

買入

2008年9月5日

上半年虧損 2.49 億元，財務費用增長超預期

- **上半年虧損 2.49 億元人民幣**：2008 上半年，公司經營首次出現虧損，淨利潤同比減少 3.19 億元人民幣，錄得虧損 2.49 億元，低於我們預期。其中，營業收入 40.43 億元，同比增長 47.3%，經營成本 40.28 億元，同比增長 58.5%，經營利潤率同比下降 7.7 個百分點至 0.6%。
- **財務費用增長超預期**：公司上半年財務費用 2.62 億元人民幣，而去年同期僅為 0.69 億元，大幅增長了 278.4%，這遠超出我們預期。財務費用大幅增長的原因主要是新建機組的投入運營，相關利息資本化停止。由於公司正在進行五凌水電收購事項，收購完成後，由於資金融資需求，公司淨資產負債率將大幅增長，並繼續加大財務壓力。
- **預計全年單位燃料成本增長 30%-40%**：上半年，公司單位燃料成本同比增長 24%，達到 193 元/兆瓦，標煤單價 570 元左右。煤炭採購方面，重點合同煤比重為 75%，非重點合同煤 15%，市場煤 15%。其中，重點合同兌現率達到 90% 以上。7-8 月，煤炭價格仍在上漲，雖然上漲幅度趨緩，但仍處高位，公司預計全年單位燃料成本的增幅將達到 30%-40%。
- **兩次電價上調未能覆蓋煤價的上漲**：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 22 元/兆瓦時，全資電廠的增幅約 6.41%。6 月-8 月兩次上網電價的上調，公司總共享受到 49 元/兆瓦時的電價上調，高於行業平均。這在一定程度上起到了緩解作用，但是仍未能根本解決問題。
- **評級持有，目標價 2.45 港元**：我們下調了公司盈利預測，用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 2.45 港元，目標價相當於 08 年 88 倍 PE，較現價有 14.1% 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	2.15 港元
目標價	2.45 港元 (+14.1%)
股票代碼	2380
已發行 H 股本	36.06 億股
H 股市值	77.52 億港元
52 周高/低	2.07-4.6 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
營業額(人民币百万)	5,203	5,907	10,614	13,275	16,546
變動(%)	19.3%	13.5%	79.7%	25.1%	24.6%
淨利潤(人民币百万)	703	592	90	320	366
每股盈利(人民币元)	0.220	0.164	0.025	0.089	0.102
變動(%)	4.8%	-25.3%	-84.9%	257.2%	14.5%
市盈率 2.15 港元(倍)	8.7	11.6	77.1	21.6	18.8
每股股息(人民币元)	0.08	0.05	0.01	0.03	0.03
股息現價比率(%)	4.18%	2.82%	0.43%	1.53%	1.75%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

上半年虧損 2.49 億元

上半年淨利下降 3.19 億元，錄得虧損 2.49 億元

2008 上半年，公司經營首次出現虧損，淨利潤同比減少 3.19 億元人民幣，錄得虧損 2.49 億元，低於我們預期。其中，營業收入 40.43 億元，同比增長 47.3%，經營成本 40.28 億元，同比增長 58.5%，經營利潤率同比下降 7.7 個百分點至 0.6%。

表 1：公司財務資料摘要

单位:百万人民币				
	2007-1H	2008-1H	变动	说明
营业额	2,745	4,043	47.3%	受益于新投产机组装机容量增加
其他收入	21	4	-79.7%	
经营成本	(2,542)	(4,028)	58.5%	燃煤成本增长70.48%
其他收益	4	4	-7.9%	
经营利润	228	23	-89.7%	
经营利润率	8.3%	0.6%		经营利润率下降7.7个百分点
利息收入	15	6	-60.7%	
财务费用	(69)	(262)	278.4%	新机组投产，部分利息资本化停止
税前利润	98	(237)		
税项	(28)	(13)		
当期利润	69	(250)		
本公司权益持有人应占	70	(249)		
净利率	2.5%			
EPS (人民币)	0.02	(0.07)		

資料來源：公司資料，第一上海

售電量增長 36.89%

1-6 月，公司累計售電量 16,869,253 兆瓦時，較去年同期增長 36.89%。這主要受益於公司新裝機組的投產，電力供應能力提高。

單位燃料成本增長 24%

單位燃料成本增長 24%

上半年，公司單位燃料成本同比增長 24%，達到 193 元/兆瓦，標煤單價 570 元左右。煤炭採購方面，重點合同煤比重為 75%，非重點合同煤 15%，市場煤 15%。其中，重點合同兌現率達到 90% 以上。7-8 月，煤炭價格仍在上漲，雖然上漲幅度趨緩，但仍處高位，公司預計全年單位燃料成本的增幅將達到 30%-40%。

財務費用增長超預期

財務費用增長 278.4%

公司上半年財務費用 2.62 億元人民幣，而去年同期僅為 0.69 億元，大幅增長了 278.4%，這遠超出我們預期。財務費用大幅增長的原因主要是新建機組的投入運營，相關利息資本化停止。由於公司正在進行五凌水電收購事項，收購完成後，由於資金融資需求，公司淨資產負債率將大幅增長，並繼續加大財務壓力。

上網電價再次上調

上網電價再次上調 2.2 分

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 22 元/兆瓦時，全資電廠的增幅約 6.41%。6 月-8 月兩次上網電價的上調，公司總共享受到 49 元/兆瓦時的電價上調，高於行業平均。這在一定程度上起到了緩解作用，但是仍未能根本解決問題。

表 2：公司電廠上網電價上調方案

單位：人民幣元/兆瓦時

	調整前電價	調整後電價	調整幅度	
			數額	變化
全資電廠				
平圩電廠	370.00	385.00	15.00	4.05%
平圩二廠	383.00	408.00	25.00	6.53%
姚孟電廠	340.00	365.00	25.00	7.35%
姚孟二廠	354.20	379.20	25.00	7.06%
神頭一廠	269.30	289.30	20.00	7.43%
平均	343.30	365.30	22.00	6.41%
新投產電廠				
大別山電廠	390.00	410.00	20.00	5.13%
聯營公司				
常熟電廠	401.90	426.90	25.00	6.22%

資料來源：公司資料

關於五凌水電

從長期看，計畫水電規模超過 20%

五凌電力主要於湖南及貴州從事水力發電的開發、生產及供應，至 2007 年底，應占裝機容量 3542 兆瓦，同時，由於五凌電力擁有多個在建及規劃中項目，未來仍可額外提供 5500 兆瓦裝機容量。而目前，公司火電電廠權益裝機容量為 8837 兆瓦，五凌電力的裝機規模超過了公司目前的火電廠規模。因此，當收購完成後，公司發電量將得到極大提升。公司表示，將儘快進行程式性工作，儘早完成股權收購。從長期看，公司將調整發電資產結構，水電比例將超過 20%。目前，由於收購尚未完成，我們暫時不考慮五凌水電的盈利貢獻。

下調盈利預測

盈利預測

我們主要調整了 2008 年單位燃煤成本增長假設至 35%，同時，暫不考慮五凌水電的收益貢獻。

表 3：公司盈利預測

	2006年	2007年	2008年預測	2009年預測	2010年預測
收入	5,203	5,907	10,614	13,275	16,546
變動		13.54%	79.68%	25.07%	24.63%
經營成本	4,528	5,406	9,980	11,995	14,793
變動		19.40%	84.60%	20.19%	23.33%
經營利潤	838	582	684	1,162	1,528
變動		-30.47%	17.51%	69.72%	31.59%
淨利潤	703	592	90	320	366
變動		-15.70%	-84.89%	257.21%	14.50%
EPS	0.22	0.16	0.02	0.09	0.10
變動		-25.30%	-84.89%	257.21%	14.50%

資料來源：公司資料，第一上海預測

投資建議——目標價 2.45 港元

DCF 估值

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 2.45 港元，目標價相當於 08 年 88 倍 PE，較現價有 14.1% 的上升空間，評級持有。

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	5,202.9	5,907.3	10,614.2	13,275.3	16,545.6
毛利	1,485.9	1,331.0	1,686.3	2,453.8	3,000.6
销售及管理费用	(723.5)	(814.1)	(1,036.3)	(1,357.2)	(1,523.9)
其他业务收入	75.2	65.5	34.4	64.9	51.6
经营利润	837.6	582.4	684.4	1,161.5	1,528.4
财务开支	(133.5)	(185.0)	(576.4)	(928.5)	(1,238.9)
联营公司	102.1	263.5	0.0	155.7	155.7
其他收益	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
税前盈利	806.2	660.9	107.9	388.7	445.2
所得税	(104.5)	(69.5)	(19.4)	(70.0)	(80.1)
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	89.5	319.7	366.1
折旧及摊销	376.2	376.0	763.7	933.3	1,068.9
EBITDA	1,213.8	958.4	1,448.1	2,094.8	2,597.3
增长					
总收入 (%)	19.3%	13.5%	79.7%	25.1%	24.6%
EBITDA (%)	14.6%	-21.0%	51.1%	44.7%	24.0%

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	1,446.9	734.1	1,473.5	1,116.0	1,315.1
应收账款	860.8	1,283.1	1,486.0	1,991.3	2,481.8
存货	287.1	277.8	499.2	624.4	778.2
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	3,745.0	4,017.9	4,861.4
固定资产	8,206.8	14,594.6	21,573.9	26,154.8	28,793.0
联营公司权益	850.7	847.3	684.6	677.6	669.7
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	27,242.6	32,186.3	35,766.7
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	530.7	663.8	827.3
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	3,542.1	3,861.3	4,232.8
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	19,506.0	24,153.6	27,441.5
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	9,394.9	9,609.1	9,854.4
每股账面值	2.4	2.9	2.5	2.5	2.6
营运资金	(810.0)	(694.3)	202.9	156.6	628.6

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%	15.9%	18.5%	18.1%
EBITDA 利率 (%)	23.3%	16.2%	13.6%	15.8%	15.7%
EBIT 利率 (%)	26.2%	25.5%	20.4%	21.3%	0.0%
净利率 (%)	13.5%	10.0%	0.8%	2.4%	2.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	13.9%	13.8%	9.8%	10.2%	9.2%
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	2.90	3.35	3.63
收入对利息倍数	4.72	4.18	3.95	4.72	0.00

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	107.9	388.7	445.2
营运资金变化	158.2	664.4	(157.7)	(311.2)	(272.9)
所得税	(104.5)	(69.5)	(19.4)	(70.0)	(80.1)
其他	573.8	172.8	734.4	718.7	868.6
营运现金流	1,433.7	1,428.6	665.2	726.2	960.7
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)	124.6	100.6
投资活动现金流	(6,344.0)	(3,984.2)	(7,639.3)	(5,389.5)	(3,606.5)
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)	(29.5)	(105.5)	(120.8)
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	7,713.6	4,305.8	2,844.9
现金变化	(719.4)	(618.9)	739.5	(357.6)	199.1
期初持有现金	2,187.9	1,446.9	734.1	1,473.5	1,116.0
期末持有现金	1,446.9	734.1	1,473.5	1,116.0	1,315.1

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。