



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 11 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

火电提价迫切性再次增强

事件：

自上周以来，投资者对火电股关注度提升，火电龙头类上市公司股价普遍上涨达 10%，好于同期市场涨幅（5%）。

评论：

我们认为：1）火电类股票集体上扬，与电价调整预期增强有关；预计年内上调部分地区上网电价可能性大。2）可能的电价调整以一次性行政调整方式为主，以减少亏损、保障电力运营为核心要义的措施。电价定价机制变化是一个长期任务。3）提价对火电商四季度业绩影响有限。展望 2012 年，火电盈利能力改善幅度不仅取决于电价水平，还需关注年底电煤合同谈判结果。

- ▶ **基本面恶化，提升火电上网电价迫切性再次增强。**1）当前火电企业运营压力、现金流与 08 年最恶劣时期相当，甚至有地方更恶化——截至 10 月末，火电行业再次面临亏损风险；比较现金流：已有 14 个省份点火价差较二季度缩窄，9 个省份点火价差小于 08 年三季度水平，3 个省份点火价差甚至为负。2）11、12 月双重动因推动动力煤价格季节性上涨，火电运营压力将加剧。首先，四季度火电电量环比提升，电煤需求增加；此外，北方全面进入供暖季，保守测算供暖增加用煤动力煤需求约 10%。
- ▶ **多重行政措施保障电力安全供应的可能性大，电价机制改革是一个长期任务。**1）保障电力安全供应是第一要务。2）除了电价调整措施外，有效确保电煤质量、价格、运输也是保障火电稳定运营的重要措施。3）电价机制的变革是一个长期、复杂的过程，需要时间。
- ▶ **谨慎看待可能的电价提升对火电企业的短期业绩影响。**1）四季度已经过了一段时期，火电企业还需面临电煤价格季节性攀升压力；2）1 分/kwh 上网电价提升可以覆盖约 25 元/吨原煤价格上涨的成本压力，以平均水平测算，要恢复至 2010 年末点火价差、盈利水平（行业平均税前 ROE4%），仍有超过 2 分/kwh 上网电价提升需求，或 5%同比增幅，一次性调整到位有难度。3）值得一提的是：我们对四季度电量增速持谨慎乐观态度。考虑去年基数偏低因素，预计电量同比增速好于三季度，维持全年 12%电量增长。
- ▶ **展望 2012 年，火电盈利幅度仍待观察。**1）密切关注四季度电煤合同谈判进展。年末即将开始电煤合同谈判，短期内，若上网电价提升措施明确，有利于电煤供应商提价。中长期来看，若明年电煤供应（产量及运输环节）发生改善，电煤价格有望出现回落。2）若发生上网电价提升，火电盈利改善将在明年二季度集中体现——电量季节性回升、电煤价格季节性回落。

投资建议：

目前电力股股价低应 2012 年 PB1.7x，估值优势不明显。短期内，建议关注电价调整预期带来交易性机会——选取业绩弹性高的发电商：华电国际，华能国际；中长期，仍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。**

风险：

四季度电煤价格上涨超预期。

图表 1：可比公司估值表

	2011-11-8	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	2.64	审慎推荐	15,395	13,954	40.6	0.16	0.17	0.19	16.9	15.5	14.1	1.6	1.6	1.5
华能国际	5.00	审慎推荐	14,055	9,000	70.3	0.25	0.12	0.12	19.8	42.4	40.2	1.3	1.4	1.3
长江电力	6.72	审慎推荐	16,500	7,364	110.9	0.50	0.43	0.48	13.5	15.5	14.1	1.7	1.6	1.5
内蒙华电	8.83	审慎推荐	1,981	573	17.5	0.33	0.39	0.51	26.8	22.6	17.3	4.3	3.6	2.0
深圳能源	6.91	审慎推荐	2,643	2,643	18.3	0.64	0.45	0.49	10.8	15.4	14.2	1.1	1.2	1.2
中能股份	4.71	审慎推荐	4,729	4,729	22.3	0.44	0.27	0.33	10.8	17.1	14.3	1.3	1.2	1.1
建投能源	4.22	中性	914	914	3.9	0.01	0.01	0.09	370.0	317.0	44.9	1.3	1.2	1.1
国投电力	6.68	审慎推荐	1,995	1,055	13.3	0.25	0.17	0.20	27.0	39.3	33.4	1.4	1.4	1.3
广州控股	6.57	审慎推荐	2,059	2,059	13.5	0.36	0.24	0.30	18.1	27.8	22.0	1.5	1.4	1.4
上海电力	5.23	审慎推荐	2,140	2,140	11.2	0.09	0.09	0.24	58.2	56.0	21.8	1.9	1.9	1.3
桂冠电力	4.55	中性	2,280	1,128	10.4	0.29	0.11	0.19	15.6	41.5	24.5	3.4	3.3	3.1
华电国际	3.18	审慎推荐	6,771	5,190	21.5	0.03	0.02	0.04	120.4	143.2	74.0	1.4	1.3	1.3
大唐发电	4.89	中性	13,310	8,994	65.1	0.20	0.11	0.12	24.3	44.3	40.5	2.0	2.1	2.0
川投能源	12.66	审慎推荐	933	547	11.8	0.36	0.51	0.58	34.7	24.8	21.7	2.1	2.0	1.9
凯迪电力	13.40	审慎推荐	943	941	12.6	0.52	0.71	0.45	25.8	18.8	30.0	4.0	5.0	4.5
平均值									50.6	53.5	27.4	2.0	1.9	1.7
中间值									22.1	26.3	21.9	1.6	1.5	1.4
区域性电网类公司														
文山电力	8.66	审慎推荐	479	337	4.1	0.27	0.30	0.32	31.6	28.7	26.9	4.1	3.7	3.4
桂东电力*	14.57		276	235	4.0	0.49	0.58	0.67	29.5	25.2	21.8	3.5	3.2	3.0
平均值									30.5	26.9	24.4	3.8	3.5	3.2
中间值									30.5	26.9	24.4	3.8	3.5	3.2
热电联产公司														
富春环保	18.43	审慎推荐	428	262	7.9	0.65	0.47	0.60	28.5	39.6	30.8	4.4	4.0	3.6
京能热电	7.17	中性	787	688	5.6	0.41	0.37	0.40	17.5	19.4	18.0	1.7	1.9	1.8
金山股份*	7.99		341	341	2.7	0.29	0.32	0.50	27.2	25.4	16.0	2.4	2.3	2.0
宝新能源*	4.26		1,727	1,696	7.4	0.17	0.22	0.28	25.4	19.4	15.2	2.4	2.1	1.9
平均值									24.6	25.9	20.0	2.7	2.6	2.3
中间值									26.3	22.4	17.0	2.4	2.2	1.9
市政和节能环保														
龙源技术	56.47	推荐	158	40	8.9	1.19	1.13	1.56	47.3	50.1	36.2	6.0	5.4	4.8
燃控科技	28.68	中性	108	28	3.1	0.57	0.78	1.05	49.9	37.0	27.3	2.8	2.3	2.1
先河环保	19.55	中性	156	39	3.0	0.49	0.38	0.47	39.9	51.6	41.3	2.8	3.5	3.3
中电环保	26.76	审慎推荐	100	25	2.7	0.60	0.69	0.92	44.3	39.0	29.0	10.2	3.3	3.1
九龙电力	14.58	中性	512	232	7.5	0.08	0.06	0.38	186.0	257.8	38.7	5.3	2.9	2.7
易世达	21.61	审慎推荐	118	36	2.5	1.12	0.50	0.73	19.3	43.0	29.6	1.2	2.4	2.2
平均值									64.4	79.8	33.7	4.7	3.3	3.0
中间值									45.8	46.5	32.9	4.0	3.1	2.9
H/B 股														
	(HK\$)				(HK\$ bn)	(HK\$)								
华能国际	4.00		14,055	3,555	76.4	0.30	0.14	0.15	13.5	28.8	27.3	0.9	0.8	0.8
华润电力	14.90		4,737	4,737	70.6	1.05	1.19	1.29	14.2	12.5	11.6	1.7	1.5	1.5
华电国际	1.37		6,771	1,431	9.3	0.04	0.04	0.07	38.4	33.9	18.4	0.5	0.5	0.5
龙源电力	6.17		7,464	2,711	46.1	0.28	0.36	0.43	21.7	17.1	14.4	1.8	1.7	1.5
大唐发电	2.45		13,310	3,316	32.6	0.23	0.25	0.29	10.5	9.8	8.5	0.9	0.8	0.8
中国风电*	0.37		7,401	7,401	2.7	0.09	0.13	0.15	4.0	3.0	2.4	0.9	0.7	0.6
中国电力*	1.74		5,107	5,107	8.9	0.16	0.20	0.26	11.1	8.9	6.7	0.7	0.6	0.6
中电控股*	70.35		2,406	2,406	169.3	4.26	4.52	4.71	16.5	15.6	14.9	2.1	1.9	1.9
电能实业*	59.15		2,134	2,134	126.2	4.13	4.23	4.29	14.3	14.0	13.8	2.3	2.1	2.0
平均值									15.3	15.1	12.4	1.2	1.1	1.1
中间值									13.8	13.2	12.7	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%	18%	9%	7%	5%	5%	4%	2%
燃料成本敏感度(+1%)	-38%	-13%	-10%	-6%	-8%	-4%	-4%	-3%	-3%	-2%	0%
利用率敏感度(+1%)	31%	6%	8%	4%	11%	5%	1%	2%	3%	3%	2%

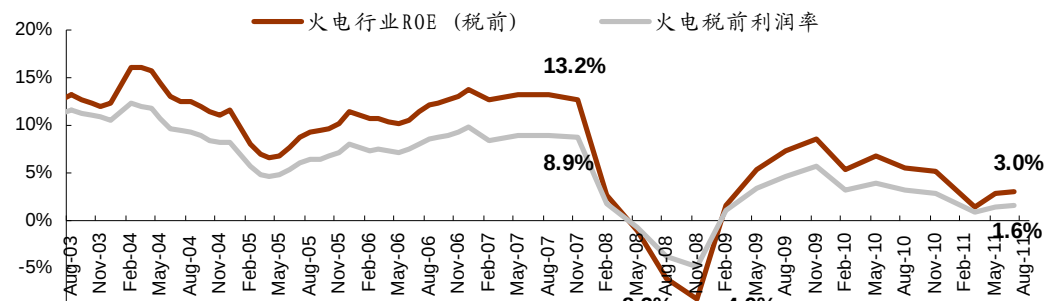
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：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	3Q11	11M11	是否比08 3季度更 恶化	是否比11 年 2季度更 恶化
东 北	辽宁	174	150	137	162	170	183	189	171	146	144	140	127	108	103	23	8	是	是
	吉林	156	134	90	122	126	138	144	131	121	118	118	107	87	84	47	36	是	是
	黑龙江	145	128	62	103	104	114	119	107	98	95	99	89	67	67	80	73		
华 北	内蒙	125	113	44	79	102	110	112	112	110	108	105	99	93	93	83	83		是
	山西	85	41	13	60	46	75	86	75	58	64	65	62	43	34	56	52		
	北京	140	107	77	116	138	143	146	139	132	128	127	121	105	105	89	81		是
	天津	131	46	(10)	55	111	123	118	90	67	75	71	73	54	45	39	46		
	河北	89	67	26	93	122	129	135	130	124	137	138	120	126	126	95	91		是
	山东	74	24	(12)	24	44	100	98	83	64	65	65	55	7	7	(27)	(44)	是	是
华 东	上海	123	73	33	120	175	172	168	143	101	114	118	103	97	85	77	68		是
	江苏	109	65	71	121	146	151	165	144	105	87	97	86	74	74	74	75		
	浙江	153	139	86	131	173	179	182	155	120	122	119	106	83	83	58	58	是	是
	安徽	105	70	7	38	60	109	130	117	65	45	58	50	32	32	73	73		
	福建	117	106	49	93	135	141	144	117	82	85	81	69	45	45	23	23	是	是
华 中	江西	100	37	(83)	(1)	29	48	65	76	64	57	52	7	2	(31)	(21)	(21)		
	河南	126	88	54	58	99	125	128	131	112	95	82	74	71	71	36	47	是	是
	湖北	162	118	99	151	143	139	141	153	120	112	91	50	11	11	104	118		
	湖南	178	135	104	164	156	152	153	165	129	121	100	58	19	19	117	117		
	重庆	97	73	53	75	90	104	118	121	123	116	122	110	99	95	110	96		
	四川	90	62	33	56	73	88	103	114	131	124	130	119	107	103	111	98		是
西 北	陕西	121	90	35	87	86	90	99	104	99	97	101	79	66	66	87	68		
	甘肃	116	94	51	55	61	61	96	95	82	82	95	90	86	86	88	88		
	青海	111	88	40	42	49	49	87	91	85	85	98	93	89	89	93	93		
	宁夏	119	56	(33)	26	27	26	51	60	58	55	52	40	34	34	(6)	4		是
	新疆	133	124	112	124	146	151	150	135	131	127	126	126	125	128	107	129		
南 方	广东	149	112	88	107	145	156	152	98	42	58	49	29	4	4	49	39	是	
	广西	54	13	(28)	31	28	43	71	94	76	70	48	15	(14)	(65)	(61)	(84)	是	是
	海南	109	60	35	54	92	102	98	54	31	35	18	19	5	(21)	19	3	是	
	贵州	100	57	10	46	65	76	76	83	112	108	97	87	79	79	73	73		是
	云南	80	31	(31)	17	18	48	53	70	73	72	70	48	30	30	76	76		

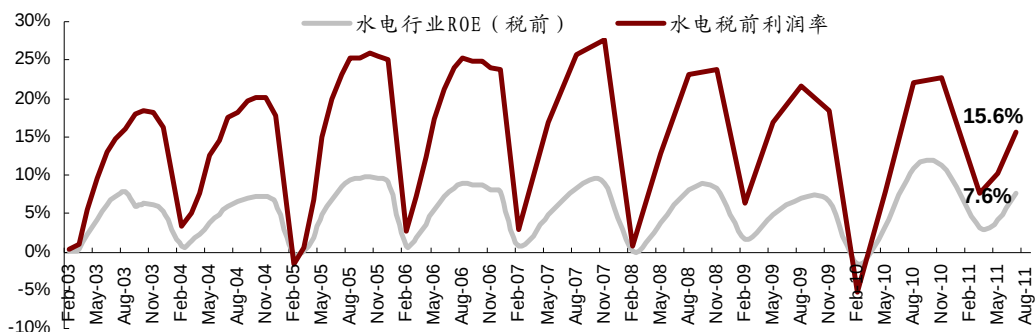
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 4：火电行业盈利能力变化



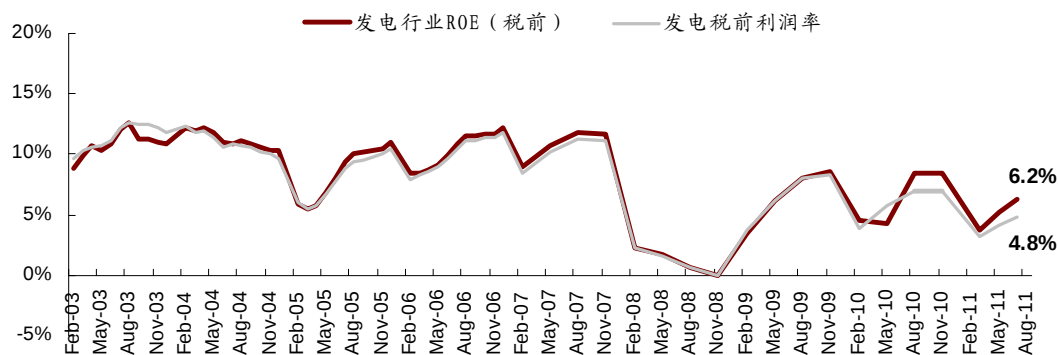
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 5：水电行业盈利能力变化



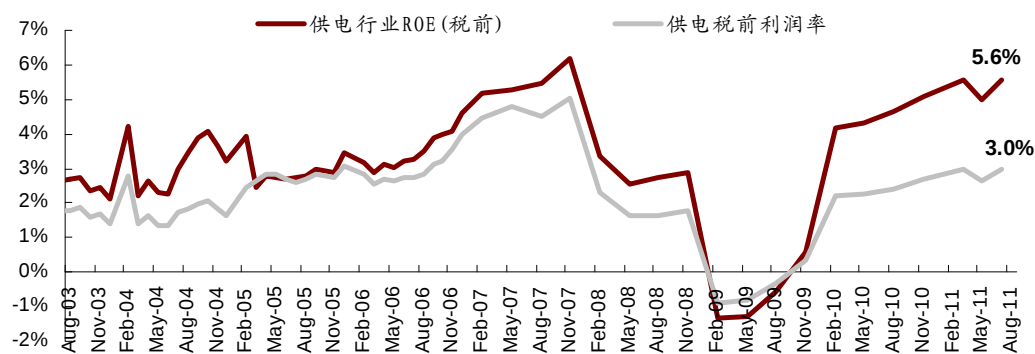
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 6：发电行业盈利能力变化



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 7：供电行业盈利能力变化



资料来源：CEIC，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/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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为国电电力、华能国际、国投电力提供过投资银行服务。

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