

持有

2008年8月28日

電價上調未能覆蓋成本的增長，燃煤成本及財務費用壓力持續積壓盈利空間

- **上半年業績下降 77.5%**：2008 年上半年，公司錄得淨利潤 4.06 億元，與預期相約。其中，經營收入 176.52 億元，同比增長 14.1%，這主要受益於上網電量增長 10.96%。經營成本 156.75 億元，同比增長 35.8%，成本的增長顯著大於收入的增長，致使公司經營利潤率同比下降 14.1 個百分點至 11.2%。
- **燃煤成本及財務費用不斷擠壓公司盈利空間**：上半年公司單位燃煤成本 168.78 元/千瓦時，同比增長 24%。其中 6 月為 196 元，而 7 月已上升至 220 元。8 月以來，上升幅度已明顯小於上半年，但上升趨勢延續，我們預計公司下半年的單位燃煤成本繼續攀升，全年將增長 30% 左右。同時，上半年公司單位財務費用 26.25 元/兆瓦時，同比增長 47%。根據公司投資規劃，2008-2010 年資本開支為 660-670 億元，在經營現金流下降過程中旺盛而持續的資金需求將給公司融資造成較大壓力，並進一步增加公司的財務負擔。
- **煤炭資源豐富**：公司是擁有最多煤炭資源的電力公司。目前，公司投資的塔山煤礦預計 2008 年產能達到 1000 萬噸，朔州地區的煤礦 2008 年產能 500 萬噸。同時，公司尚擁有若干待批煤礦，預計到 2010 年煤炭自給率達到 40%，從長期看將實現自備煤 60% 以上的比例，可以部分抵消燃煤成本上漲風險。
- **電價及燃煤成本敏感型**：8 月 20 日，公司下屬火電廠上網電價再次平均上調 0.02 元，但仍未能覆蓋燃煤成本的增加。我們對電價及煤炭價格敏感性進行分析，若電價及單位燃煤成本均上漲 10 元/兆瓦時，收入的增長僅能覆蓋 80% 的成本增加。
- **下調評級為持有，目標價 5.53 港元**：我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 5.53 港元。目標價相當於 08 年 61.3 倍市盈率，較現價有 10.36% 的上升空間，評級為**持有**。

王瑋

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

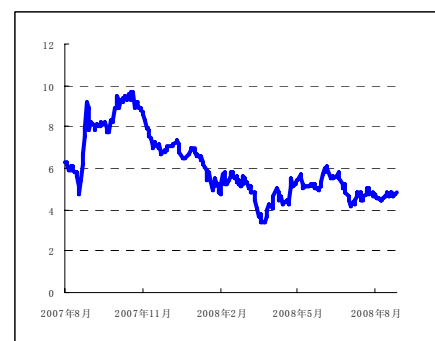
主要資料

行業	公用事業
股價	5.01 港元
目標價	5.53 港元 (+10.36%)
股票代碼	0991
已發行 H 股本	32.70 億股
H 股市值	164.58 億港元
52 周高/低	3.33-10.14 港元
每股淨現值	2.11 港元
主要股東	大唐集團 (35.42%) 北京能源投資 (13.01%) 河北建設投資 (13.01%)

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
營業額(人民幣百萬)	24,835	32,829	38,680	46,881	50,772
變動(%)		32.2%	17.8%	21.2%	8.3%
淨利潤(人民幣百萬)	2,778	3,406	953	1,750	2,338
每股盈利(人民幣元)	0.268	0.293	0.081	0.149	0.199
變動(%)		9.4%	-72.3%	83.7%	33.6%
市盈率@5.01 港元(倍)	16.8	15.4	55.5	30.2	22.6
每股股息(人民幣元)	0.23	0.12	0.03	0.06	0.08
股息現價比率(%)		2.69%	0.74%	1.37%	1.83%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

上半年業績分析

淨利潤 4.06 億元，同比下降 77.5%

2008 年上半年，公司業績同比下滑 77.5%，錄得淨利潤 4.06 億元，與預期相約。其中，經營收入 176.52 億元，同比增長 14.1%，經營成本 156.75 億元，同比增長 35.8%，經營利潤率同比下降 14.1 個百分點至 11.2%。

表 1：公司財務摘要

	2007-1H	2008-1H	變動	說明
經營收入	15,465	17,652	14.1%	發電量增長11%
經營成本	(11,545)	(15,675)	35.8%	燃煤單位成本增長24%
經營利潤	3,920	1,977	-49.6%	
營業利潤率	25.35%	11.20%		經營利潤率下降14.1個百分點
稅前利潤	2,985	525	-82.4%	
所得稅	(733)	28		
稅後利潤	2,253	553	-75.5%	財務費用單位成本增長47%
股東應占淨利潤	1,807	406	-77.5%	
淨利潤率	11.69%	2.30%		
EPS (人民幣元)	0.16	0.03	-81.3%	

資料來源：公司資料，第一上海

上網電量增長 10.96%

上半年，公司累計完成發電量 622.53 億千瓦時，同比增長 11.08%；上網電量 585.99 億千瓦時，同比增長 10.96%。發電量的增長主要受益於公司裝機容量的增長，上半年公司新增裝機容量 3812 兆瓦，較 2007 年底增長 18.9%。同時由於下花園電廠關停 200 兆瓦發電機組，公司上半年實際裝機容量增長 3612 兆瓦。

機組利用小時下降 3.5%

上半年，公司機組利用小時為 5625 小時，較去年同期下降 3.5%。7-8 月，公司為確保奧運用電，機組利用小時仍有 2%-3% 的下降。公司預計，雪災、地震及奧運等影響需求的幾個因素將得以消除，下半年機組利用小時將逐漸回升，預計全年機組利用小時為 5500-5800 小時。

煤炭成本及財務費用——擠壓公司盈利空間的兩大因素

單位燃料成本增長 24%

上半年，公司合同煤比重 58%，市場煤比重 42%，單位燃煤成本 168.78 元，同比增長 24%。至 7 月底，公司合同煤比重已升至 63%，而 7-8 月的合同兌現率也已達到或超過 100%。但由於合同煤簽訂時間的不同，合同價格相差較大。1-7 月，公司單位煤炭成本為 170 元，其中 6 月為 196 元，而 7 月已上升至 220 元。8 月以來，上升幅度已明顯小於上半年，國家的煤炭限價措施取得成效。

考慮到煤炭價格上升的趨勢延續，我們預計公司下半年的單位燃煤成本繼續攀升，全年將增長 30% 左右，燃煤成本將繼續擠壓公司的盈利空間。

單位財務費用增長 47%

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，上半年公司單位財務費用大幅增長 47% 至 26.25 元。

根據公司投資計畫，2008-2010 年資本開支分別為 260 億、220 億及 180-190 億元人民幣。我們認為，在經營現金流下降過程中旺盛而持續的資金需求將給公司融資造成較大壓力，並進一步增加公司的財務負擔。

煤炭資源豐富——部分抵消燃料成本風險**煤炭資源豐富**

公司是擁有最多煤炭資源的電力公司。目前，公司投資的塔山煤礦預計 2008 年產能達到 1000 萬噸，朔州地區的煤礦 2008 年產能 500 萬噸。同時，公司尚擁有若干待批煤礦，預計到 2010 年煤炭自給率達到 40%，從長期看將實現自備煤 60% 以上的比例。

表 2：公司主要煤礦資源

煤礦	儲量（億噸）	開採量（萬噸）	煤炭品種
塔山煤礦	50	1,500	高質量動力煤，熱值5500以上
勝利煤礦	53	6,000	褐煤，熱值3000-3500
禹州煤礦	14.93	1,000	熱值4000左右
五間房煤礦	56	4,200	長焰煤，熱值4100-4200
孔兌溝煤礦	8.8	1,000	長焰煤，熱值5000左右
長灘煤礦	25.6	2,000	長焰煤，熱值5100-5200
總計	208.33	15,700	

資料來源：公司資料

電價二次上調**上網電價再次上調 5.7%**

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 19.93 元/兆瓦時，增幅約 5.7%。

通過 6 月-8 月的兩次電價上調方案，公司享受到電價上調的好處約 37 元/兆瓦時，但並未能全部覆蓋燃煤成本的增加。

盈利預測

下調盈利預測

收入假設：不考慮電價未來繼續上調，2008年機組利用小時下降2%；
成本假設：2008年單位燃煤成本同比增長28%。

由於燃煤成本上調、財務成本壓力增大，根據我們預測，公司2008年EPS為0.08元人民幣元。

表3：公司盈利預測

單位：百萬元人民幣

	2006年	2007年	2008年預測	2009年預測	2010年預測
營業收入	24,835	32,829	38,680	46,881	50,772
變動		32.2%	17.8%	21.2%	8.3%
營業成本	(18,847)	(25,089)	(34,269)	(40,470)	(42,619)
變動		33.1%	36.6%	18.1%	5.3%
營業利潤	5,988	7,740	4,411	6,411	8,153
變動		29.3%	-43.0%	45.3%	27.2%
營業利潤率	24.11%	23.58%	11.40%	13.67%	16.06%
淨利潤	2,778	3,406	953	1,750	2,338
變動		22.6%	-72.0%	83.7%	33.6%
淨利潤率	11.18%	10.38%	2.46%	3.73%	4.61%

資料來源：公司資料，第一上海預測

敏感性

我們對電價及煤炭價格敏感性分析如下（其中，價格變動指全年平均變動數），資料表明，成本與電價相同變動時，電價並不能完全覆蓋成本的增長。

表4：EPS 敏感性分析

	2008年預測	變動	2009年預測	變動
電價敏感性				
+10 (元/兆瓦時)	0.154	90.23%	0.230	53.94%
單位煤炭成本敏感性				
+10 (元/兆瓦時)	-0.010	-112.08%	0.049	-67.01%
-10 (元/兆瓦時)	0.172	112.08%	0.249	67.01%

資料來源：公司資料，第一上海預測

投資建議

下調目標價至 **5.53** 港元

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，下調目標價 19.8% 至 5.53 港元。這主要由於公司經營性現金流下降及投資支出增加，從而自由現金流下降。目標價相當於 08 年 61.3 倍市盈率，較現價有 10.36% 的上升空間，我們降低評級為持有。

表 5：DCF 估值表

	2008年预测	2009年预测	2010年预测	2011年预测	2012年预测	稳定增长期		
						2013年预测	2014年预测	2015年预测
自由现金流	(14,382)	(7,208)	(4,186)	1,558	7,034	7,245	7,462	7,686
自由现金流折现	(13,482)	(6,334)	(3,448)	1,203	5,092	4,917	4,747	4,584
期数	1	2	3	4	5	6	7	8
WACC	6.67%							
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	77.56%							
所得税	25.00%							
债务成本	7.00%							
稳定期增长率	3.00%							

单位: 百万人民币

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 2.98 港元—10.61 港元之間。

表 6：目標價對 WACC 和穩定期增長率敏感性

		WACC				
		4.67%	5.67%	6.67%	7.67%	8.67%
稳定期 增长率	1%	9.29	6.82	5.13	3.90	2.98
	2%	9.61	7.07	5.33	4.06	3.11
	3%	9.93	7.32	5.53	4.23	3.25
	4%	10.27	7.58	5.73	4.40	3.39
	5%	10.61	7.84	5.94	4.57	3.53

資料來源：公司資料，第一上海預測

主要財務報表

損益表

百万人民币	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	24,835	32,829	38,680	46,881	50,772
燃料	(10,664)	(15,263)	(22,156)	(25,909)	(26,815)
维修保养	(778)	(1,039)	(1,280)	(1,535)	(1,647)
折旧	(4,108)	(4,930)	(6,096)	(7,316)	(8,249)
销售管理费用	(3,018)	(3,504)	(4,322)	(5,206)	(5,556)
其他	(279)	(353)	(416)	(504)	(352)
经营利润	5,988	7,740	4,411	6,411	8,153
财务费用	(1,334)	(2,012)	(3,049)	(3,802)	(4,625)
联营公司投资收益	9	108	128	128	128
税前利润	4,664	5,837	1,490	2,736	3,656
税项	(1,081)	(1,446)	(268)	(493)	(658)
少数股东	(805)	(984)	(269)	(494)	(659)
净利润	2,778	3,406	953	1,750	2,338
EPS (Rmb)	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0
EBITDA	10,096	12,670	10,506	13,727	16,402
增长					
总收入 (%)	38.0%	32.2%	17.8%	21.2%	8.3%
EBITDA (%)	38.9%	25.5%	-17.1%	30.7%	19.5%
EPS-diluted (%)	-40.1%	9.4%	-72.1%	83.7%	-100.0%

资产负债表

百万人民币	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
现金	4,451	3,649	5,467	5,025	7,638
应收账款	3,338	4,945	2,861	3,468	3,756
存货	807	1,051	2,232	1,613	2,375
其他流动资产	730	1,816	2,103	2,534	2,916
总流动资产	9,326	11,509	12,663	12,639	16,684
固定资产	77,506	102,585	122,489	137,173	147,924
其他资产	3,021	5,354	5,111	5,093	5,093
联营公司权益	857	1,342	1,757	2,039	2,321
总资产	90,711	121,773	142,021	156,944	172,022
短期银行贷款	12,243	26,905	22,532	14,594	15,894
应付帐款	7,648	10,744	11,557	13,534	14,036
其他流动负债	1,538	3,943	3,943	3,943	3,943
总短期负债	21,430	41,632	38,032	32,071	33,873
长期银行贷款	40,274	44,273	68,648	88,387	100,089
可转换债券	1,112	0	0	0	0
其他长期负债	695	1,529	1,529	1,529	1,529
总负债	63,510	87,533	108,209	121,987	135,492
少数股东权益	3,305	4,643	3,261	2,657	1,892
股东权益	23,896	29,598	30,550	32,300	34,638
每股账面值	2.3	2.5	2.6	2.8	3.0

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	40.7%	38.6%	27.2%	29.3%	32.3%
EBIT 利率 (%)	24.1%	23.6%	11.4%	13.7%	16.1%
净利率 (%)	11.2%	10.4%	2.5%	3.7%	4.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	12.2%	10.7%	11.2%	11.1%	10.9%
实际税率 (%)	23.2%	24.8%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率 (%)	48.6%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%
库存周转	20	20	20	20	20
应付账款天数	180	180	180	180	180
应收账款天数	27	27	27	27	27
财务状况					
净负债/股本	205.8%	228.2%	280.6%	303.3%	312.8%
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产/股本	3.8	4.1	4.6	4.9	5.0
收入对利息倍数	4.4	3.7	1.4	1.7	1.7
ROE	11.6%	11.5%	3.1%	5.4%	6.8%

现金流量表

百万人民币	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
税前利润	4,664	5,837	1,490	2,736	3,656
折旧	4,109	4,930	6,096	7,316	8,249
营运资金变化	(1,613)	(983)	1,380	1,558	(930)
税项	(1,048)	(1,293)	(268)	(493)	(658)
其他变化	(1,048)	(102)	(111)	(149)	(168)
营运现金流	5,064	8,388	8,586	10,969	10,149
资本开支	(15,394)	(25,968)	(26,000)	(22,000)	(19,000)
自由现金流	(10,330)	(17,580)	(17,414)	(11,031)	(8,851)
其他投资活动	(945)	239	(242)	(242)	(242)
投资活动现金流	(16,340)	(25,729)	(26,242)	(22,242)	(19,242)
负债变化	12,789	12,070	20,002	11,802	13,002
股本变化	3,279	1,112	0	0	0
股息	(1,751)	(3,521)	(394)	(723)	(967)
其他融资活动	387	0	(134)	(247)	(330)
融资活动现金流	14,703	16,541	19,474	10,831	11,706
现金变化	3,427	(799)	1,818	(442)	2,613
期初持有现金	1,029	4,451	3,649	5,467	5,025
期末持有现金	4,451	3,649	5,467	5,025	7,638

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。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。