

**買入**

2008年10月15日

**前三季度發電量增長 11.3%，行業總體正向好的方向發展**

- **前三季度發電量增長 11.3%**：2008 年前三季度，公司累計完成發電量 963.809 億千瓦時，比去年同期增長 11.3%；累計完成上網電量 906.391 億千瓦時，同比增長 11.16%。公司發電量的增長主要受益於運營機組容量的增長。至 9 月 30 日，與 2007 年同期相比，公司新增裝機容量 3,662 兆瓦，考慮到下花園電廠關停 200 兆瓦機組，實際新增裝機容量 3,462 兆瓦。
- **全國發電量增速持續下降**：1-9 月份，全國規模以上電廠發電量 26072.18 億千瓦時，同比增長 9.9%，全社會用電量 26269.99 億千瓦時，同比增長 9.67%，發電量及用電量的增速持續下降。細分各月資料，第三季度發電量增速明顯大幅下降。我們認為，一方面，奧運期間部分高耗能工業企業停產限產，直接影響了需求，另一方面，由於對經濟前景的擔憂，部分企業復產意願不強，抑制了電力需求。
- **煤炭價格繼續走低**：動力煤價格保持了下降態勢，10 月 13 日，優混一大同及優混一山西價格較前一周再次下跌 10 元/噸，分別為 955 元/噸及 875 元/噸，較最高位已分別下降 10.3% 和 12.1%。我們認為煤價走低較電力需求增速下降的負面影響更為重要，電力行業最差的時期已過去，行業正向有利的方向發展。
- **評級買入，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 51.5% 的上升空間，評級為買入。

王瑋

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

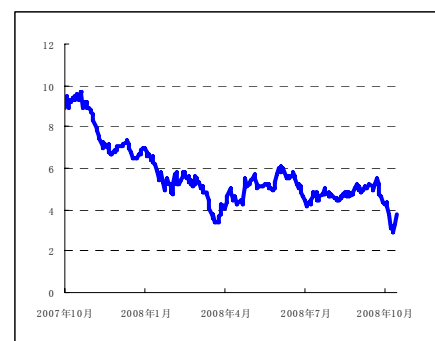
**主要資料**

行業	公用事業
股價	3.65 港元
目標價	5.53 港元 (+51.5%)
股票代碼	0991
已發行 H 股本	32.70 億股
H 股市值	121.02 億港元
52 周高/低	2.85-10.14 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@3.65 港元(倍)	12.3	11.2	40.5	22.0	16.5
每股股息(人民幣元)	0.23	0.12	0.03	0.06	0.08
股息現價比率(%)		3.69%	1.02%	1.88%	2.51%

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：彭博

## 前三季度發電量同比增長 11.3%

### 發電量增長 11.3%

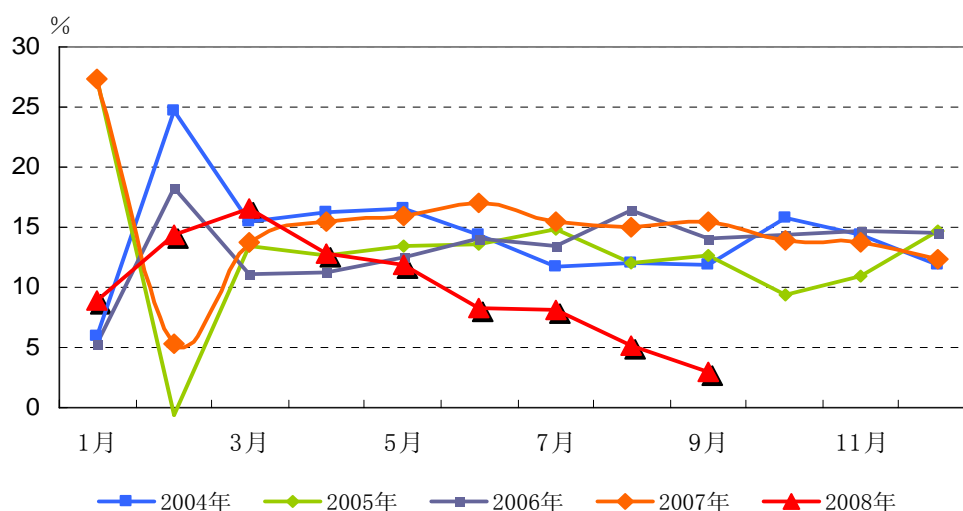
2008年前三季度，公司累計完成發電量 963.809 億千瓦時，比去年同期增長 11.3%；累計完成上網電量 906.391 億千瓦時，同比增長 11.16%。公司發電量的增長主要受益於運營機組容量的增長。至 9 月 30 日，與 2007 年同期相比，公司新增裝機容量 3,662 兆瓦，考慮到下花園電廠關停 200 兆瓦機組，實際新增裝機容量 3,462 兆瓦。

## 全行業發電量增速持續下降

### 全國發電量增長 9.9%

1-9 月份，全國規模以上電廠發電量 26072.18 億千瓦時，同比增長 9.9%，全社會用電量 26269.99 億千瓦時，同比增長 9.67%，發電量及用電量的增速持續下降。細分各月資料，第三季度發電量增速明顯大幅下降。我們認為，一方面，奧運期間部分高耗能工業企業停產限產，直接影響了需求，另一方面，由於對經濟前景的擔憂，部分企業復產意願不強，抑制了電力需求。

表 2：發電量增長百分比（月度當月）

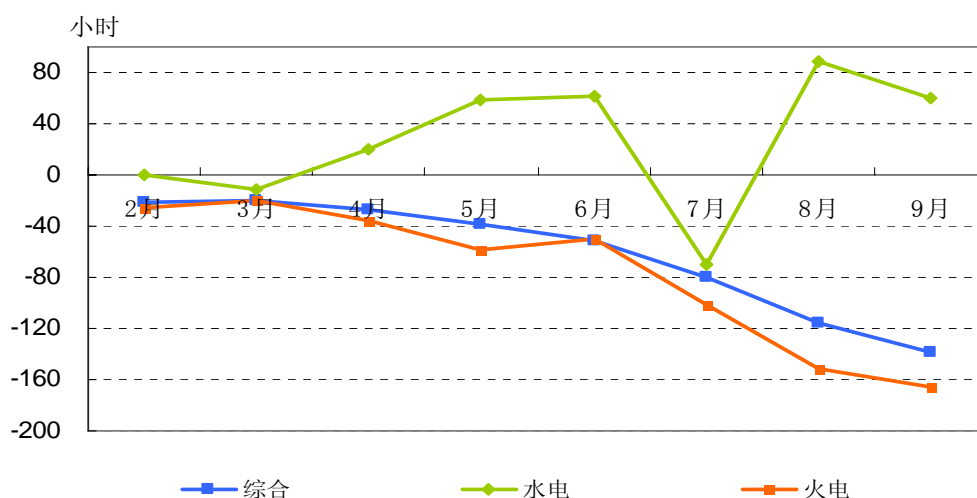


資料來源：中電聯，第一上海

### 利用小時下降 138 小時

1-9 月份，全國發電設備累計平均利用小時為 3632 小時，較去年同期下降 138 小時。其中，水電設備平均利用小時 2819 小時，比去年同期增長 60 小時，而火電設備平均利用小時繼續下降，較去年同期降低 166 小時至 3805 小時。

表 2：機組利用小時增長/下降（月度累計）



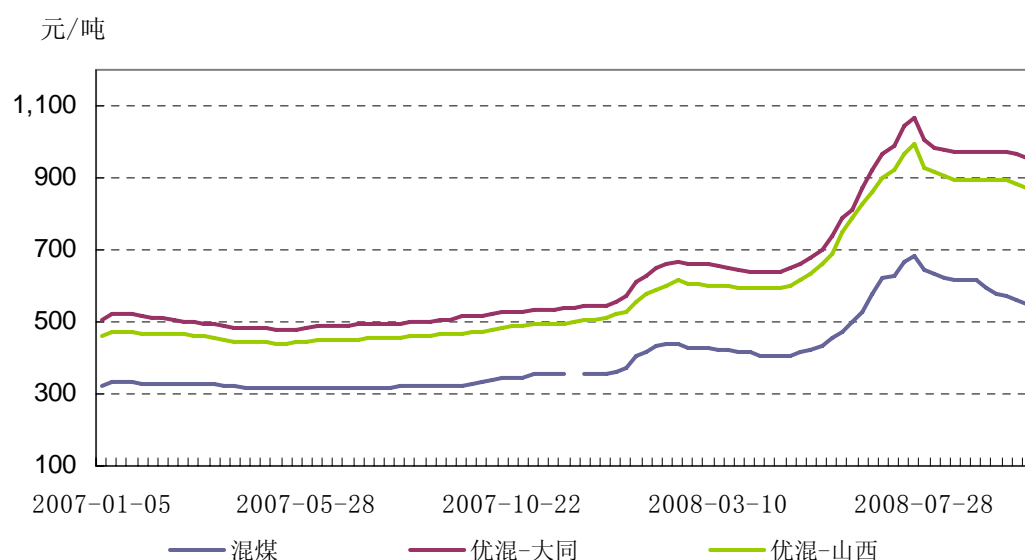
資料來源：中電聯，第一上海

### 煤炭價格持續走低

#### 動力煤價格持續下降

動力煤價格保持了下降態勢，10月13日，優混—大同及優混—山西價格較前一周再次下跌 10 元/噸，分別為 955 元/噸及 875 元/噸，較最高位已分別下降 10.3%和 12.1%。

表 3：動力煤現貨價格



資料來源：中國煤炭市場網，第一上海

#### 電力行業正向好的方向發展

我們認為，煤炭價格的下降對於電力公司來說更為關鍵，並部分抵消電力需求增速下降帶來的負面影響，電力行業最差的時期已過去，行業總體正向有利的方向發展。

## 投資建議

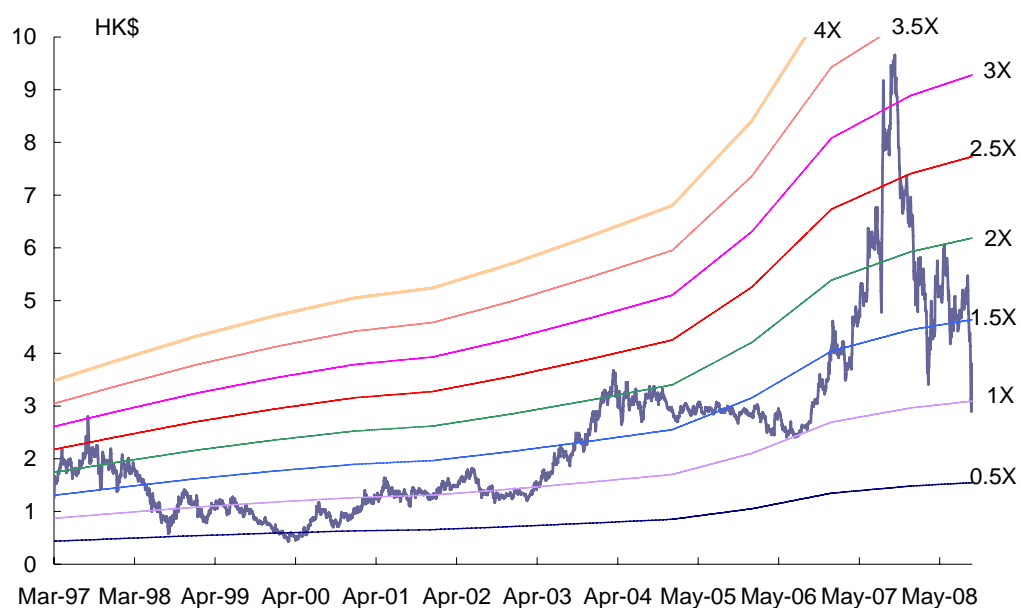
目標價 5.53 港元

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，維持目標價 5.53 港元。目標價相當於 08 年 61.3 倍市盈率，較現價有 51.5% 的上升空間，上調投資評級為買入。

PB – band

通過分析公司上市以來的股價走勢，我們認為 1~2 倍的 PB 是較為安全的區間。

表 4：目標價對 WACC 和穩定期增長率敏感性



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。