不超过32.5 亿	不超过4.43亿股， 不低于7.33元/股	1)湖北利川齐岳山风电场一期、 二期；2)孝昌-潜江天然气输气管 道；3)荆州-公安-石首输气管道 4) 武汉-赤壁天然气输气管道；5)黄 陂-麻城天然气输气管道；6)补充 营运资金	21%	2511
7.84	金山股份 600396	定向增发-向母 公司等不超过 10家机构	是	公布预 案	董事会决议：11年8月1日 股东大会：11年8月17日 获得核准(E)：4Q11 路演发行(E)：4Q11	不超过12亿	不超过1.5亿股， 不低于8.20元/股	1) 丹东金山2×30万千瓦热电联 产项目 2) 收购白音华金山30%的股权 3) 偿还金融机构贷款	44%	491

资料来源：中金公司研究部

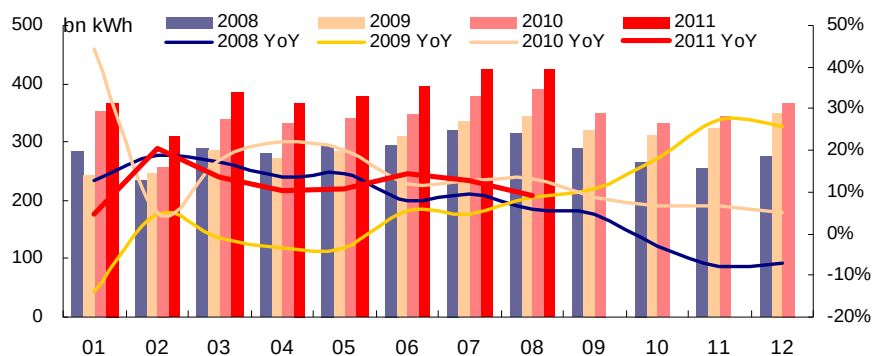
注：粤电力A及国投电力仍在我们的研究覆盖范围内，但基于法律或公司政策原因，目前暂不在此证券进行评论

8 月份: 发电量同比增长 9.1%, 略低于预期

8 月完成发电量 4260 亿 kwh, 同比增长 9.1%。略低于我们的预期。

预计 9 月电量同比增长 10%。

图表 3: 月度发电量及同比增速

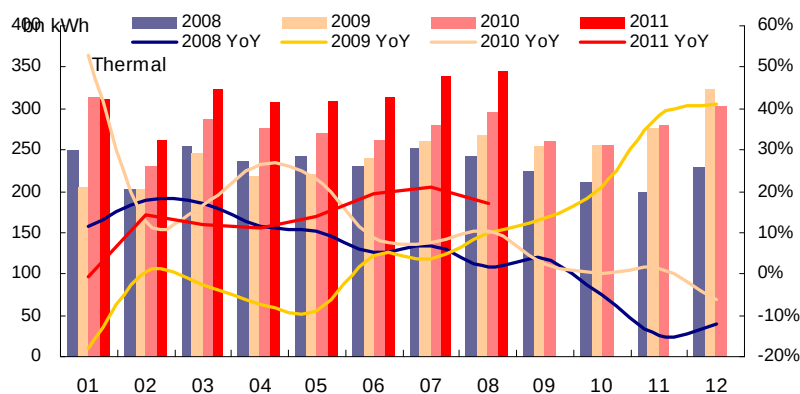


资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

火电电量同比增长 17.2%

8 月份, 火电发电量为 3458 亿 kwh, 同比增长 17.2%, 环比增加 1.9%。火电电量增加主要源自水电乏力。

图表 4: 月度火电发电量及同比增速

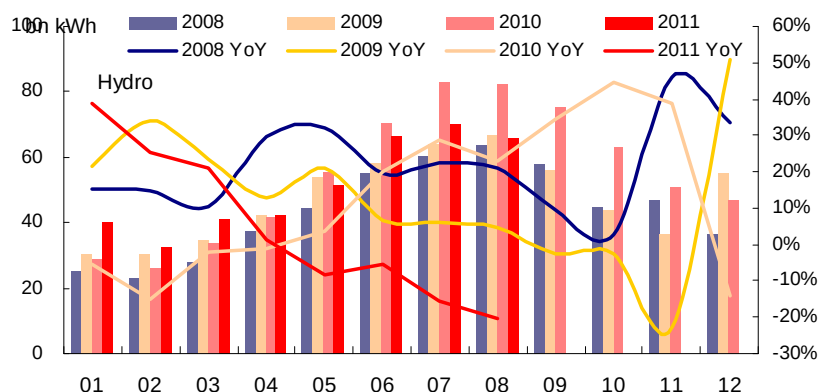


资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

水电电量同比减少 20.2%

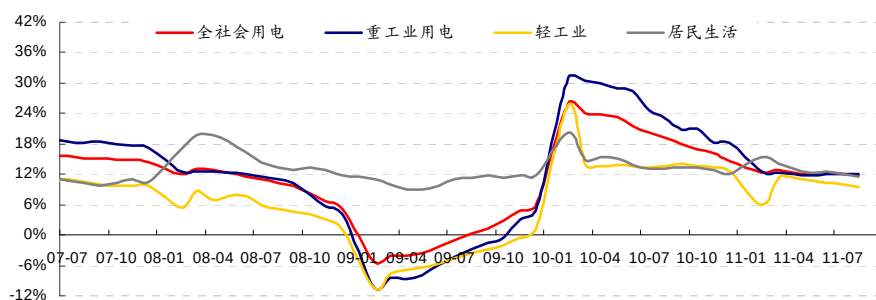
8 月, 当月水电发电量仅 656 亿 kwh, 环比减少 6.1%。同比减少 20.2%, 同比降幅创造今年以来新低。

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

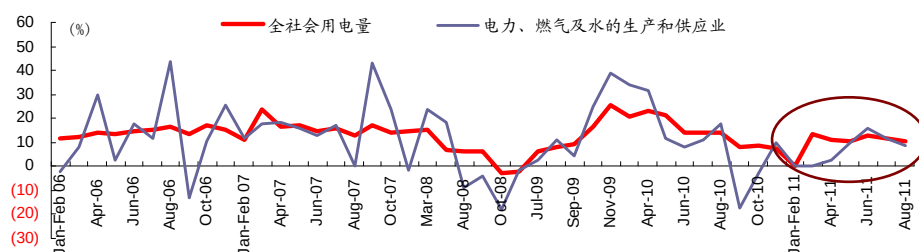
图表 6：全国用电量累计同比增速



工业用电：月度同比增速与全国用电量增速保持一致：同比增长 11.7%

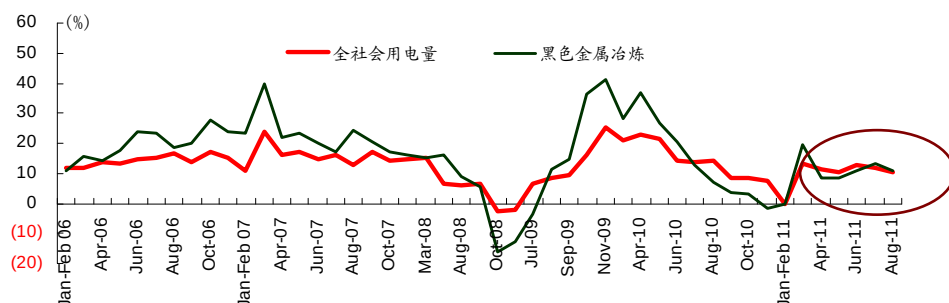
资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

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

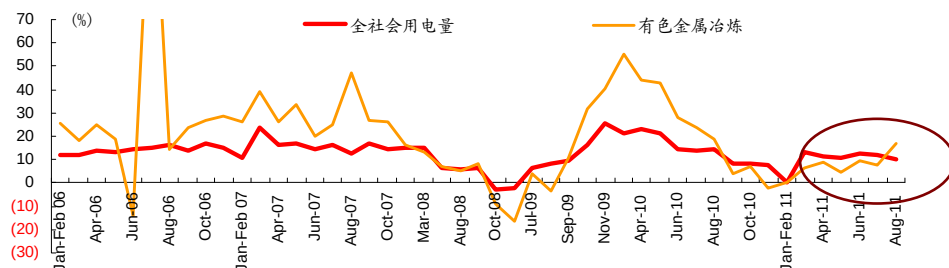
图表 8：黑金属冶炼行业用电同比增速（月度）——多数高于全国平均



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

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，8 月份该行业用电量同比增长 11.1%。——增幅低于上月。

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

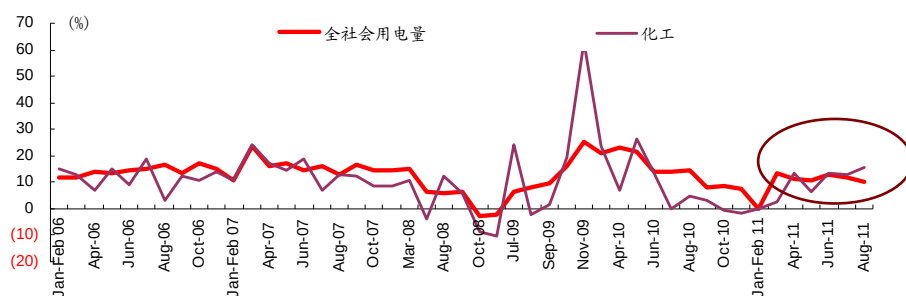


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

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，8 月份该行业用电量同比增长 16.7%，用电增速上升。——用电反弹幅度超出我们的乐观预期。

化工制品行业用电量占我国总用电量的 7%-8%，8 月份该行业用电量同比增长 15.7%，**增速上升**。——符合预期。

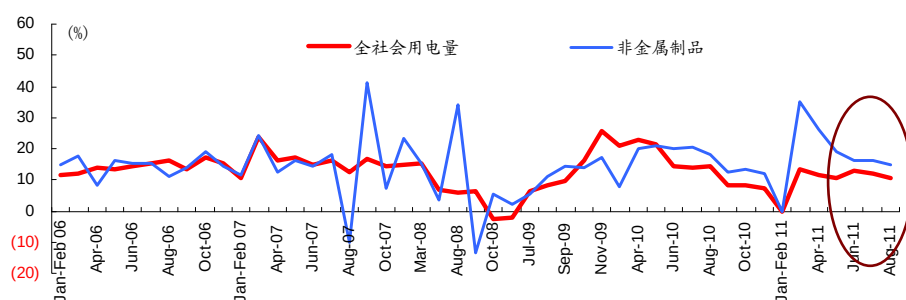
图表 10：化工制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



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%，8 月份该行业用电量同比增长 14.6%，**增速微降**。——符合预期。

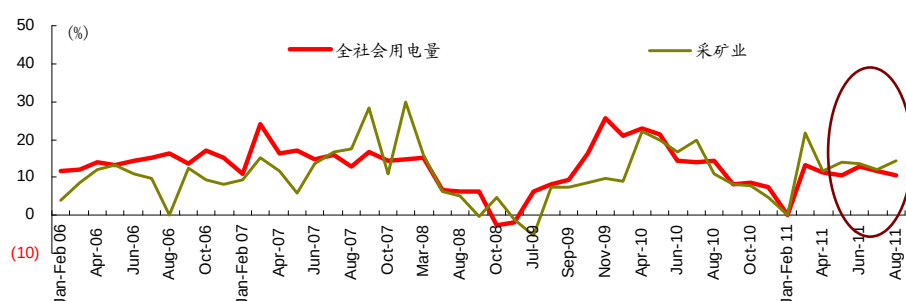
图表 11：非金属制品行业用电同比增速（月度）——围绕全国平均增速波动



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%，8 月份该行业用电量同比增长 14.4%，**增速上升**。——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

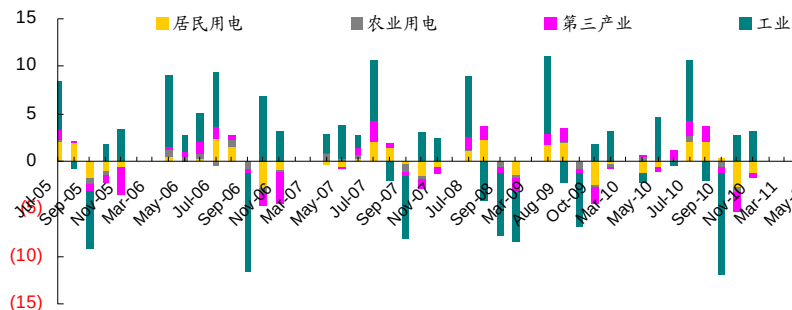


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

8月份，全国用电量环比上升0.4个百分点，各行业用电量涨跌不同。其中：居民和第三产业用电分别带动全国用电量环比增加1.9和1.1个百分点。但工业用电贡献全国用电量环比下降2.5个百分点。

7月全国用电量环比上升9.7%

图表 13：月度电量环比增速及结构

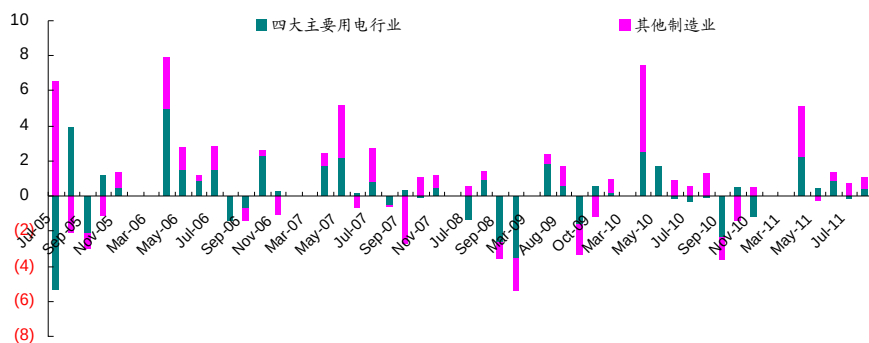


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

工业用电量贡献全社会用电量环比下降2.5个百分点

其中，制造业用电带动用电量环比提升1.1个百分点。但电力行业本身用电量环比下降3.6个百分点。

图表 14：工业用电量环比增速及结构

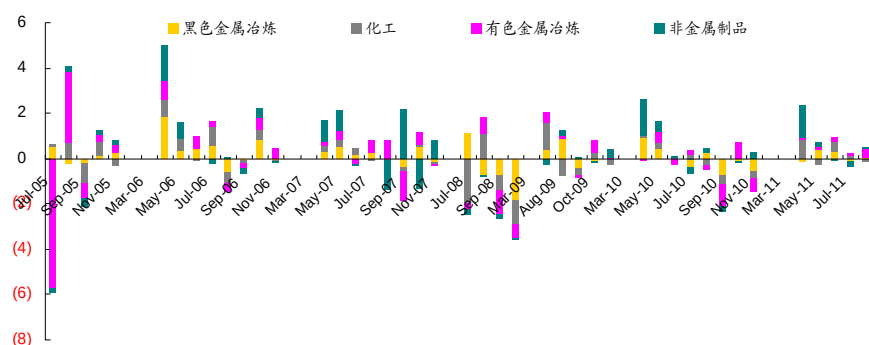


资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

制造业用电量环比提升1.1个百分点

8月份，制造业用电量环比提升，四大主要用电行业和其他制造业分别提升了0.4个和0.7个百分点。四大主要用电行业中，非金属、黑色和有色金属制品行业用电增速环比上升，化工行业用电环比略有下降。

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

西北、华东地区电力需求仍好于全国。

1-8月，西北、华中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、南方大部分地区用电需求增速也好于全国平均水平。

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

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]

1-8 月：火电利用小时同比上升 4%

1-8 月，火电累计利用小时为 3557 小时，同比增长 4%：

华东、华中、西北的大部分省份以及南方的广东、海南，华北的天津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

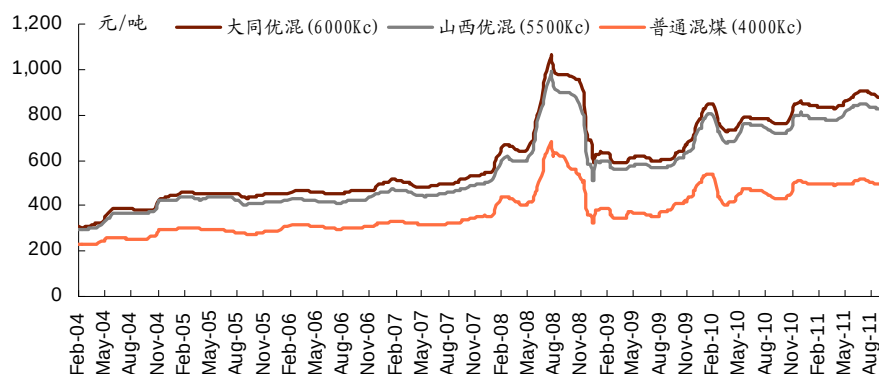
	1-8M11	1-8M10	1-8M10	1-9M10	1-10M10	1-11M10	1-12M10	1-2M11	1-3M11	1-4M11	1-5M11	1-6M11	1-7M11	1-8M11
全国	3557	3419	10%	8%	7%	5%	4%	0%	1%	1%	2%	2%	4%	4%
东北														
辽宁	3239	3361	-5%	-6%	-6%	-7%	-9%	-9%	-9%	-9%	-7%	-7%	-6%	-4%
吉林	2704	3083	-6%	-7%	-7%	-9%	-11%	-18%	-17%	-16%	-16%	-16%	-14%	-12%
黑龙江	2936	2860	3%	3%	3%	3%	5%	0%	-1%	0%	2%	0%	1%	3%
华北														
内蒙	3386	3316	12%	10%	9%	1%	0%	-6%	-5%	-2%	-1%	0%	1%	2%
山西	3523	3490	6%	5%	5%	4%	4%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	1%	1%
北京	3278	3511	13%	7%	4%	3%	3%	-2%	-7%	-8%	-12%	-10%	-8%	-7%
天津	3683	3454	3%	5%	5%	3%	3%	12%	10%	3%	6%	6%	6%	7%
河北	3892	3760	6%	5%	4%	3%	3%	9%	8%	6%	4%	4%	3%	4%
山东	3347	3513	7%	6%	6%	4%	3%	1%	-1%	-2%	-3%	-4%	-4%	-5%
华东														
上海	3405	3362	13%	12%	9%	7%	7%	1%	4%	2%	4%	3%	3%	1%
江苏	3887	3816	7%	5%	5%	3%	5%	4%	3%	3%	3%	2%	3%	2%
浙江	3849	3412	9%	9%	8%	8%	6%	13%	15%	15%	17%	15%	15%	13%
安徽	3814	3504	8%	8%	7%	6%	7%	20%	18%	18%	14%	10%	12%	9%
福建	3595	2551	-17%	-16%	-16%	-16%	-14%	7%	22%	33%	36%	48%	45%	41%
华中														
江西	3236	2783	-1%	-2%	-2%	-3%	0%	17%	16%	20%	21%	21%	20%	16%
河南	3689	3557	23%	19%	17%	14%	9%	-4%	-4%	-3%	-2%	2%	3%	4%
湖北	3502	2925	10%	4%	3%	3%	9%	-4%	-1%	5%	11%	15%	21%	20%
湖南	3398	2895	19%	12%	9%	9%	9%	-6%	-5%	4%	12%	17%	21%	17%
重庆	3907	3241	14%	13%	14%	14%	14%	5%	7%	12%	16%	18%	22%	21%
四川	3241	3201	20%	19%	19%	14%	14%	5%	4%	1%	4%	1%	3%	1%
西北														
陕西	3412	3083	11%	11%	12%	14%	5%	1%	4%	3%	2%	6%	9%	11%
甘肃	3384	3064	7%	7%	6%	6%	7%	-17%	-10%	-2%	3%	7%	7%	10%
青海	3699	3635	21%	14%	10%	8%	-12%	-1%	-4%	-5%	-3%	-1%	-1%	2%
宁夏	4221	4385	35%	31%	27%	23%	6%	4%	-3%	-6%	-3%	-5%	-4%	-4%
新疆	3818	3668	6%	4%	4%	6%	19%	4%	5%	13%	13%	9%	10%	4%
南方														
广东	3674	3489	19%	15%	13%	10%	4%	0%	-3%	-4%	-4%	2%	5%	5%
广西	3722	3787	115%	86%	60%	43%	38%	-9%	-12%	-14%	-13%	-9%	-5%	-2%
海南	3686	3257	17%	18%	16%	14%	14%	25%	36%	23%	26%	24%	20%	13%
贵州	3405	3827	12%	7%	1%	0%	-1%	-20%	-17%	-19%	-20%	-19%	-14%	-11%
云南	3319	3488	5%	2%	-6%	-10%	-10%	-14%	-11%	-9%	-10%	-10%	-9%	-5%

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]

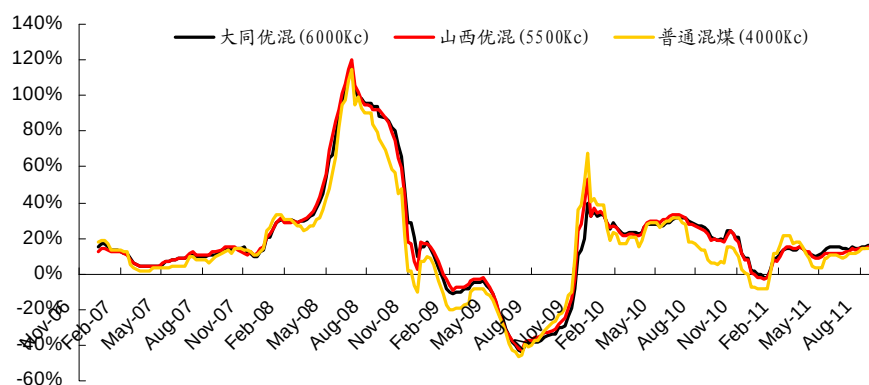
电煤：煤价小幅下滑 库存回升

图表 18：秦皇岛电煤价格走势



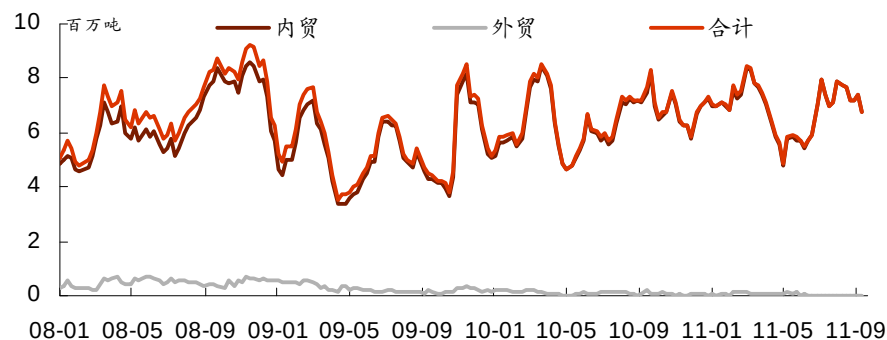
资料来源：中国煤炭资源网， 中金公司研究部

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

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

9月，秦皇岛煤价小幅回调

9月12日，秦皇岛大同优混6000大卡平仓价较8月小幅回调，为880元/吨。

9月，煤炭库存有所下降

9月，内贸库存较上月下降，秦皇岛库存较上月中旬的767万吨，下降12%，至2011年9月11日秦皇岛库存水平约675万吨。

9月：地区点火价差趋于两极分化

9月，点火价差趋于两级分化

9月，随着上半年的2次上调电价带来的效益体现，以及动力煤价格的季节性上涨，地区点火价差区域间差异继续加大：

——点火价差改善的地区则有上海、河南、重庆、四川等地区。

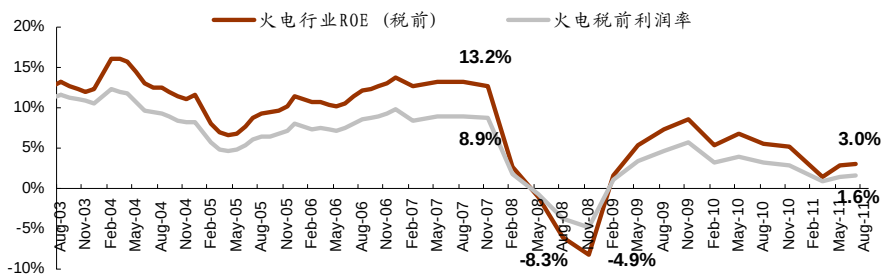
——点火价差恶化的地区包括辽宁、黑龙江、山东、山西、宁夏等地区。

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	9M11
东北	辽宁	174	150	137	162	170	183	189	171	146	144	140	127	108	103	18
	吉林	156	134	90	122	126	138	144	131	121	118	118	107	87	84	43
	黑龙江	145	128	62	103	104	114	119	107	98	95	99	89	67	67	77
	内蒙	125	113	44	79	102	110	112	112	110	108	105	99	93	93	83
华北	山西	85	41	13	60	46	75	86	75	58	64	65	62	43	34	54
	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	(34)
华东	上海	123	73	33	120	175	172	168	143	101	114	118	103	97	85	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	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	47
	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	119
	四川	90	62	33	56	73	88	103	114	131	124	130	119	107	103	120
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	(5)
	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	50
	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)	19
	贵州	100	57	10	46	65	76	76	83	112	108	97	87	79	79	73
	云南	80	31	(31)	17	18	48	53	70	73	72	70	48	30	30	76

资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

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

三季度火力发电商业绩环比有望提升

2011年1-7月，火电行业税前利润率为1.6%，较1-5月的1.5%上升了0.1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。

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。

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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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