



2011年10月21日

电力

研究部

陈俊华

分析员，SAC 执业证书编号：  
S0080511030014

chenjunhua@cicc.com.cn

**10月月报**

**电量基数偏低效应逐步体现**

### 数据点评：

**9月完成发电量3861亿kwh，同比增长10.7%，略高于我们之前的预期(10%)。**来水情形恶化，当月水电电量同比回落达25%，市场份额由火电弥补：当月火电发电量3146亿kwh，同比增长21%，环比下降9.0%。

**发电端：火电运营商再次处于盈亏边缘，运营压力攀升。**(1)火电电量增加推升电煤价格上涨。目前，已有超过13个省份点火价差比2季度差，9个省份点火价差比08年3季度更差，3个省份点火价差降至负数。(2)四季度为来水淡季，火电仍是发电主力，加之北方供暖用煤需求增加(供暖用煤占整体动力煤需求约10%)。火电燃料成本上升压力不容乐观。

**用电端：9月份，四大主要用电行业用电量同比增速普遍反弹，我们认为主要源自低基数效应。**(1)当月工业用电量同比增加14.6%，增速为年内新高，但第三产业用电和居民用电同比增速创年内新低：为9.0%和4.8%。(2)当月四大主要用电行业用电量同比增速强劲：钢铁、有色、建材和化工行业用电同比增速分别为：15%，24%，17%和17%。我们分析与基数偏低有关：2010年从9月开始的节能减排引发工业用电突降，导致去年四季度工业用电量突降。(3)环比用电变化符合历史常规变化趋势：9月份四大主要用电行业用电量环比回落1.6个百分点。

**预计10月发电量同比增长11-13%，环比回落2%-3%。**(1)低基数效应推动四季度单月电量同比增速好于三季度。(2)发电端：四季度，部分地区火电有现金流短缺压力；水电进入枯水期，业绩季节性环比回落。未来我们将密切关注新一轮的电煤合同谈判，我们判断：目前火电亏损严重，承受煤价上涨能力弱。(2)用电端：工业用电增速仍将表现好于全国平均水平，第三产业、居民用电增速有望反弹。(3)维持全年用电量增长11%-12%的预测。

### 投资建议：

估值优势并不明显，建议选取业绩确定性高，且有增长预期的公司。

**——发电板块：审慎推荐内蒙华电(600863.SH)和广东地区的火力发电商。**目前A股市场，电力上市公司平均估值为2011年PE为17x；有两类公司盈利预测有提升空间：(1)拥有充备电煤供应的企业，有望获得优于行业的盈利。(2)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超额受益。

**——节能环保板块：长期看好龙源技术(300105.SZ)。**目前A股市场，节能环保类上市公司平均估值为2011年PE为30x，建议优选业绩确定性高的公司。(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，我们认为股价催化剂在于各省份、行业具体减排指标的明确。在相关领域污染治理处于龙头的企业有望受益。

### 风险：

四季度电煤价格上涨超预期。

**图表 1：可比公司估值表**

11-10-20	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	
<b>A股电力公司</b>														
国电电力	2.26	审慎推荐	15,395	13,954	34.8	0.16	0.19	0.21	14.5	11.9	10.8	1.4	1.3	1.2
华能国际	4.06	审慎推荐	14,055	9,000	57.1	0.25	0.19	0.19	16.1	20.9	21.0	1.1	1.1	1.0
长江电力	6.25	审慎推荐	16,500	7,364	103.1	0.50	0.53	0.61	12.5	11.7	10.2	1.5	1.5	1.4
内蒙华电	7.95	审慎推荐	1,981	573	16.1	0.33	0.39	0.43	24.1	20.3	18.4	3.9	3.2	1.8
深圳能源	6.31	审慎推荐	2,643	2,643	16.7	0.64	0.54	0.58	9.9	11.8	10.9	1.0	1.1	1.0
申能股份	4.15	审慎推荐	4,729	4,729	19.6	0.29	0.29	0.33	14.3	14.3	12.8	1.1	1.0	1.0
建投能源	3.93	中性	914	914	3.6	0.01	0.01	0.09	344.6	295.2	41.8	1.2	1.1	1.1
国投电力	6.00	审慎推荐	1,995	1,055	12.0	0.25	0.32	0.25	24.2	18.6	24.4	1.2	1.3	1.2
广州控股	5.70	审慎推荐	2,059	2,059	11.7	0.36	0.32	0.38	15.7	17.6	15.1	1.3	1.2	1.2
上海电力	4.21	审慎推荐	2,140	2,140	9.0	0.09	0.26	0.38	46.8	16.4	11.1	1.6	1.4	1.4
桂冠电力	4.33	中性	2,280	1,128	9.9	0.29	0.31	0.32	14.9	14.1	13.4	3.3	2.7	2.3
华电国际	2.72	审慎推荐	6,771	5,190	18.4	0.03	0.02	0.04	103.0	122.5	63.3	1.2	1.1	1.1
大唐发电	4.39	中性	13,310	8,994	58.4	0.20	0.13	0.16	21.8	32.6	27.0	1.8	1.8	1.8
川投能源	11.83	审慎推荐	933	547	11.0	0.36	0.51	0.58	32.4	23.2	20.3	2.0	1.9	1.7
凯迪电力	11.77	审慎推荐	943	941	11.1	0.32	0.75	0.44	36.3	15.7	26.9	5.7	4.3	3.9
平均值									46.8	41.4	21.2	1.9	1.7	1.5
中间值									19.4	17.0	16.8	1.3	1.3	1.2
<b>区域性电网类公司</b>														
文山电力	7.52	审慎推荐	479	337	3.6	0.27	0.33	0.37	27.4	22.5	20.6	3.6	3.2	2.8
桂东电力*	12.97		276	235	3.6	0.49	0.58	0.67	26.2	22.4	19.4	3.1	2.9	2.6
平均值									26.8	22.5	20.0	3.3	3.0	2.7
中间值									26.8	22.5	20.0	3.3	3.0	2.7
<b>热电联产公司</b>														
富春环保	15.88	审慎推荐	428	262	6.8	0.65	0.47	0.60	24.6	34.1	26.6	3.8	3.4	3.1
京能热电	6.17	中性	787	688	4.9	0.41	0.25	0.28	15.1	24.9	21.7	1.4	1.7	1.6
金山股份*	7.26		341	341	2.5	0.29	0.32	0.50	24.7	23.0	14.6	2.2	2.1	1.8
宝新能源*	4.03		1,727	1,696	7.0	0.17	0.22	0.28	24.0	18.3	14.4	2.3	2.0	1.8
平均值									22.1	25.1	19.3	2.4	2.3	2.1
中间值									24.3	24.0	18.1	2.2	2.0	1.8
<b>市政和节能环保</b>														
龙源技术	49.80	审慎推荐	158	40	7.9	1.43	1.25	2.09	34.8	39.8	23.8	2.9	4.7	4.0
燃控科技	25.36	中性	108	28	2.7	0.78	0.78	1.05	32.7	32.7	24.1	2.1	2.0	1.9
先河环保	14.38	中性	156	39	2.2	0.49	0.38	0.47	29.3	38.0	30.4	2.1	2.6	2.4
中电环保	18.66	审慎推荐	100	25	1.9	0.60	0.69	0.92	30.9	27.2	20.2	7.1	2.3	2.1
九龙电力	12.74	中性	512	232	6.5	0.08	0.07	0.44	162.5	193.7	28.9	4.6	2.5	2.3
易世达	19.97	审慎推荐	118	30	2.4	1.39	0.64	0.92	14.4	31.4	21.8	1.2	2.2	2.0
平均值									50.8	60.5	24.9	3.3	2.7	2.5
中间值									31.8	35.3	24.0	2.5	2.4	2.2
<b>H/B股</b>														
华能国际	3.23		14,055	3,555	76.4	0.30	0.23	0.23	10.9	14.1	14.2	0.9	0.8	0.8
华润电力	13.08		4,737	4,737	62.0	1.05	1.19	1.29	12.5	11.0	10.1	1.7	1.5	1.5
华电国际	1.09		6,771	1,431	7.4	0.04	0.04	0.07	30.5	27.0	14.6	0.5	0.5	0.5
龙源电力	6.39		7,464	2,711	47.7	0.28	0.36	0.43	22.4	17.7	14.9	1.8	1.7	1.5
大唐发电	1.88		13,310	3,316	25.0	0.23	0.25	0.29	8.0	7.5	6.5	0.9	0.8	0.8
中国风电*	0.30		7,401	7,401	2.2	0.09	0.13	0.15	3.3	2.4	2.0	0.9	0.7	0.6
中国电力*	1.53		5,107	5,107	7.8	0.16	0.20	0.26	9.7	7.8	5.9	0.7	0.6	0.6
中电控股*	69.50		2,406	2,406	167.2	4.26	4.52	4.71	16.3	15.4	14.8	2.1	1.9	1.9
电能实业*	58.45		2,134	2,134	124.7	4.13	4.23	4.29	14.1	13.8	13.6	2.3	2.1	2.0
平均值									13.7	12.4	10.3	1.2	1.1	1.1
中间值									11.7	12.4	11.9	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	申能股份	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)
23.85	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
3.93	建投能源 000600	向母公司定增	否	股东大 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
12.74	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
7.95	内蒙华电 600863	定向增发 - 特定10家机 构	是	证监会 核准	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：11年10月17日 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
2.26	国电电力 600795	公开发行可转 债	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号	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		
2.72	华电国际 600027	定向增发 - 向母公司等 特定10家机构	是	股东大会(E): 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
11.83	川投能源 600674	公开增发 - 母公司参与	是	发审委 有条件 通过	董事会决议：11年6月28日 股东大会：11年7月23日 获得有条件核准：11年9月27日 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）增资，用于 官地、桐子林水电站项目建设	17%	1,096
5.7	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)亚运城燃气配套工程 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
4.21	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	董事会决议：11年7月28日 股东大会(E): 4Q11 获得核准(E): 1Q12 路演发行(E): 1Q12	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						
6.03	湖北能源 000883	定向增发-特定 10家机构	是	股东大会 公告	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
7.26	金山股份 600396	定向增发-向母 公司等不超过 10家机构	是	股东大会 公告	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

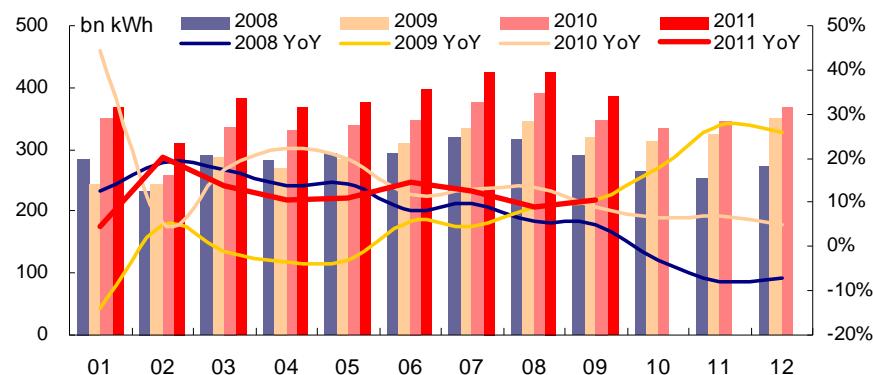
注：粤电力A及国投电力仍在我们的研究覆盖范围内，但基于法律或公司政策原因，目前暂不便对此证券进行评论

## 9月份: 发电量同比增长10.7%, 略好于预期

9月完成发电量3861亿kwh, 同比增长10.7%。略好于我们的预期。

预计10月电量同比增长11-13%。

图表3: 月度发电量及同比增速

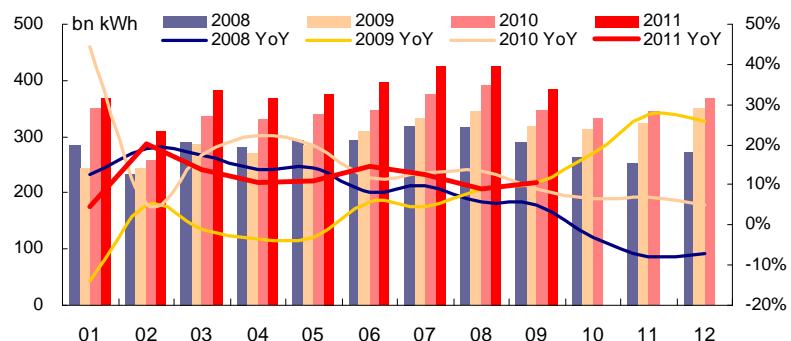


资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

图表4: 月度火电发电量及同比增速

火电电量同比增长21.0%

9月份, 火电发电量为3146亿kwh, 同比增长21.0%, 环比减少9.0%。从月度变化趋势来看, 火电环比回落属于季节性原因, 在正常范围之内。同比增幅好于往年, 主要是因为今年水电来水不足, 火电占据了更多的市场份额。

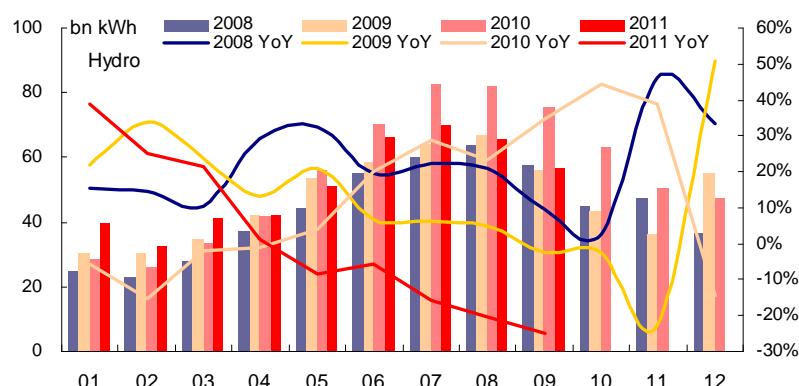


资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

水电电量同比减少24.8%

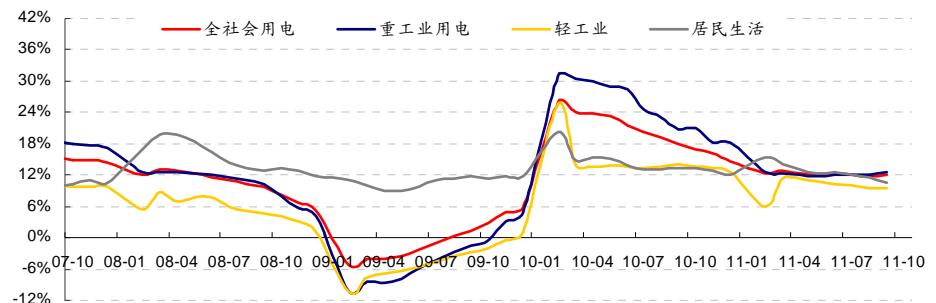
9月, 当月水电发电量仅569亿kwh, 环比减少13.3%。同比减少24.8%, 同比降幅创造今年以来新低。

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

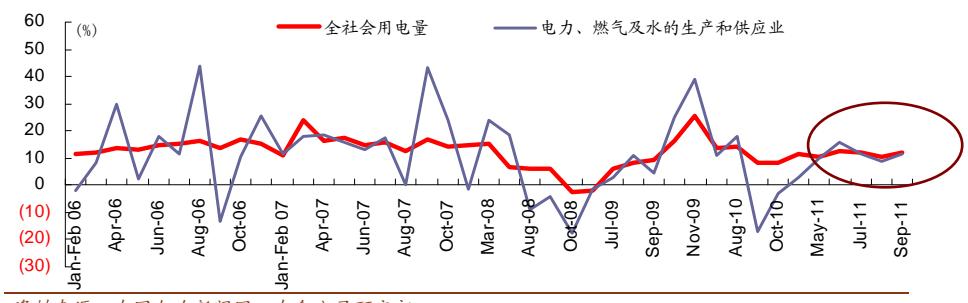
图表 6: 全国用电量累计同比增速



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 12.0%

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)



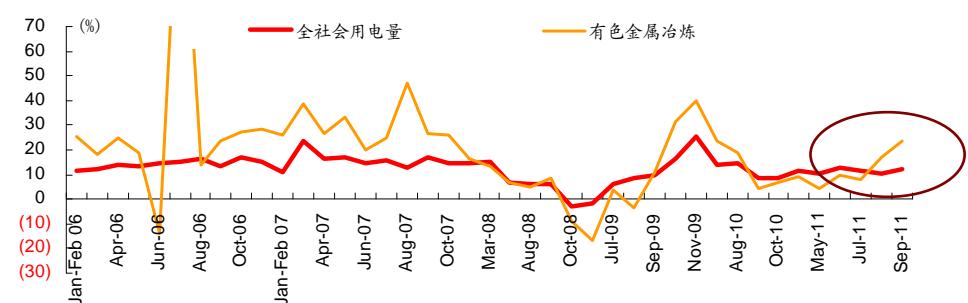
资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

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

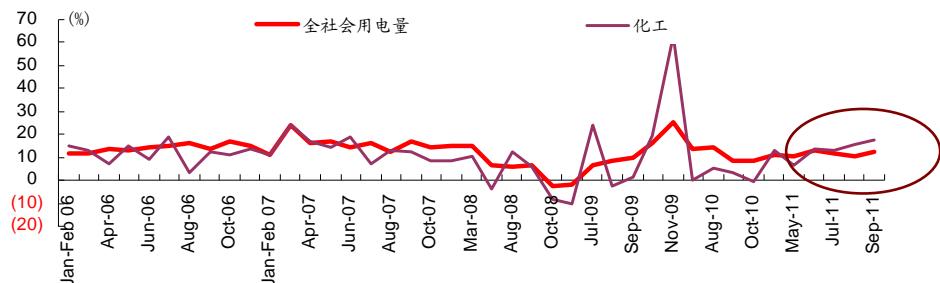
图表 9: 有色金属冶炼行业用电同比增速 (月度) —— 多数高于全国平均



资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

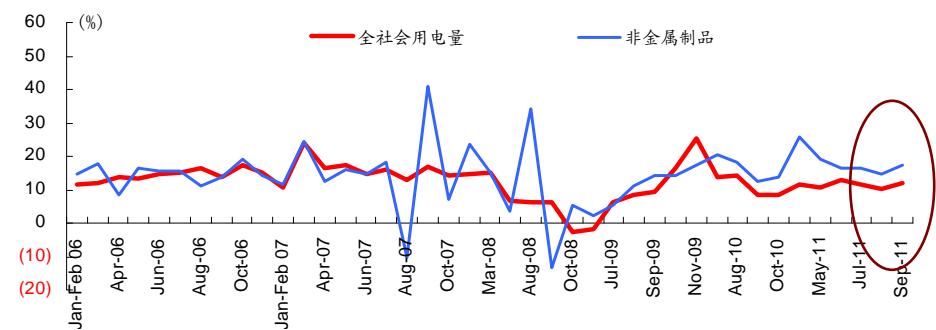
化工制品行业用电量占我国总用电量的 7%-8%，9 月份该行业用电量同比增长 17.3%，**增速上升**。——符合预期。

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



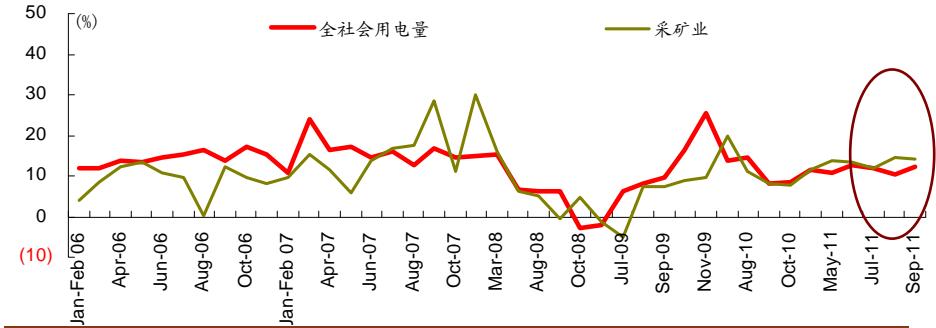
资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

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

图表 12: 采矿业用电同比增速 (月度) ——围绕全国平均增速波动



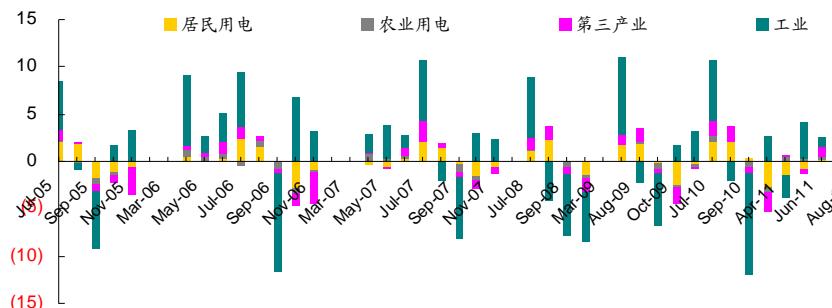
资料来源: 中国电力新闻网, 中金公司研究部

采矿业用电量占我国总用电量的 5%，9 月份该行业用电量同比增长 14.1%，**增速基本持平**。——符合预期。

## 9月全国用电量环比下降10.4%

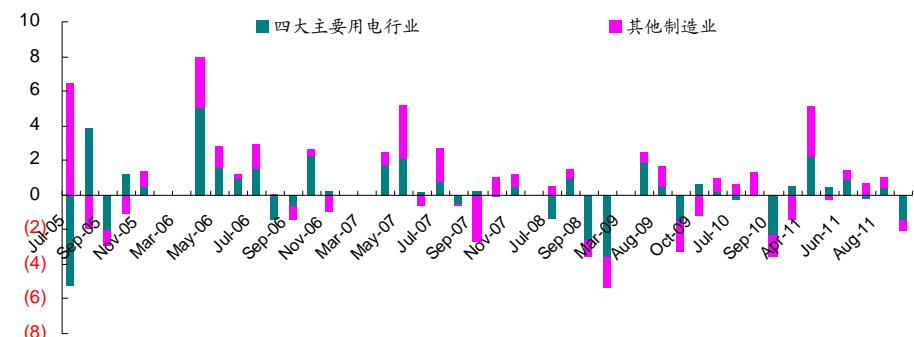
9月份，全国用电量环比下降10.4个百分点，工业用电下滑是主因，用电环比下滑8.9个百分点。居民、农业和第三产业用电贡献也分别小幅下滑0.2、0.6和0.8个百分点。

图表 13：月度电量环比增速及结构



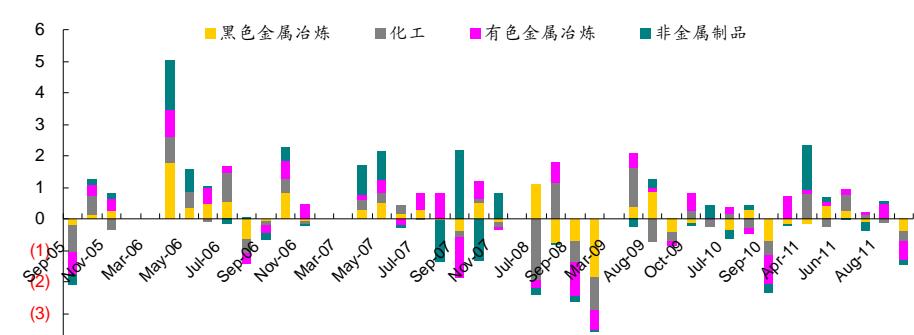
资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

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

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、南方地区电力需求仍好于全国。

1-9月，西北、南方绝大部分省份用电增速持续高于同期全国平均水平，华中部分地区、福建和内蒙的用电需求增速也好于全国平均水平。

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

## 1-9月：火电利用小时同比上升5%

1-9月，火电累计利用小时为3986小时，同比增长5%：

**华东、华中的大部分地区，西北的陕西、甘肃以及南方的广东、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、区域来水下降是推升火电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

	1-9M11	1-9M10	1-9M10	1-10M10	1-11M10	1-12M10	1-2M11	1-3M11	1-4M11	1-5M11	1-6M11	1-7M11	1-8M11	1-9M11
<b>全国</b>	3986	3802	8%	7%	5%	4%	0%	1%	1%	2%	2%	4%	4%	5%
<b>东北</b>														
辽宁	3628	3749	-6%	-6%	-7%	-9%	-9%	-9%	-9%	-7%	-7%	-6%	-4%	-3%
吉林	3039	3409	-7%	-7%	-9%	-11%	-18%	-17%	-16%	-16%	-16%	-14%	-12%	-11%
黑龙江	3290	3195	3%	3%	3%	5%	0%	-1%	0%	2%	0%	1%	3%	3%
<b>华北</b>														
内蒙古	3809	3668	10%	9%	1%	0%	-6%	-5%	-2%	-1%	0%	1%	2%	4%
山西	3932	3836	5%	5%	4%	4%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	1%	1%	3%
北京	3610	3807	7%	4%	3%	3%	-2%	-7%	-8%	-12%	-10%	-8%	-7%	-5%
天津	4147	3906	5%	5%	3%	3%	12%	10%	3%	6%	6%	6%	7%	6%
河北	4363	4166	5%	4%	3%	3%	9%	8%	6%	4%	4%	3%	4%	5%
山东	3733	3928	6%	6%	4%	3%	1%	-1%	-2%	-3%	-4%	-4%	-5%	-5%
<b>华东</b>														
上海	3774	3747	12%	9%	7%	7%	1%	4%	2%	4%	3%	3%	1%	1%
江苏	4376	4268	5%	5%	3%	5%	4%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	3%
浙江	4327	3875	9%	8%	8%	6%	13%	15%	15%	17%	15%	15%	13%	12%
安徽	4275	3935	8%	7%	6%	7%	20%	18%	18%	14%	10%	12%	9%	9%
福建	4024	2982	-16%	-16%	-16%	-14%	7%	22%	33%	36%	48%	45%	41%	35%
<b>华中</b>														
江西	3651	3181	-2%	-2%	-3%	0%	17%	16%	20%	21%	21%	20%	16%	15%
河南	4112	3884	19%	17%	14%	9%	-4%	-4%	-3%	-2%	2%	3%	4%	6%
湖北	3915	3166	4%	3%	3%	9%	-4%	-1%	5%	11%	15%	21%	20%	24%
湖南	3888	3253	12%	9%	9%	9%	-6%	-5%	4%	12%	17%	21%	17%	20%
重庆	4357	3622	13%	14%	14%	14%	5%	7%	12%	16%	18%	22%	21%	20%
四川	3525	3393	19%	19%	14%	14%	5%	4%	1%	4%	1%	3%	1%	4%
<b>西北</b>														
陕西	3750	3363	11%	12%	14%	5%	1%	4%	3%	2%	6%	9%	11%	12%
甘肃	3705	3379	7%	6%	6%	7%	-17%	-10%	-2%	3%	7%	7%	10%	10%
青海	4143	3963	14%	10%	8%	-12%	-1%	-4%	-5%	-3%	-1%	-1%	2%	5%
宁夏	4731	4849	31%	27%	23%	6%	4%	-3%	-6%	-3%	-5%	-4%	-4%	-2%
新疆	4216	4089	4%	4%	6%	19%	4%	5%	13%	13%	9%	10%	4%	3%
<b>南方</b>														
广东	4213	3926	15%	13%	10%	4%	0%	-3%	-4%	-4%	2%	5%	5%	7%
广西	4219	4181	86%	60%	43%	38%	-9%	-12%	-14%	-13%	-9%	-5%	-2%	1%
海南	4121	3687	18%	16%	14%	14%	25%	36%	23%	26%	24%	20%	13%	12%
贵州	3820	4189	7%	1%	0%	-1%	-20%	-17%	-19%	-20%	-19%	-14%	-11%	-9%
云南	3593	3704	2%	-6%	-10%	-10%	-14%	-11%	-9%	-10%	-10%	-9%	-5%	-3%

资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

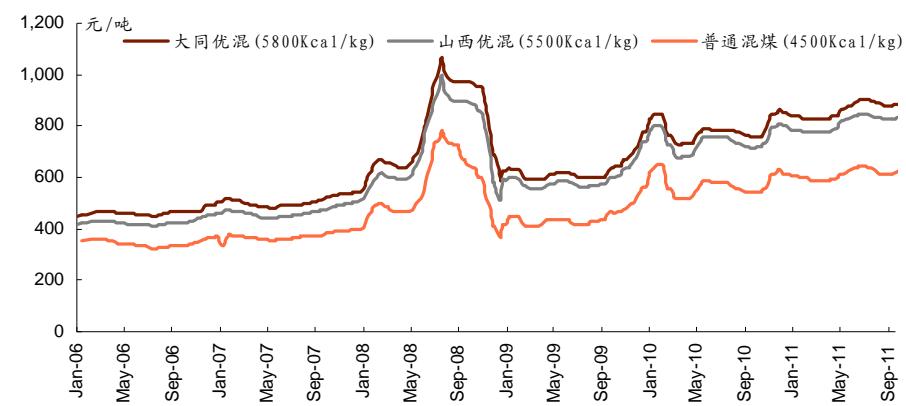
[图表中红色区域：利用小时增长好于全国平均水平]

**10月，秦皇岛煤价稳中有升**

10月17日，秦皇岛大同优混5800大卡平仓价较9月小幅上升2%，为900元/吨。

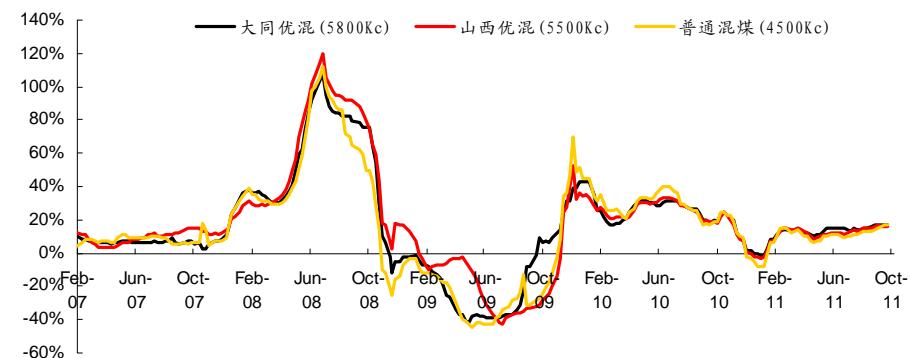
**电煤：煤价稳中有升，库存低位徘徊**

图表 18: 秦皇岛电煤价格走势



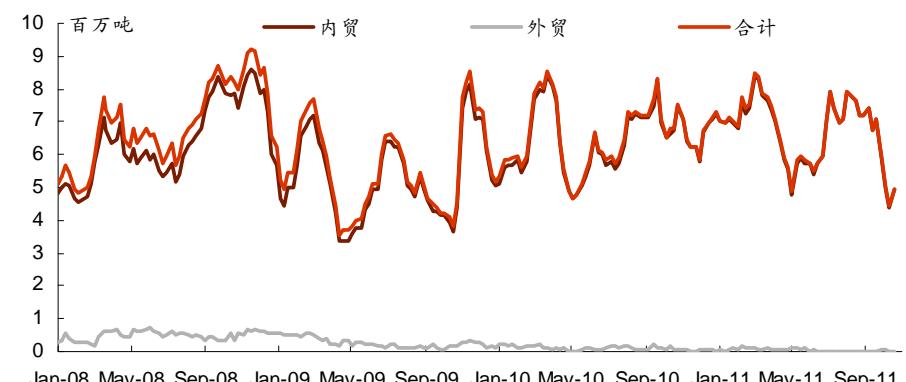
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

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

## 10月：地区点火价差逐渐恶化

### 10月，点火价差逐渐恶化

根据10月最新数据，超过13个省份的点火价差比今年2季度更恶化——三季度火电发电商利润环比下滑是一个大概率事件。

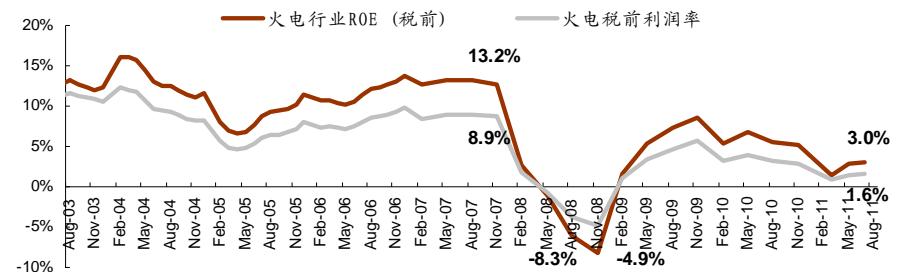
超过9个省份的点火价差比08年3季度（电力行业2000年以来最恶略的季节）更恶化——现在调整上网电价的迫切性非常高，火电企业现金流、盈利能力与08年情况接近，甚至有部分地区更严峻。

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	3Q11	10M11	是否比08年 三季度更 恶化	是否比11年 二季度更 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	37	是	是	
	黑龙江	145	128	62	103	104	114	119	107	98	95	99	89	67	67	80	77			
华北	内蒙古	125	113	44	79	102	110	112	112	110	108	105	99	93	93	83	83			
	山西	85	41	13	60	46	75	86	75	58	64	66	62	43	34	56	52			
	北京	140	107	77	116	138	143	146	139	132	128	127	121	105	105	89	84			
华东	天津	131	46	(10)	55	111	123	118	90	67	75	71	73	54	45	39	48			
	河北	89	67	26	93	122	129	135	130	124	137	138	120	126	126	95	91			
	山东	74	24	(12)	24	44	100	98	83	64	65	65	55	7	7	(27)	73			
华东	上海	123	73	33	120	175	172	168	143	101	114	118	103	97	85	77	80			
	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			
华中	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			
	江西	100	37	(83)	(1)	29	48	65	76	64	57	52	7	2	(31)	(21)	(21)			
华中	河南	126	88	54	58	99	125	128	131	112	95	82	74	71	71	36	47			
	湖北	162	118	99	151	143	139	141	153	120	112	91	50	11	11	104	111			
	湖南	178	135	104	164	156	152	153	165	129	121	100	58	19	19	117	124			
西北	重庆	97	73	53	75	90	104	118	121	123	116	122	110	99	95	110	119			
	四川	90	62	33	56	73	88	103	114	131	124	130	119	107	103	111	120			
	陕西	121	90	35	67	86	90	99	104	99	97	101	79	66	66	87	72			
西北	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)	(5)			
南方	新疆	133	124	112	124	146	151	150	135	131	127	126	126	125	128	107	129			
	广东	149	112	88	107	145	156	152	98	42	58	49	29	4	4	49	39			
	广西	54	13	(28)	31	28	43	71	94	76	70	48	15	(14)	(65)	(61)	(67)			
南方	湖南	109	60	35	54	92	102	98	54	31	35	18	19	5	(21)	19	12			
	贵州	100	57	10	46	65	76	76	83	112	108	97	87	79	79	73	73			
	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

## 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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

**截至报告发布之日前十二个月，中金公司为国电电力提供过投行服务。**

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

## 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