

買入

2008年10月28日

三季度虧損，公司最壞時期已經過去

- **三季度大幅虧損**：1-9月，公司錄得虧損 1393.6 萬元人民幣，同比下降 100.52%。其中，第三季度公司虧損 4.3 億元人民幣。燃料成本大幅上漲是公司虧損的主要原因，公司 7-9 月天然煤單價分別為 429 元/噸、471 元/噸及 530 元/噸，而 1-9 月累計綜合天然煤價為 397 元/噸，漲幅超過 25%。
- **發電量同比增長 11.3%**：前三季度，公司累計完成發電量 963.809 億千瓦時，同比增長 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，考慮到花園電廠關停 200 兆瓦機組，實際新增裝機容量 3,462 兆瓦。
- **最壞時期已經過去**：由於國際煤價不斷下跌及國內煤炭供需矛盾的緩解，市場煤價有所回落，秦皇島煤炭價格由最高 1071 元/噸回落到 840-850 元/噸。我們預計第四季度煤炭價格將繼續回落，同時，由於奧運因素在電力需求及發電成本上受到的影響將得以恢復，公司最壞時期已經過去。
- **預計全年盈利 5 億**：公司發佈 08 年全年業績預警公告，根據公告，公司預計全年盈利同比下降 85%，約 5 億元人民幣。這主要由於 9 月末以來，公司燃料成本已有顯著下調，公司發電量、新機投產平穩，管理層相信在第四季度可以獲取盈利。
- **評級買入，目標價 4.49 港元**：我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 4.49 港元。目標價相當於 08 年 1.58 倍市盈率，較現價有 98.8% 的上升空間，評級為買入。

王瑋

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

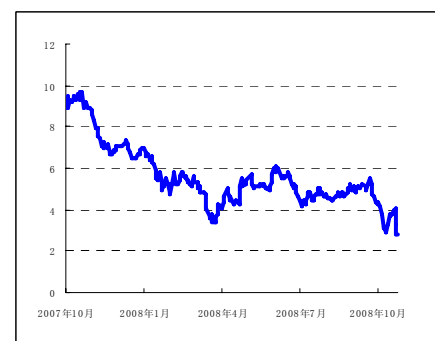
主要資料

行業	公用事業
股價	2.26 港元
目標價	4.49 港元 (+98.8%)
股票代碼	0991
已發行 H 股本	32.70 億股
H 股市值	74.93 億港元
52 周高/低	2.26-9.09 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
营业额(人民币百万)	24,835	32,829	38,680	46,881	50,772
变动(%)		32.2%	17.8%	21.2%	8.3%
净利润(人民币百万)	2,778	3,406	510	1,232	1,802
每股盈利(人民币元)	0.268	0.293	0.043	0.105	0.154
变动(%)		9.4%	-85.2%	141.6%	46.3%
市盈率@2.26 港元(倍)	7.6	6.9	46.8	19.4	13.2
每股股息(人民币元)	0.23	0.12	0.02	0.04	0.06
股息现价比率(%)		5.95%	0.88%	2.13%	3.12%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

虧損 1393.6 萬元

1-9 月虧損 1393.6 萬元

2008年1-9月，公司錄得虧損 1393.6 萬元人民幣，同比下降 100.52%。其中，營業成本增長 44%，這主要由於燃煤價格上漲以及發電量增長引起的燃煤耗量增加。此外，由於新機投產利息資本化停止，造成財務費用大幅增長 76%。

三季度大幅虧損

三季度虧損 4.3 億元

第三季度，公司虧損 4.3 億元人民幣，燃料成本大幅上漲是虧損的主要原因。今年 5-6 月，煤炭價格開始上漲，而真正大幅上漲在 7-9 月，三季度煤價漲幅最高。公司 7-9 月天然煤單價分別為 429 元/噸、471 元/噸及 530 元/噸，而 1-9 月累計綜合天然煤價為 397 元/噸，漲幅超過 25%。

發電量同比增長 11.3%

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。

煤價繼續回落，最壞時期已經過去

煤價繼續回落

目前，由於國際煤價不斷下跌及國內煤炭供需矛盾的緩解，市場煤價有所回落，秦皇島煤炭價格由最高 1071 元/噸回落到 840-850 元/噸，我們預計第四季度煤炭價格將繼續回落。同時，由於奧運因素，公司第三季度在電力需求及發電成本上均受到影響，第四季度將得以恢復，公司最壞時期已經過去。至第三季度，公司火電發電利用小時 5787 小時，預計全年可以維持 5500-6000 小時。

預計全年盈利 5 億

四季度將獲取盈利

公司發佈 08 年全年業績預警公告，根據公告，公司預計全年盈利同比下降 85%，約 5 億元人民幣。這主要由於 9 月末以來，公司燃料成本已有顯著下調，公司發電量、新機投產都基本平穩，管理層相信在第四季度煤價可以進一步回落，獲取盈利。

投資建議

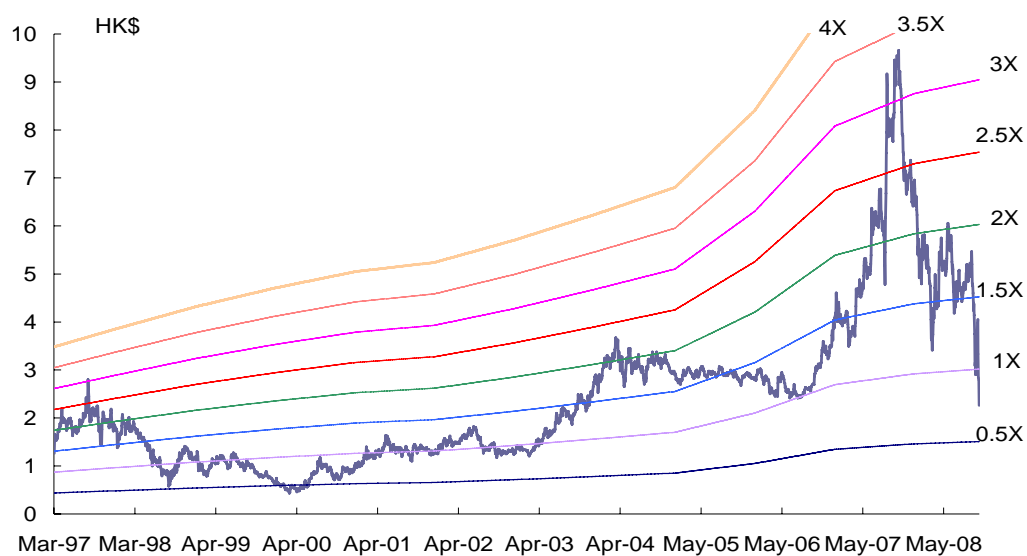
目標價 4.49 港元

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，下調目標價至 4.49 港元。目標價相當於 08 年 1.58 倍 PB，較現價有 98.8% 的上升間，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 是比較安全的區間。

圖 1：PB-band



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)	(22,848)	(26,718)	(27,653)
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	3,718	5,601	7,315
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	797	1,926	2,818
税项	(1,081)	(1,446)	(144)	(347)	(507)
少数股东	(805)	(984)	(144)	(348)	(508)
净利润	2,778	3,406	510	1,232	1,802
EPS (Rmb)	0.3	0.3	0.0	0.1	0.0
EBITDA	10,096	12,670	9,814	12,917	15,564
增长					
总收入 (%)	38.0%	32.2%	17.8%	21.2%	8.3%
EBITDA (%)	38.9%	25.5%	-22.5%	31.6%	20.5%
EPS-diluted (%)	-40.1%	9.4%	-85.1%	141.6%	-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	5,389	4,709	6,861
应收账款	3,338	4,945	2,861	3,468	3,756
存货	807	1,051	2,329	1,629	2,476
其他流动资产	730	1,816	2,103	2,534	2,916
总流动资产	9,326	11,509	12,682	12,340	16,009
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	142,040	156,644	171,346
短期银行贷款	12,243	26,905	22,532	14,594	15,894
应付帐款	7,648	10,744	11,899	13,933	14,449
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	38,374	32,470	34,287
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	108,550	122,386	135,905
少数股东权益	3,305	4,643	3,382	2,918	2,299
股东权益	23,896	29,598	30,107	31,340	33,142
每股账面值	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8

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%	25.4%	27.6%	30.7%
EBIT 利率 (%)	24.1%	23.6%	9.6%	11.9%	14.4%
净利率 (%)	11.2%	10.4%	1.3%	2.6%	3.5%
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%	284.9%	313.6%	329.3%
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产/股本	3.8	4.1	4.7	5.0	5.2
收入对利息倍数	4.4	3.7	1.2	1.5	1.6
ROE	11.6%	11.5%	1.7%	3.9%	5.4%

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	797	1,926	2,818
折旧	4,109	4,930	6,096	7,316	8,249
营运资金变化	(1,613)	(983)	1,625	1,696	(1,000)
税项	(1,048)	(1,293)	(144)	(347)	(507)
其他变化	(1,048)	(102)	(111)	(149)	(168)
营运现金流	5,064	8,388	8,263	10,443	9,392
资本开支	(15,394)	(25,968)	(26,000)	(22,000)	(19,000)
自由现金流	(10,330)	(17,580)	(17,737)	(11,557)	(9,608)
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)	(211)	(509)	(745)
其他融资活动	387	0	(72)	(174)	(254)
融资活动现金流	14,703	16,541	19,719	11,119	12,003
现金变化	3,427	(799)	1,740	(680)	2,153
期初持有现金	1,029	4,451	3,649	5,389	4,709
期末持有现金	4,451	3,649	5,389	4,709	6,861

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。