華潤電力（0836）

更新報告

買入

2008 年 7 月 15 日

1-6 月售電量增長 49%，上網電價上調 4.71%，評級買入

- **上網電價上調 4.71%：**根據國家政府相關檔，公司下屬電廠上網電價自 7 月 1 日起上調。根據公司公佈的各電廠電價上調情況，公司綜合電價平均上調 4.71%，其中廣東、河南和江蘇地區上調幅度在 5%以上。我們預測，上網電價的上調給公司 2008 年的收入提升爲 2.3%。
- **上半年售電量增長 49%：**1-6 月，公司累計售電量 31,759,981 兆瓦時，較去年同期增長 49.0%。這主要受益於公司新裝機組及收購電廠，從而權益裝機容量快速增長。從公司公佈的具體資料看，除了鯉魚江電廠由於受雪災影響關閉機組，導致上半年售電量同比下降 47.7%，大多數電廠售電量均有不同程度的增長。從聯營公司情況看，上半年累計售電量 17,351,403 兆瓦時，同比增長 24.8%。綜合累計售電量 43,879,146 兆瓦時，同比增長 44.57%。隨著電力需求進入旺季，我們對公司下半年的發電及售電量情況保持樂觀。
- **新能源發電比重有所提升：**上半年，公司汕頭風電站及廣州熱電站投入運營，至此，公司上半年新能源售電量比重達到 2.15%，而去年同期這一比重爲 1.50%。未來，公司將繼續加大這一方面的投入。
- **維持買入評級，目標價 28.41 港元：**我們用 DCF 估值法對公司的經營及煤礦資源分塊估值，綜合目標價爲 28.41 港元，目標價相當於 08 年 25.24 倍 PE。目標價較現價有 68.09%的上升空間，評級爲**買入**。

第一上海研究部

86755-3336 7019

主要資料

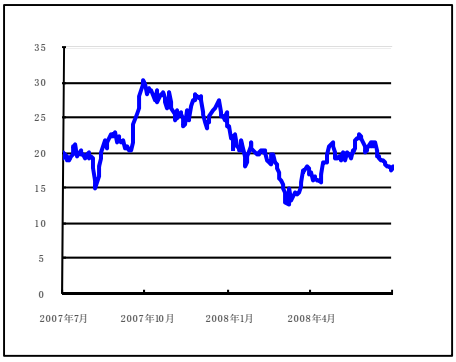
行業	公用事業
股價	16.9 港元
目標價	28.41 港元（+68.09%）
股票代碼	0836
已發行 H 股本	41.45 億股
H 股市值	703.21 億港元
52 周高/低	9.96-33.00 港元
每股淨現值	5.99 港元
主要股東	華潤(集團)(70.39%)

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(港元百万)	9,740	16,830	25,683	32,812	40,205
变动(%)	64.3%	72.8%	52.6%	27.8%	22.5%
净利润(港元百万)	2,365	3,221	4,659	5,725	6,307
每股盈利(港元)	0.620	0.821	1.125	1.383	1.523
变动(%)	-17.4%	32.4%	37.1%	22.9%	10.2%
市盈率@16.9港元(倍)	27.3	20.6	15.0	12.2	11.1
每股股息(港元)	0.14	0.20	0.29	0.36	0.40
股息现价比率(%)	0.81%	1.19%	1.73%	2.13%	2.34%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

上網電價平均上調 4.71%

上網電價上調 4.71%

根據國家政府相關檔，公司下屬電廠上網電價自 7 月 1 日起上調。根據公司公佈的各電廠電價上調情況，公司綜合電價平均上調 4.71%，其中廣東、河南和江蘇地區上調幅度在 5%以上。根據我們預測，上網電價的上調給公司 2008 年的收入提升爲 2.3%。

表 1：公司電廠電價上調情況

区域	平均电价 调价前（人民币/兆瓦时）	平均电价 调价后（人民币/兆瓦时）	上调幅度
江苏	407.09	427.89	5.11%
河南	349.20	369.20	5.73%
广东	461.63	487.63	5.63%
辽宁	349.20	360.90	3.35%
河北南网	361.60	378.40	4.65%
河北北网	349.30	365.30	4.58%
浙江	441.80	463.00	4.80%
安徽	371.00	383.00	3.23%
湖北	467.63	490.63	4.92%
综合	**395.38**	**413.99**	**4.71%**

資料來源：公司資料，第一上海

上半年售電量增長 49.0%

1-6 月售電量增長 49.0%

1-6 月，公司累計售電量 31,759,981 兆瓦時，較去年同期增長 49.0%。這主要受益於公司新裝機組及收購電廠，從而權益裝機容量快速增長。從公司公佈的具體資料看，除了鯉魚江電廠由於受雪災影響關閉機組，導致上半年售電量同比下降 47.7%，大多數電廠售電量均有不同程度的增長。從聯營公司情況看，上半年累計售電量 17,351,403 兆瓦時，同比增長 24.8%。綜合累計售電量 43,879,146 兆瓦時，同比增長 44.57%。隨著電力需求進入旺季，我們對公司下半年的發電及售電量情況保持樂觀。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

表 2：公司電廠電價上調情況

	售电量（兆瓦时） 2007年上半年	2008年上半年	增/减幅
火电	29, 894, 046	42, 934, 431	43. 62%
江苏	3, 408, 636	8, 178, 942	139. 95%
河南	7, 399, 100	8, 715, 355	17. 79%
广东	8, 823, 459	9, 309, 996	5. 51%
辽宁	0	4, 114, 730	
河北	3, 546, 487	5, 485, 148	54. 66%
浙江	1, 780, 553	1, 849, 799	3. 89%
安徽	3, 221, 482	3, 721, 528	15. 52%
湖北	1, 714, 329	1, 558, 933	-9. 06%
风电	25, 975	59, 280	128. 22%
热电	345, 581	556, 462	61. 02%
水电	84, 897	328, 973	287. 50%
总计	**30, 350, 499**	**43, 879, 146**	**44. 57%**

資料來源：公司資料，第一上海

新能源發電比重有所提升

新能源發電比重提升

上半年，公司汕頭風電站及廣州熱電站投入運營，至此，公司上半年新能源售電量比重達到 2.15%，而去年同期這一比重爲 1.50%。未來，公司將繼續加大這一方面的投入。

盈利預測

盈利預測

假設前提：

不考慮電價未來繼續上調空間。

根據我們預測，公司 2008 年 EPS 爲 1.125 港元。

表 3：公司盈利預測

	2006年	2007年	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	9,740	16,830	25,683	32,812	40,205
变动	*64.33%*	*72.79%*	*52.60%*	*27.76%*	*22.53%*
经营成本	(7,420)	(12,774)	(20,215)	(25,286)	(31,560)
变动	*59.33%*	*72.15%*	*58.24%*	*25.09%*	*24.81%*
经营利润	2,553	4,299	5,626	7,780	8,772
变动	*90.15%*	*68.43%*	*30.85%*	*38.30%*	*12.75%*
净利润	2,365	3,221	4,659	5,725	6,307
变动	*-17.26%*	*36.19%*	*44.67%*	*22.87%*	*10.17%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

投資建議——目標價 28.41 港元

DCF 估值

我們用 DCF 估值法對公司電力及煤礦價值分塊估值，其中公司電力經營部分目標價 19.24 港元。我們給予煤礦部分 20%的風險折讓，煤礦價值部分目標價 9.17 港元。綜合目標價 28.41 港元，相當於 08 年 25.24 倍市盈率，較現價有 68.09%的上升空間，我們維持買入評級。

表 4：DCF 估值表

公司价值分析:

				稳定增长期				
	2008年预测	2009年预测	2010年预测	2011年预测	2012年预测	2013年预测	2014年预测	2015年预测
自由现金流	398	(4, 033)	7, 445	7, 668	7, 898	8, 135	8, 379	8, 630
自由现金流折现	368	(3, 459)	5, 912	5, 639	5, 379	5, 130	4, 893	4, 667
期数	1	2	3	4	5	6	7	8

五间房煤矿价值分析:

	2008年预测	2009年预测	2010年预测	2011年预测	2012年预测	2013年预测	2014年预测	2015年预测
五间房煤矿产量(百万吨)			30	30	40	50	50	50
成本节省(港元/吨)			100	100	100	100	100	100
现金流预测			3, 000	3, 000	4, 000	5, 000	5, 000	5, 000
自由现金流折现			2, 382	2, 206	2, 724	3, 153	2, 920	2, 704
期数			3	4	5	6	7	8

WACC	7.99%
无风险利率	5.30%
市场风险溢价	7.00%
贝塔值	0.9
权益成本	11.60%
债务比率	56.90%
所得税	25.00%
债务成本	7.00%
稳定期增长率	3.00%

单位:百万港元

資料來源：公司資料，第一上海預測

估值敏感性

根據 WACC 和穩定期增長率的敏感性分析，目標價在 20.13 港元—43.09 港元之間。

表 5：目標價對 WACC 和穩定期增長率敏感性

		WACC				
		5.99%	**6.99%**	**7.99%**	**8.99%**	**9.99%**
稳定期增长率	**1%**	38.29	31.72	26.85	23.10	**20.13**
	2%	39.42	32.64	27.61	23.74	20.69
	3%	40.60	33.60	**28.41**	24.42	21.26
	4%	41.82	34.59	29.23	25.11	21.86
	5%	**43.09**	35.62	30.09	25.83	22.47

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

主要財務報表

損益表

百万港元　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	9,740.4	16,830.5	25,682.5	32,811.6	40,205.2
毛利	3,442.7	5,572.9	7,620.7	10,102.0	11,763.9
销售及管理费用	(1,122.6)	(1,516.7)	(2,152.7)	(2,576.8)	(3,118.4)
其他业务收入	232.6	243.2	157.7	254.8	126.9
经营利润	2,552.6	4,299.4	5,625.7	7,780.1	8,772.3
财务开支	(541.1)	(1,029.3)	(1,375.5)	(1,511.1)	(1,491.2)
联营公司	686.7	575.0	1,581.6	1,792.1	1,683.7
其他收益	46.9	30.8	30.8	30.8	30.8
税前盈利	2,745.1	3,875.9	5,862.6	8,091.9	8,995.6
所得税	(11.1)	(69.5)	(469.0)	(1,213.8)	(1,349.3)
少数股东应占利润	(369.1)	(585.8)	(734.4)	(1,153.5)	(1,339.7)
净利润	2,364.9	3,220.6	4,659.2	5,724.6	6,306.6
折旧及摊销	(985.7)	(1,706.5)	(2,533.5)	(3,197.1)	(3,750.2)
EBITDA	3,538.4	6,005.9	8,176.2	10,994.2	12,540.5
增长					
总收入 (%)	64.3%	72.8%	52.6%	27.8%	22.5%
EBITDA (%)	83.3%	69.7%	36.1%	34.5%	14.1%

财务分析

	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	35.3%	33.1%	29.7%	30.8%	29.3%
EBITDA 利率 (%)	36.3%	35.7%	31.8%	33.5%	31.2%
EBIT 利率 (%)	26.2%	25.5%	21.9%	23.7%	21.8%
净利率 (%)	24.3%	19.1%	18.1%	17.4%	15.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	11.5%	9.0%	8.4%	7.9%	7.8%
实际税率 (%)	0.4%	1.8%	8.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	22.8%	25.7%	26.0%	26.0%	26.0%
库存周转	27.2	27.8	27.8	27.8	27.8
应付账款天数	259.4	238.3	238.3	238.3	238.3
应收账款天数	73.0	80.9	80.9	80.9	80.9
财务状况					
净负债/股本	0.91	0.76	0.76	0.86	0.62
收入/总资产	0.26	0.26	0.34	0.39	0.41
总资产/股本	2.49	2.57	2.65	2.57	2.62
收入对利息倍数	4.72	4.18	4.09	5.15	5.88

资产负债表

百万港元　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	2,747.2	7,887.1	8,493.7	4,228.9	10,791.3
应收账款	2,316.8	5,140.1	4,523.0	7,822.4	7,304.8
存货	499.2	957.5	1,354.1	1,550.6	2,125.0
其他流动资产	18.6	296.4	296.4	296.4	296.4
总流动资产	5,581.8	14,282.2	14,667.3	13,898.3	20,517.6
固定资产	27,341.5	39,522.7	51,872.6	60,335.5	67,050.3
联营公司权益	3,769.2	5,847.4	6,314.9	7,109.6	7,796.0
其他资产	1,346.0	4,023.4	2,123.8	2,106.8	2,090.8
总资产	38,038.5	63,814.5	74,978.5	83,450.2	97,454.7
短期银行贷款	3,993.9	8,076.2	9,058.8	9,764.9	10,145.7
应付帐款	4,097.7	8,375.8	13,148.3	13,898.3	20,326.5
其他短期负债	194.0	1,058.8	610.0	610.0	610.0
总短期负债	8,285.7	17,995.6	22,817.1	24,273.2	31,082.3
长期银行贷款	12,597.1	18,596.1	20,858.6	22,484.5	23,673.4
其他负债	21.2	63.1	63.1	63.1	63.1
总负债	20,903.9	36,757.0	43,738.7	46,820.7	54,818.7
少数股东权益	1,849.7	2,244.1	2,978.5	4,132.0	5,471.8
股东权益	15,284.9	24,813.5	28,261.2	32,497.4	37,164.3
每股账面值	4.0	6.5	7.2	7.8	9.0
营运资金	(2,703.9)	(3,713.4)	(8,149.8)	(10,374.9)	(10,564.6)

现金流量表

百万港元　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
税前利润	2,745.1	3,875.9	5,862.6	8,091.9	8,995.6
营运资金变化	(829.9)	(241.0)	4,544.2	(2,745.9)	6,371.3
所得税	(1.9)	(14.4)	(469.0)	(1,213.8)	(1,349.3)
其他	760.7	1,933.0	2,186.7	2,678.3	3,448.8
营运现金流	2,674.0	5,553.5	12,124.4	6,810.5	17,466.5
资本开支	(4,992.2)	(6,895.3)	(12,980.0)	(11,660.0)	(10,465.0)
其他投资活动	(1.5)	(4,121.3)	1,520.4	1,252.1	1,123.2
投资活动现金流	(4,993.7)	(11,016.6)	(11,459.6)	(10,407.9)	(9,341.8)
负债变化	1,687.9	7,243.5	3,245.0	2,332.0	1,569.8
股本变化	60.2	5,079.2	0.0	0.0	0.0
股息	(762.6)	(734.5)	(1,211.4)	(1,488.4)	(1,639.7)
其他融资活动	(390.8)	(1,135.2)	(1,375.5)	(1,511.1)	(1,491.2)
融资活动现金流	594.7	10,377.8	658.1	(667.5)	(1,561.2)
现金变化	(1,725.0)	4,914.8	1,322.9	(4,264.9)	6,563.5
期初持有现金	4,411.5	2,747.2	7,887.2	8,493.7	4,228.9
汇兑变化	60.7	225.2	(716.4)	0.0	(1.0)
期末持有现金	2,747.2	7,887.2	8,493.7	4,228.9	10,791.3

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。