中國電力（2380）

更新報告

買入

2008 年 7 月 3 日

上網電價上調 8.45%，業績改善

- **上網電價上調 8.45%：**爲保障電力供應，緩解電力企業生產經營困難，國家發改委正式公佈了各電網公司電價上調方案。根據檔，公司下屬電廠電價均獲得不同幅度的調整，平均漲幅達 8.45%，新的上網電價從 7 月 1 日起執行。
- **收入提升 4.36%：**根據我們預測，平圩二廠和姚孟二廠的燃煤機組由於安裝脫硫設施而享受脫硫電價，獲得收入提升 1.68 億元人民幣。同時，上網電價上調對公司 2008 年整體營業收入的提升爲 4.36%。
- **電價仍有上調空間：**我們預計，公司 2008 年單位燃煤成本上漲 14%，電價上調未能覆蓋燃煤成本的增長。同時，雖然國家於 6 月 19 日出臺了全國發電用煤的價格臨時干預措施，要求保證電煤合同的兌現率，但由於 6 月 19 日市場煤價已較年初上漲 60%左右，實際干預效果有限。因此，市場普遍預期上網電價在 2008 年底至 2009 年初將進一步上調。
- **對電價變動的敏感性大於煤炭的變動：**我們對單位煤炭成本及上網電價變動對公司盈利的影響進行分析，上網電價平均變動 1%可以覆蓋煤炭單位成本 1.78%的漲幅。
- **評級爲買入，目標價 3.05 港元：**我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價爲 3.05 港元，目標價相當於 08 年 13.3 倍 PE，較現價有 46.67%的上升空間，評級爲**買入**。

。

第一上海研究部

86755-3336 7019

主要資料

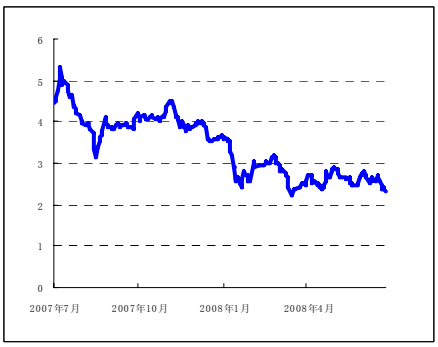
行業	公用事業
股價	2.08 港元
目標價	3.05 港元（+46.67%）
股票代碼	2380
已發行 H 股本	36.06 億股
H 股市值	75 億港元
52 周高/低	2.07-5.34 港元
每股淨現值	3.298 港元
主要股東	中國電力集團 (55.38%)

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(人民币百万)	5,203	5,907	10,907	14,729	17,880
变动(%)	19.3%	13.5%	84.6%	35.0%	21.4%
净利润(人民币百万)	703	592	795	953	1,040
每股盈利(人民币元)	0.220	0.164	0.220	0.264	0.289
变动(%)	4.8%	-25.3%	34.1%	20.0%	9.1%
市盈率@2.08港元(倍)	8.4	11.3	8.4	7.0	6.4
每股股息(人民币元)	0.08	0.05	0.05	0.08	0.08
股息现价比率(%)	4.32%	2.92%	2.92%	4.32%	4.32%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

上網電價上調 8.45%

上網電價上調 8.45%

爲保障電力供應，緩解電力企業生產經營困難，國家發改委正式公佈了各電網公司電價上調方案。根據檔，公司下屬電廠電價均獲得不同幅度的調整，平均漲幅達 8.45%，新的上網電價從 7 月 1 日起執行。

表 1：公司電廠上網電價上調方案

单位：人民币元/兆瓦时

	调整前电价	调整后电价	调整幅度 数额	调整幅度 变化	备注
全资电厂					
平圩电厂	327.00	355.00	28.00	8.56%	
平圩二厂	371.00	383.00	12.00	3.23%	含15元/兆瓦时脱硫电价
姚孟电厂	311.00	340.00	28.80	9.32%	
姚孟二厂	349.20	369.20	20.00	5.73%	含15元/兆瓦时脱硫电价
神头一厂	224.40	269.30	44.90	20.01%	
平均	**316.52**	**343.30**	**26.70**	**8.45%**	
新投产电厂					
大别山电厂	367.00	390.00	23.00	6.27%	
联营公司					
常熟电厂	377.3	401.9	24.6		含7.5元/兆瓦时脱硫电价

資料來源：公司資料

收入提升 4.36%

收入提升 4.36%

根據我們預測，平圩二廠和姚孟二廠的燃煤機組由於安裝脱硫設施而享受脱硫電價，獲得收入提升 1.68 億元人民幣。同時，上網電價上調對公司 2008 年整體營業收入的提升爲 4.36%。

表 2：公司電廠營業收入預測

单位：人民币百万元

	2008年预测 调整前	2008年预测 调整后	2008年预测 变化	脱硫电价收入提升
全资电厂				
平圩电厂	2,101	2,191	4.28%	
平圩二厂	2,060	2,093	1.62%	83
姚孟电厂	1,776	1,859	4.66%	
姚孟二厂	1,967	2,023	2.86%	84
神头一厂	1,319	1,451	10.00%	
新投产电厂				
大别山电厂	899	946	5.18%	
总计	**10,122**	**10,563**	**4.36%**	**168**

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

電價仍有上調空間

未覆蓋燃煤成本上漲

我們預計，公司 2008 年單位燃煤成本上漲 14%，電價上調未能覆蓋燃煤成本的增長。同時，雖然國家於 6 月 19 日出臺了全國發電用煤的價格臨時干預措施，要求保證電煤合同的兌現率，但由於 6 月 19 日市場煤價已較年初上漲 60%左右，實際干預效果有限。因此，市場普遍預期上網電價在 2008 年底至 2009 年初將進一步上調。

盈利預測

盈利預測

假設前提：

五淩水電收購項目於 2008 年第四季度完成；

不考慮電價未來繼續上調空間。

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	5,203	5,907	10,907	14,729	17,880
变动		*13.54%*	*84.64%*	*35.04%*	*21.39%*
经营成本	4,528	5,406	9,644	13,017	15,712
变动		*19.40%*	*78.38%*	*34.98%*	*20.70%*
经营利润	838	582	1,350	1,778	2,195
变动		*-30.47%*	*131.86%*	*31.71%*	*23.42%*
净利润	703	592	795	953	1,040
变动		*-15.70%*	*34.13%*	*19.96%*	*9.13%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

敏感性

電價及煤炭成本敏感性

我們對單位煤炭成本及上網電價變動對公司盈利影響進行分析，上網電價平均變動 1%可以覆蓋煤炭單位成本 1.78%的漲幅。

表 4：EPS 敏感性分析

	2008年预测		2009年预测	
	EPS变化	变动	EPS变化	变动
煤炭单位成本变动				
+1%	(0.014)	*6.29%*	(0.020)	*7.45%*
-1%	0.014	*-6.29%*	0.020	*-7.45%*
电价变动				
+1%	0.025	*11.26%*	0.036	*13.71%*
-1%	(0.025)	*-11.26%*	(0.036)	*-13.71%*

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 3.05 港元

DCF 估值

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 3.05 港元，目標價相當於 08 年 12.3 倍 PE，較現價有 46.67%的上升空間，我們維持買入評級。

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	(3, 397)	(3, 126)	(473)	652	1, 739	1, 783	1, 827	1, 873
自由现金流折现	(3, 164)	(2, 713)	(382)	491	1, 220	1, 164	1, 112	1, 061
期数	1	2	3	4	5	6	7	8

WACC	7.36%
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	66.81%
所得税	25.00%
债务成本	7.00%
稳定期增长率	2.50%

单位:百万人民币

資料來源：公司資料，第一上海預測

目標價對WACC和穩定期增長率敏感性

根據 WACC 和穩定期增長率的敏感性分析，目標價在 1.56 港元—5.85 港元之間。

表 6：目標價對 WACC 和穩定期增長率敏感性

		WACC 5.36%	6.36%	7.36%	8.36%	9.36%
稳定期增长率	0.5%	5.08	3.75	2.81	2.10	1.56
	1.5%	5.26	3.90	2.93	2.20	1.65
	2.5%	5.46	4.05	3.05	2.31	1.73
	3.5%	5.65	4.21	3.18	2.41	1.82
	4.5%	5.85	4.36	3.30	2.51	1.91

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

损益表

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	5,202.9	5,907.3	10,907.5	14,729.0	17,879.5
毛利	1,485.9	1,331.0	2,665.7	3,300.7	3,895.7
销售及管理费用	(723.5)	(814.1)	(1,386.0)	(1,641.4)	(1,813.8)
其他业务收入	75.2	65.5	70.6	119.1	113.0
经营利润	837.6	582.4	1,350.3	1,778.4	2,194.9
财务开支	(133.5)	(185.0)	(460.3)	(928.5)	(1,238.9)
联营公司	102.1	263.5	77.8	311.4	311.4
其他收益	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
税前盈利	806.2	660.9	967.8	1,161.3	1,267.4
所得税	(104.5)	(69.5)	(174.2)	(209.0)	(228.1)
少数股东应占利润	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
净利润	702.8	592.4	794.6	953.3	1,040.3
折旧及摊销	376.2	376.0	789.9	991.6	1,211.4
EBITDA	1,213.8	958.4	2,140.2	2,770.0	3,406.3
增长					
总收入 (%)	19.3%	13.5%	84.6%	35.0%	21.4%
EBITDA (%)	14.6%	-21.0%	123.3%	29.4%	23.0%

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					
毛利率 (%)	28.6%	22.5%	24.4%	22.4%	21.8%
EBITDA 利率 (%)	23.3%	16.2%	19.6%	18.8%	19.1%
EBIT 利率 (%)	26.2%	25.5%	20.4%	21.3%	0.0%
净利率 (%)	13.5%	10.0%	7.3%	6.5%	5.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	13.9%	13.8%	12.7%	11.1%	10.1%
实际税率 (%)	13.0%	10.5%	18.0%	18.0%	18.0%
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	0.0
应付账款天数	259.4	238.3	238.3	238.3	0.0
应收账款天数	73.0	80.9	80.9	80.9	0.0
财务状况					
净负债/股本	0.91	0.76	0.65	0.74	0.00
收入/总资产	0.26	0.26	0.33	0.37	0.00
总资产/股本	1.89	1.72	2.80	3.14	3.29
收入对利息倍数	4.72	4.18	3.95	4.72	0.00

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	1,446.9	734.1	1,921.7	1,743.8	2,454.0
应收账款	860.8	1,283.1	1,527.0	2,209.4	2,681.9
存货	287.1	277.8	513.0	692.8	840.9
其他流动资产	224.1	286.3	286.3	286.3	286.3
总流动资产	2,819.0	2,581.2	4,248.0	4,932.2	6,263.1
固定资产	8,206.8	14,594.6	21,547.8	26,070.3	28,566.0
联营公司权益	850.7	847.3	762.5	911.2	1,058.9
其他资产	5,253.6	1,150.8	1,239.0	1,336.0	1,442.7
总资产	17,130.0	19,173.9	27,797.2	33,249.6	37,330.7
短期银行贷款	2,424.0	1,071.0	1,071.0	1,071.0	1,071.0
应付帐款	240.2	428.6	545.4	736.5	894.0
其他短期负债	964.7	1,775.9	1,940.4	2,126.6	2,334.5
总短期负债	3,628.9	3,275.5	3,556.8	3,934.0	4,299.5
长期银行贷款	3,812.0	7,706.4	15,449.5	19,860.8	22,826.5
其他负债	584.1	660.7	514.4	431.5	382.2
总负债	8,025.0	11,642.5	19,520.6	24,226.3	27,508.2
少数股东权益	25.8	44.5	984.8	1,066.8	1,114.0
股东权益	9,079.2	11,134.9	9,934.9	10,599.7	11,351.6
每股账面值	2.4	2.9	2.6	2.8	3.0
营运资金	(810.0)	(694.3)	691.2	998.2	1,963.6

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	806.2	660.9	967.8	1,161.3	1,267.4
营运资金变化	158.2	664.4	(197.9)	(484.8)	(255.3)
所得税	(104.5)	(69.5)	(174.2)	(209.0)	(228.1)
其他	573.8	172.8	682.7	603.4	830.3
营运现金流	1,433.7	1,428.6	1,278.4	1,070.8	1,614.3
资本开支	(3,271.4)	(6,488.8)	(5,243.1)	(5,514.1)	(3,707.1)
其他投资活动	(3,072.6)	2,504.5	(2,396.1)	142.5	125.7
投资活动现金流	(6,344.0)	(3,984.2)	(7,639.3)	(5,371.6)	(3,581.4)
负债变化	2,777.5	2,276.1	7,743.1	4,411.3	2,965.7
股本变化	1,700.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(288.4)	(194.7)	(194.7)	(288.4)	(288.4)
其他融资活动	1.9	(144.7)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	4,191.0	1,936.7	7,548.4	4,122.9	2,677.3
现金变化	(719.4)	(618.9)	1,187.6	(177.9)	710.2
期初持有现金	2,187.9	1,446.9	734.1	1,921.7	1,743.8
期末持有现金	1,446.9	734.1	1,921.7	1,743.8	2,454.0

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。