

買入

2008年9月2日

上半年單位燃料成本增長超預期，但仍是電力行業中盈利能力最強的企業

- **淨利潤下降 28.7%**：2008 年上半年，公司業績同比下滑 28.7%，錄得淨利潤 10.06 億港元，低於我們預期。其中，營業收入 121.44 億港元，同比增長 83.2%，經營成本 106.18 億港元，同比大幅增長 113.1%，從而毛利率同比下降 12.2 個百分點至 12.6%。
- **單位燃料成本增長 24%**：上半年，公司平均標煤單價同比增長 23.8%，單位燃煤成本 208.5 元，同比增長 24%。而公司的煤炭合同兌現率也出現了明顯下降，目前為 58%-59%。公司表示，兌現率的下降主要由於市場煤與合同煤價差過大，另外，由於地震、雪災等自然災害影響運力，也促使了合同兌現率的下降。在國家出臺兩次煤炭限價政策後，目前市場電煤價格有一定回落，公司預計全年單位燃料成本的增幅可以保持當前水準。
- **利息資本化停止，財務費用增長迅速**：隨著公司大批新建機組的陸續投入運營，相關利息資本化停止，上半年公司財務費用大幅增長 90.2% 至 8.75 億港元。根據公司投資計畫，2008-2010 年資本開支分別為 150 億、150 億及 125 億元人民幣。我們認為，這將進一步增加公司的財務負擔，擠壓盈利空間。
- **兩次電價上調未能覆蓋煤價的上漲**：6 月-8 月兩次上網電價的上調，公司總共享受到 42 元/兆瓦時的電價上調，但是，這仍不能彌補電煤價格的上漲。公司預計，年內電價有望第三次上調。
- **維持買入評級，目標價 24.18 港元**：我們下調公司盈利預測，用 DCF 估值法給予目標價 24.18 港元，目標價相當於 08 年 32.35 倍 PE。目標價較現價有 31.0% 的上升空間，評級為買入。

王瑋

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

主要資料

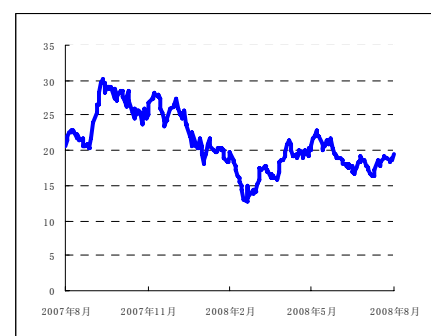
行業	公用事業
股價	18.46 港元
目標價	24.18 港元 (+31.0%)
股票代碼	0836
已發行 H 股本	41.45 億股
H 股市值	771.85 億港元
52 周高/低	9.96-33.00 港元
每股淨現值	5.99 港元
主要股東	華潤(集團)(70.39%)

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	26,209	33,399	41,022
变动(%)	64.3%	72.8%	55.7%	27.4%	22.8%
净利润(港元百万)	2,365	3,221	3,095	4,346	5,666
每股盈利(港元)	0.620	0.821	0.747	1.050	1.369
变动(%)	-17.4%	32.4%	-8.9%	40.5%	30.4%
市盈率 18.46 港元(倍)	29.8	22.5	24.7	17.6	13.5
每股股息(港元)	0.14	0.20	0.19	0.27	0.36
股息现价比率(%)	0.74%	1.09%	1.05%	1.48%	1.93%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

上半年淨利潤下降 28.7%

淨利潤 10.06 億港元，同比下降 28.7%

2008 年上半年，公司業績同比下滑 28.7%，錄得淨利潤 10.06 億港元，低於我們預期。其中，營業收入 121.44 億港元，同比增長 83.2%，經營成本 106.18 億港元，同比大幅增長 113.1%，從而毛利率同比下降 12.2 個百分點至 12.6%。

表 1：公司財務資料摘要

单位:百万港元				
	2007-1H	2008-1H	变动	说明
營業額	6,628	12,144	83.2%	受益于附属电厂权益装机容量增长52.7%, 机组利用小时增长3.6%
經營成本	(4,982)	(10,618)	113.1%	燃煤成本增长115.9%
毛利	1,646	1,525	-7.3%	
毛利率	24.8%	12.6%		毛利率下降12.2个百分
其他收入	108	208	93.3%	
衍生金融工具公平值收益		33		
經營利潤	1,754	1,766	0.7%	
財務費用	(414)	(875)	111.4%	建设期内发电厂投入运营, 利息资本化停止
應占联营公司業績	348	347	-0.3%	
稅前利潤	1,688	1,238	-26.7%	融资成本增长90.2%
稅項	(5)	(98)		新收购电厂所得税率
当期利潤	1,682	1,139		
本公司權益持有人應占	1,411	1,006	-28.7%	
淨利率	21.3%	8.3%		
EPS (港仙)	35.10	23.69	-32.5%	

資料來源：公司資料，第一上海

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，從而權益裝機容量由去年同期 6,990 兆瓦增至今年 6 月底 10,676 兆瓦。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 2.5 個月，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。

機組利用小時增長 3.6%

上半年，公司十六座 2007-2008 整個期間投入運營的燃煤發電廠的機組利用小時達 2996 小時，而 2007 年同期為 2892 小時，同比增長 3.6%。

單位燃料成本增長 24%

單位燃料成本增長 24%

上半年，公司平均標煤單價同比增長 23.8%，單位燃煤成本 208.5 元，同比增長 24%。而公司的煤炭合同兌現率也出現了明顯下降，目前為 58%-59%。公司表示，兌現率的下降主要由於市場煤與合同煤價差過大，另外，由於地震、雪災等自然災害影響運力，也促使了合同兌現率的下降。在國家出臺兩次煤炭限價政策後，目前市場電煤價格有一定回落，公司預計全年單位燃料成本的增幅可以保持當前水準。

利息資本化停止，財務費用增長迅速

財務費用大幅增長

隨著公司大批新建機組的陸續投入運營，相關利息資本化停止，上半年公司財務費用大幅增長 90.2% 至 8.75 億港元。根據公司投資計畫，2008-2010 年資本開支分別為 150 億、150 億及 125 億元人民幣。我們認為，這將進一步增加公司的財務負擔，擠壓盈利空間。

上網電價年內再次上調

上網電價再次上調 5.5%

8 月 20 日起，全國火電發電企業上網電價再次上調，各地上調幅度在每千瓦時 1 分-1.5 分之間。根據方案，公司火電機組平均上網電價上調 23 元/兆瓦時，增幅約 5.5%。

6 月-8 月兩次上網電價的上調，公司總共享受到 42 元/兆瓦時的電價上調，但是，這仍不能彌補電煤價格的上漲。公司預計，年內電價有望第三次上調。

下調盈利預測

盈利預測

我們上調了公司燃煤成本及資本開支假設，其中，2008 年單位燃煤成本上漲 28%，而此前的假設為增長 16%。根據我們預測，公司 2008 年 EPS 為 0.747 港元。

表 2：公司盈利預測

	2006年	2007年	2008年預測	2009年預測	2010年預測
收入	9,740	16,830	26,209	33,399	41,022
變動		72.79%	55.72%	27.43%	22.83%
經營成本	(7,420)	(12,774)	(21,651)	(26,926)	(32,643)
變動		72.15%	69.49%	24.36%	21.23%
經營利潤	2,553	4,299	4,716	6,758	8,533
變動		68.43%	9.68%	43.31%	26.26%
淨利潤	2,365	3,221	3,095	4,346	5,666
變動		36.19%	-3.91%	40.45%	30.36%
EPS	0.620	0.821	0.747	1.050	1.369
		32.36%	-8.91%	40.45%	30.36%

資料來源：公司資料，第一上海預測

投資建議——目標價 24.18 港元

DCF 估值

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，給予目標價 24.18 港元，相當於 08 年 32.35 倍市盈率，較現價有 31.0% 的上升空間，我們維持買入評級。

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	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	9,740.4	16,830.5	26,209.2	33,398.9	41,022.3
毛利	3,442.7	5,572.9	6,662.7	8,918.8	11,332.4
销售及管理费用	(1,122.6)	(1,516.7)	(2,104.7)	(2,446.0)	(2,953.3)
其他业务收入	232.6	243.2	157.7	285.4	153.8
经营利润	2,552.6	4,299.4	4,715.8	6,758.2	8,532.9
财务开支	(541.1)	(1,029.3)	(1,538.7)	(1,857.9)	(2,090.6)
联营公司	686.7	575.0	801.7	1,243.1	1,587.6
其他收益	46.9	30.8	30.8	30.8	30.8
税前盈利	2,745.1	3,875.9	4,009.6	6,174.3	8,060.7
所得税	(11.1)	(69.5)	(360.9)	(926.1)	(1,209.1)
少数股东应占利润	(369.1)	(585.8)	(554.1)	(901.7)	(1,185.4)
净利润	2,364.9	3,220.6	3,094.6	4,346.5	5,666.2
折旧及摊销	(985.7)	(1,706.5)	(2,584.0)	(3,381.6)	(4,069.1)
EBITDA	3,538.4	6,005.9	7,316.8	10,156.8	12,620.0
增长					
总收入 (%)	64.3%	72.8%	55.7%	27.4%	22.8%
EBITDA (%)	83.3%	69.7%	21.8%	38.8%	24.3%

资产负债表

百万港元 财务年度截止12月31日					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	预测	预测	预测	预测
现金	2,747.2	7,887.1	9,513.7	5,127.6	9,635.6
应收账款	2,316.8	5,140.1	4,721.1	7,845.3	7,589.4
存货	499.2	957.5	1,567.6	1,573.2	2,240.8
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	16,098.9	14,842.5	19,762.3
固定资产	27,341.5	39,522.7	53,842.1	65,460.5	73,891.4
联营公司权益	3,769.2	5,847.4	5,534.9	5,780.8	6,371.1
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	77,599.6	88,190.5	102,115.5
短期银行贷款	3,993.9	8,076.2	9,438.8	11,709.7	11,976.7
应付帐款	4,097.7	8,375.8	15,136.1	14,108.9	21,404.5
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	25,184.9	26,428.6	33,991.3
长期银行贷款	12,597.1	18,596.1	21,733.6	26,962.6	27,945.6
其他负债	21.2	63.1	63.1	63.1	63.1
总负债	20,903.9	36,757.0	46,981.5	53,454.3	62,000.0
少数股东权益	1,849.7	2,244.1	3,514.6	4,416.3	5,602.7
股东权益	15,284.9	24,813.5	27,103.5	30,319.9	34,512.9
每股账面值	4.0	6.5	6.9	7.3	8.3
营运资金	(2,703.9)	(3,713.4)	(9,086.1)	(11,586.2)	(14,229.0)

财务分析

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	预测	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	35.3%	33.1%	25.4%	26.7%	27.6%
EBITDA 利率 (%)	36.3%	35.7%	27.9%	30.4%	30.8%
EBIT 利率 (%)	26.2%	25.5%	18.0%	20.2%	20.8%
净利率 (%)	24.3%	19.1%	11.8%	13.0%	13.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	11.5%	9.0%	8.0%	7.3%	7.2%
实际税率 (%)	0.4%	1.8%	9.0%	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	0.80	1.11	0.88
收入/总资产	0.26	0.26	0.34	0.38	0.40
总资产/股本	2.49	2.57	2.86	2.91	2.96
收入对利息倍数	4.72	4.18	3.06	3.64	4.08

现金流量表

百万港元 财务年度截止12月31日					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	预测	预测	预测	预测
税前利润	2,745.1	3,875.9	4,009.6	6,174.3	8,060.7
营运资金变化	(829.9)	(241.0)	6,120.4	(4,157.0)	6,883.9
所得税	(1.9)	(14.4)	(360.9)	(926.1)	(1,209.1)
其他	760.7	1,933.0	3,180.3	3,727.9	4,436.3
营运现金流	2,674.0	5,553.5	12,949.4	4,819.1	18,171.8
资本开支	(4,992.2)	(6,895.3)	(15,000.0)	(15,000.0)	(12,500.0)
其他投资活动	(1.5)	(4,121.3)	1,520.4	1,282.7	1,150.1
投资活动现金流	(4,993.7)	(11,016.6)	(13,479.6)	(13,717.3)	(11,349.9)
负债变化	1,687.9	7,243.5	4,500.0	7,500.0	1,250.0
股本变化	60.2	5,079.2	0.0	0.0	0.0
股息	(762.6)	(734.5)	(804.6)	(1,130.1)	(1,473.2)
其他融资活动	(390.8)	(1,135.2)	(1,538.7)	(1,857.9)	(2,090.6)
融资活动现金流	594.7	10,377.8	2,156.7	4,512.0	(2,313.8)
现金变化	(1,725.0)	4,914.8	1,626.5	(4,386.1)	4,508.1
期初持有现金	4,411.5	2,747.2	7,887.2	9,513.7	5,127.6
汇兑变化	60.7	225.2	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	2,747.2	7,887.2	9,513.7	5,127.6	9,635.6

資料來源：公司公告，第一上海預測

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,並非作為或被視為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為可靠,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。