



研究发展中心

王弘

0755-82943242

wanghong@ccs.com.cn

2005年6月23日

规模持续扩张 内生盈利激增

——深能源投资价值分析报告

投资评级：强烈推荐——A

前日上证指数：1102

前日收盘价：6.66元

主要指标

会计年度：	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入	584278	628899	700936	738747
同比增长率	21.61%	7.64%	11.45%	5.39%
净利润	67040	78409	95727	98725
同比增长率	-6.06%	16.96%	22.09%	3.13%
EBITDA	244436	250722	302476	324166
EBIT	152710	189558	231184	243612
主营利润率	28.17%	32.16%	35.02%	35.02%
净利率	11.47%	12.47%	13.66%	13.36%
EPS	0.56	0.65	0.80	0.82
P/E	12.0	10.3	8.4	8.2
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5
净资产收益率	16.66%	17.53%	19.00%	17.80%
总股本(万股)	120250	120250	120250	120250

资料来源：招商证券

与上证指数走势比较



资料来源：招商证券金融工程部

相关报告

《深能源跟踪调研报告》系列

投资要点

- 规模以每年 30 万千瓦以上持续扩张，目前装机容量 272 万，权益容量 143 万千瓦，06 年底达 200 万，新建机组陆续发挥效益，收入持续增长。
- 公司煤价得到很好控制，05 年将同比增长 8%；电价 04 年以来三次上调累计 3.2 分，增长 7.4%，基本消化了煤价上涨。公司电价比广东标杆价高 2 分，而目前平均折旧也高 2 分，折旧提前完成，公司竞争能力较高。能源政策和政府导向将保证电价不会下降。
- 燃油价格不断上涨，电价将随之联动。公司新增东莞和惠州燃油机组可能在 3 季度前得到正式电价，加上广东对油电的联动和补贴政策，燃油电厂仍有盈利。目前超高油价并不正常，如果回落，将带来可观收益。
- 公司盈利能力极强，快速折旧掩盖了公司的盈利，05、06 年随着 3#、4# 和月亮湾电厂的计提完成，折旧成本大幅减少近 4 亿元。近期公司下属妈湾和西部合并将减少关联交易和管理成本 1.7 亿元，这将导致利润显著增加。公司现有业务改进大大增加公司价值。
- 市场对高电价和电量需求的担忧并不成立，集团上市对公司实质性影响也远低于市场看法。广东、深圳地区用电紧张持续到 07 年以后，公司发电小时数将长期保持 6500 以上的高位。
- 公司合理价值区间 8.5-9.5 元。目标价位 8.5 元。

投资评级：强烈推荐 - A

投资风险：煤价波动、集团上市不确定

请参阅后面每页页脚的重要说明

一 深能源基本情况

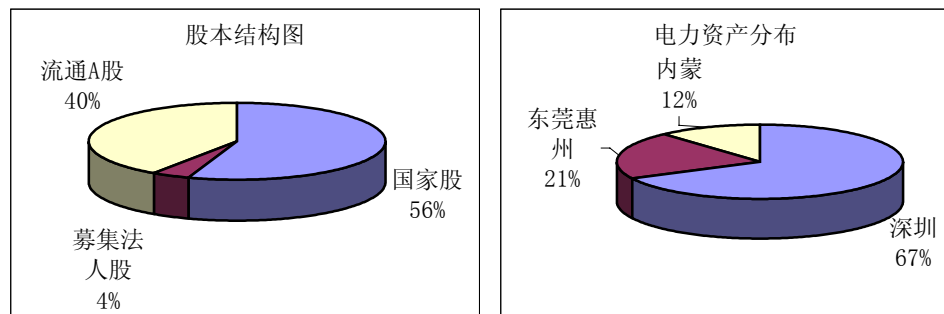
1 公司简介

深圳能源投资股份有限公司是深圳能源集团联合粤电力等公司于 1993 年发起成立并于当年上市。深能源连同其母公司深圳能源集团是深圳地区最大的发电企业，公司主营电力生产，以煤电为主，油电为辅，还有少量垃圾发电、风电等新能源。

截止 2004 年底，公司可控容量达 272 万千瓦，权益容量 143 万千瓦，还有 76 万千瓦在建。公司总资产达 112.2 亿元，净资产 40.2 亿元，04 年度实现主营业务收入 58.4 亿元，净利润 6.79 亿元，每股收益 0.56 元，派现 0.3 元，红利支付率 54 %。

深能源总股本 12.02 亿股，深能集团持有国家股 6.65 亿股，占 55.28%，粤电力等公司持有募集法人股份 5140 万股，占 4.27%，流通 A 股 4.86 亿股占 40.45%。

图 1 公司股本结构和资产分布



资料来源：招商研发中心

2 集团简介

深圳市能源集团有限公司是由深圳市国资委（占股权 75%）和华能国际（占股权 25%）共同出资设立的有限责任公司，在深圳市属大型国有企业中综合实力排名第一，是广东省 50 强企业，在 2004 年全国 500 强企业中位居 264 位。

目前集团总装机容量 460.2 万千瓦，占深圳市装机总容量的 80%，已投产的主要电厂有妈湾发电总厂（180 万千瓦）、沙角 B 电厂（70 万千瓦）、月亮湾电厂（34.4 万千瓦）、南山热电厂（126 万千瓦）、安徽铜陵电厂（30 万千瓦）、樟洋燃机电厂（18 万千瓦）以及深圳南山垃圾发电厂（1.2 万千瓦）和深圳盐田垃圾发电厂（0.6 万千瓦）。集团拥有深能源（000027）和深南电（000037）两个电力上市公司，初步形成以电为主，相关产业综合发展的战略格局。截止到 2004 年底，集团总资产 207 亿元，权益净资产 78.85 亿元，净利润约 10 亿元。公司还有铜陵 30 万千瓦、东部 3×39

万千瓦（一期）华蓥山 30 万千瓦在建，计划在 3-5 年内装机达到 1000 万千瓦。

集团上市是深圳市政府国企改革重大举措。目前集团正在积极着手海外上市的准备工作，集团上市后国有股的比重应下降至 40%，但是由于涉及关联交易和同业竞争，以及解决股权分置等棘手的问题，前景并不明朗，集团上市最后采用何种模式也不确定。从发展的角度来看，深能源近年来的规模扩张，新项目建设多为独立进行，集团对公司的直接影响并不是很大，但目前集团与股份公司在资本市场的模糊定位多少影响了市场对公司未来的预期。同时，集团正在清理与深能源的关联交易，加快妈湾和西部公司的整合工作，这对公司非常有利。

3 公司战略

立足深圳，面向广东，集中优势，作大作强电力业务。04 年开始走出深圳，在东莞，惠州，内蒙投资电厂。规模持续扩张，03 至 07 年每年都有 30 万千瓦以上的新机组投产，收入和利润大幅增长。公司目前主要的收入和利润来源为妈湾总厂的 180 万千瓦机组，未来的成长则来自东莞、惠阳的燃油电厂和内蒙满洲里电厂。公司正在积极准备投标的内蒙 2×60 万千瓦项目为国家重点项目。

二 行业发展与经营环境——广东电力供求紧张

地区经济高速发展不断增加电力需求，今年广东、深圳缺口 600 万、60 万千瓦。据国家电网公司预测，2005 年全国用电量将增长 10.5% 左右，需求量达到 23,910 亿千瓦时。广东省电力供应形势比 2004 年更为紧张，用电量将达 2,709 亿千瓦时，比去年增长 13.5%，预计全省电力负荷需求增加 600 万千瓦，电力供应缺口约 450 万千瓦，将成为全国电力供应最紧张的地区，并将继续呈现全年性、全网性缺电；2005 年深圳电网预计最高负荷增加 100 万千瓦，为 790 万千瓦左右，高峰期电力缺口达 60 万千瓦。

广东电力紧张 07 年有所缓和，2010 年才可根本改善。从广东省电力系统电力平衡情况可以看出，从目前到 2010 年即使考虑系统内所有可利用电源容量，包括省内、西电东送和香港供电，依然存在较大的电力缺口。深圳本地电厂无法满足用电需求，大约有 43% 的供电量需要由省网供应。由于受地理条件限制，深圳新建机组只有东部 3×39 万千瓦，前湾 3×39 万千瓦 LNG 电厂 06 年后半年陆续投产，装机增长远远满足不了负荷需求增长。广东省网本身缺电，对深圳供电不容乐观，为公司长期满负荷发电创造了有利的外部条件。

负荷和装机都超过原来规划。早先的《2001-2020 广东省电力发展规划》中 2005 年全省全社会用电量为 1,962 亿千瓦时，全社会用电最高负荷 3,567 万千瓦。广东原有 800 万千瓦的小火电需要关停，广东省“十五”期末在西电东送按规划向广东供电 1,088 万千瓦已经实现，“十一五”期间在西电东送再向广东供电 1,298 万千瓦，规划省内容量增加至 4500 万千瓦，仍有缺口。当然近年来广东新上项目尤

其是短平快的油电机组较多 2003 年的装机容量已超过 3900 万千瓦，小火电机组未能按计划淘汰，装机容量超过了规划，但在国家发改委的严厉调控和整顿下，很多项目并不能按期正常投产，解除了短期电力过剩的担忧。

发电小时数居高不下——公司妈湾电厂发电小时数将稳定在 6500 小时以上，燃油机组由于东莞州严重缺电目前在 5000 小时以上，预计未来在 4000 小时以上。

表 1 广东省电力系统电力平衡情况（单位：万千瓦）

	2002	2003	2004	2005	2006	2010
系统最高负荷	3124	3483	3805	4127	4428	5884
系统需要容量	3646	4069	4449	4829	5185	6903
系统电源利用容量	3513	3763	4259	4528	4860	6876
其中：省内	3040	3192	3403	3427	3759	4466
西电东送	350	558	843	1088	1088	2397
香港供电	123	13	13	13	13	13
电力盈亏	-133	-306	-190	-301	-325	-27

资料来源：《广东电力十五规划》修改稿 招商研发中心

表 2 深圳地方电源装机进度规划(单位：万千瓦)

	2002	2003	2005	2010
系统最高负荷	480	580	735	1110
系统电源容量	282.4	310.5	373.4	595.9
电力盈亏	-197.6	-269.5	-361.6	-514.1

资料来源：《深圳“十五”电力规划》

三 电力资产、市场份额与竞争能力

截止 2004 年底，公司拥有总装机容量 348 万千瓦（含在建机组 76 万千瓦），权益装机 197 万千瓦（含在建机组 55 万千瓦）。

公司在深圳地区装机 230 万千瓦，占全市总装机 410（其中煤电火力机组只有 180 万千瓦）万千瓦的 56% 左右。04 年深圳地区售电量 133 亿千瓦时，占深圳总用电量的 50%，占全省发电量的 6%。公司在广东地区装机 308 万千瓦，占广东地区约 4000 万千瓦装机容量的 7.7%。

公司资产优良，具有较强的市场竞争能力。深能源主力机组为 6 台 30 万千瓦机组，03 年在国家电力可靠性管理中心公布的 20 家全国公司同类机组中，其等效可用系数位居第二，可靠性指标较高。单机容量 30 万 KW 以上的燃煤机组和 18 万千瓦燃油机组占总装机容量的大容量机组比例超过 77%，而广东省的 25 万千瓦以上机组仅占总装机的 47%。这些高效大型机组，煤耗，油耗较低，运行效率较高，具有较大的技术优势和成本优势。公司占据了深圳发电市场的一半以上，广东省市场的 6-7%，在广东省规模仅次于粤电力，规模优势明显。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。

表 3 公司机组状况

电厂名称	投资比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	主要机型	权益容量 (万千瓦)	投运 (计划) 时间
妈湾电厂 1、2 #	57.70%	60	30 × 2	34.6	93、94 年
西部电厂 3、4 #	51%	60	30 × 2	30.6	96、97 年
西部 5#机组	51%	30		15.3	2002 年 11 月
西部 6#机组	51%	30		15.3	2003 年 8 月
月亮湾电厂	57.70%	29	18 + 2 × 5	18	1990 年
金岗电厂	30%	18		5.4	1993 年 1 月
温州宏能公司	37%	6		2.22	1996 年
南山垃圾电厂	40%	1.2		0.48	2003 年 1 月
盐田垃圾电厂	40%	0.6		0.24	2003 年 1 月
龙岗垃圾电厂	42 %	1.2			2005 年 8 月
东莞樟洋	60%	36	18 × 2	21.6	2004 年 7 月
小计		272		142.5	
惠州惠阳	51%	36	18 × 2	18.36	2005 年 5 月
内蒙满洲里电厂	90%	40	20 × 2	36	2006 年 6 月
合计		348		197	

资料来源：招商证券

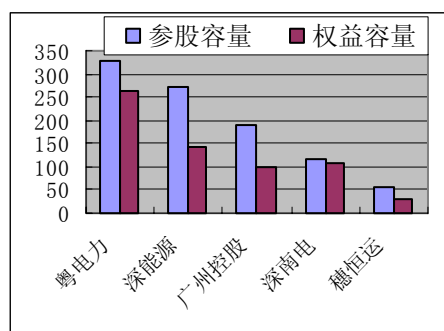
表 4 2003 年广东省电力基本情况

指标	计算单位	2003 年	2002 年
发电装机容量	kW	39202010	35879936
水电	kW	5707156	5375342
火电	kW	27231414	25237754
核电	kW	378	279
发电量	万 kWh	18957650	16100755
水电	万 kWh	1492954	1464765
火电	万 kWh	14335124	12308137
核电	万 kWh	2889500	1951500
购外省电量	万 kWh	2429953	1814357
售外省电量	万 kWh	1074681	1036860
全社会用电量	万 kWh	20312922	16878252

资料来源：中国电力年鉴 2004

图2 广东地区五家上市电力公司装机比较 (2004)

单位: 万千瓦



资料来源: 招商证券

四 经营及发展分析

机组容量——不断扩张, 每年投产 30 万千瓦以上。04 年 7 月、9 月东莞 2×18 万千瓦联合循环燃油机组投产后满负荷运行。04 年底以及 05 年 5 月, 惠阳 2×18 万千瓦联合循环投产。05 年供电量预计 160 亿千瓦时。06 年内蒙电厂 2×20 万千瓦投产, 公司的发电量进一步大幅增加。目前公司正在积极准备投标内蒙 2×60 万千瓦机组, 预计 8 月即有结果。

电量——新增机组增加产能, 电力紧张使公司存量机组发电能力极度释放, 供电量增加到 161 亿千瓦时。2004 年妈湾总厂 6 台机组 180 万千瓦全年完成供电量达 121 亿千瓦时, 机组利用小时达 7031 小时, 6 号机组利用小时数超过 7700 小时。月亮湾燃机电厂供电 13.5 亿千瓦时。05 年前 5 个月妈湾总厂电量同比增加 7.3%, 月亮湾同比增加 16.6%。预计存量机组全年仍有 7.5% 的增长。

表 5 公司经营指标

电厂	前 5 个月供电量 (亿 kwh)	预计 05 年供电量 (亿 kwh)	供电标煤、油耗 (克/千瓦时)	厂用电率%	年利用小时数
妈湾电厂	49.76	120.00	330	4.23	6930
月亮湾电厂	6.23	13.50	183	1.95	4920
东莞樟洋电厂	8.19	19.23	188	2.90	5500
惠州电厂	0.77	8.03	200	3.00	2300
合计	64.95	160.76	—	—	—

资料来源: 招商证券

电煤成本——上涨得到控制, 同比涨幅 8.5%。集团公司 05 年签订了 800 万吨的电煤合同 (包含以计划价格和以市场价签订合同), 公司占其中的 500 万吨。公司与神华、大同、中煤等公司有着良好的合作伙伴关系, 合同执行情况较好。海运价格为 68 元/吨, 目前的到场不含税煤价基本与中电股份相同。预计 05 年不含税到场价 396 元/吨, 同比上涨 8.5%。预计煤价将保持稳定, 或稍有所下降。煤价下跌将对公司的盈利非常有利。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。

表 6 中能股份与深能源煤价比较（不含税到场价） 元/吨

电厂名称	2002	2003	2004	2005E	同比涨幅
吴泾第二发电	271	271	328	394.48	20.27%
吴泾发电	287	281	324	395.23	21.98%
外高桥二发电			326	390.19	19.69%
外高桥发电	266	265	321	391.83	22.07%
深能源		282	365	396	8.49%

资料来源：招商证券

统调上网电价——不断提高，均价达到 0.396 元/千瓦时（不含税），高于广东标杆电价 0.362 元约 3 分钱。广东省 04 年初、04 年中和 05 年 5 月 1 日三次调整统调机组上网电价，深能源的燃煤电价总共上调 0.032 元/千瓦时，比 04 年初约高 7.4%，较好的消化了煤价上涨。仅本次上调 1.9 分，05 年公司即可增加主营业务收入 1.32 亿元（公司预测为 1.42 亿），而 05 年煤价上涨比 04 年增加支出 1.5 亿元，仅差 800-1800 万元。

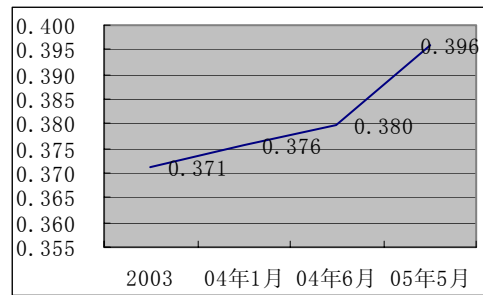
电价较长时间内高位稳定。国家经济发展模式由粗放转变为集约，能源包括煤炭电力的价格将长期稳中趋升；市场化，竞价上网的目的是为了促进企业提高管理水平，而不仅仅是降低电价；深能源集团上市和“效益深圳”的政府理念对电价有支撑作用。公司目前价格比广东地区标杆价格高 2 分，而目前平均折旧成本 6 分/千瓦时，高于平均水平 2 分，因此未来公司折旧大幅下调至 2.5 分后，将具有极强的竞争力，即使下调电价，盈利水平仍将上升。

表 7 深能源与粤电力主要电价（不含税）比较

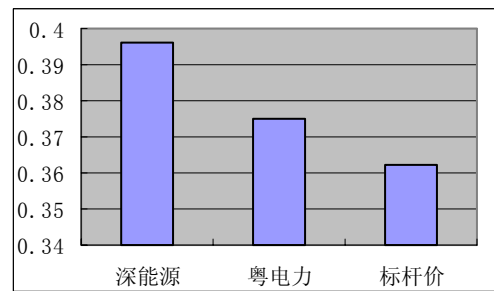
电厂名称	装机 万千瓦	电价 元/KWh	投产	电厂名称	装机 万千瓦	电价 元/KWh	投产
妈湾 1/2 #	60	0.367	93-94	沙角 A	120	0.345	1993
西部 3/4 #	60	0.421	96-97	湛江电厂	120	0.379	1995
西部 5 #	30	0.419	2002	梅县 B 电厂	25	0.382	97-98
西部 6 #	30	0.375	2003	韶关 10 #	30	0.407	2001
				茂名 5 # 机		0.362	
平均		0.396		平均		0.375	

资料来源：招商研发中心 注：西部 3、4# 机组电价含脱硫

图 3 深能源上网电价走势图



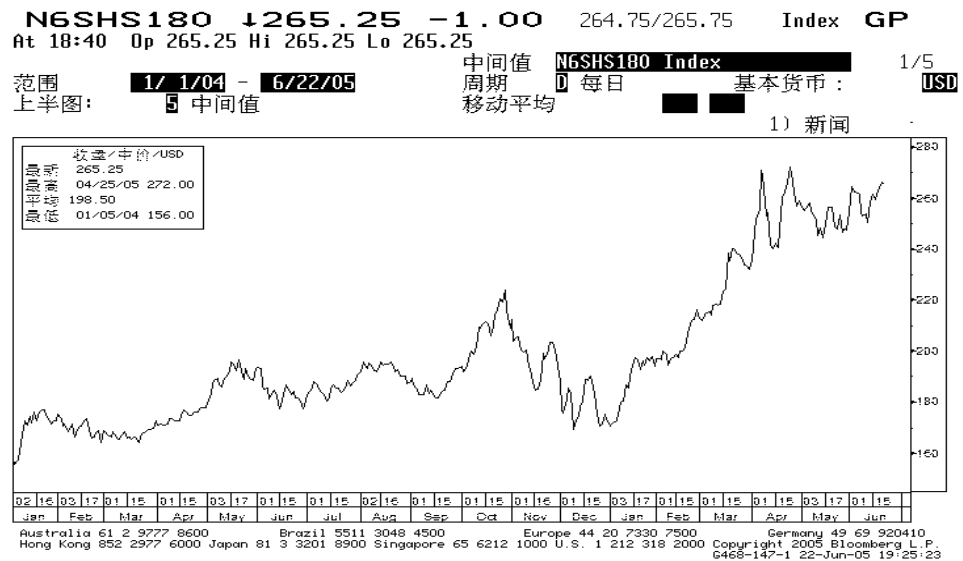
深能源与粤电力及广东标杆电价比较



资料来源：招商研发中心

燃油成本——大幅涨价，新加坡 180CST 重油从 05 年初的 170 美元涨到了 265 美元，国内重油价从 1800 元/吨，上涨到目前的 2500 元以上，燃油机组普遍亏损。广东燃油机组占全省装机约三分之一，燃油电厂普遍亏损对电力供应安全十分不利，广东省正在研究油电联动的方案，以稳定燃油电厂收益。燃油价格主要是投机资金所为，长期看应为回落趋势。

图 4 新加坡 180CST 重油 04 年至今走势



资料来源：BLOOMBERG

燃油机组电价——将油电联动，燃油电厂仍有利可图 3200 万元。月亮湾目前为 0.615 元/千瓦时（不含税），预计市政府将补贴高峰发电 300-500 万元；东莞电厂临时结算电价为 0.58 元/千瓦时（含税）；惠州电厂临时结算电价为 0.585 元/千瓦时（含税），深能源的月亮湾和东莞电厂机组容量大，油耗低，暂时利润微薄。预计三季度以后正式电价加上当地政府补贴将达到 0.68 元/千瓦时（含税），同时弥补原临时电价的差额，东莞电厂盈利 5400 万元，贡献净利润 3200 万元。惠州电厂 05 年基本持平。

脱硫工程——按期进行。妈湾发电总厂#1、#2 机组海水烟气脱硫工程在 04 年 12 月中旬正式动工。预计到 2006 年上半年完成，#1、#2 和#5、#6 四台机组总投资 4 亿元，单位千瓦造价 333 元。预计脱硫电价为 1.5 分，基本能够覆盖成本。3#、4# 机组已实施脱硫且享受脱硫电价。

五 财务政策及指标分析

投资预算预估。深能源所属 6 台机组在 03 年前均没有做竣工结算，5#、6# 机组至今没有决算，固定资产按预估值入帐。1#、2# 机组预估值为 30 亿，3#、4# 预估值为 26.6 亿（含脱硫工程），5#/6# 工程概算 32.55 亿元。月亮湾为 4.24 亿。

快速折旧——掩盖了公司真实的盈利能力。深能源对设备采用产量法 0.08 元/千瓦时计提折旧，相当于 10 年快速折旧。30 万千瓦机组通常正常运行 30 年左右，上市公司一般采用 20 年折旧年限，而妈湾 1#、2# 机组设备固定资产折旧在 03 年初全部计提完毕。03 年两台机组的折旧调整至 0.0045 元/千瓦时，成本大幅降低。因此直接增加每股收益约 8 分钱。由于公司快速折旧，这些年增加了折旧成本，减少当期帐面利润，没有真实反应公司盈利水平，而后期盈利将大大高于正常水平。

西部公司 96、97 年投产的 3#、4# 在 04 年完成竣工结算，05 年提完折旧。现已追溯调整历史折旧到 0.071 元/千瓦时，形成的利润计入前期累计未分配利润。对 04 年业绩影响不大。但 05 年面临折旧计提完毕，剩余部分按估计发电量，需要再延长 10 年的折旧期，单位折旧将降低到 0.0045 元/千瓦时，由此，公司最迟 06 年每股收益将因此增加 9 分钱。5#、6# 机组的折旧可能调整至 0.071 元/千瓦时，也将增加少许公司利润。

月亮湾机组由于折旧结束，成本大幅降低。按 0.11 元/千瓦时计提折旧，05 年剩余帐面资产约 5000 万元，公司全年将因此减少折旧成本 9850 万元。

减少关联交易——取消委托管理费用将减少主营业务成本 1.78 亿元。04 年集团代运行成本同比有所下降，但因为委托管理费包干为 0.0415 元/千瓦时，其中含服务费用 0.0148 元/千瓦时。由于电量大增，委托运行服务费高达 1.78 亿元。深能源内部的整合工作正在加紧进行，公司和集团共同持有的妈湾和西部通过换股合并，减少了中间多重管理，压缩成本，同时公司可大大减少关联交易，取消上缴集团的委托管理费用 1.78 亿元，公司因此每年增加每股收益 0.066 元。05 年要看合并进程，如果在年中能够完成，则增加每股收益 0.033 元。

表 8 深能源与集团管理交易明细

	02 年	03 年	04 年
委托采购煤炭（万吨）	290.5	399.87	519
购煤委托运输费（万元）	1578.4	1756.9	2888
代购燃煤劳务费（万元）	1328	170.7	257
委托代购固定资产费（万元）		1968.6	1425

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。

委托运行服务费（万元）	9237	17816
代运行成本（万元）	33169	32878

资料来源：公司年报，招商证券

固定成本变动化——电量增加不会摊低固定成本。由于公司折旧、人员工作和维修等生产成本按单位电量包干，收入、成本和营业利润与电量成正比例关系，公司发电小时数一旦下降，对公司的利润影响相对较小。下面以04年发电量和所得税率进行敏感性分析

表 9 发电小时敏感性分析（妈湾电厂）

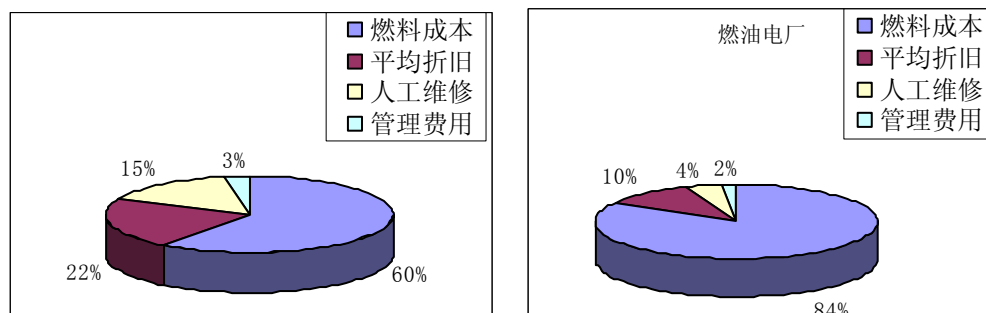
发电小时数下降	供电电量减少	营业利润减少	净利润减少	每股收益减少
100 小时	1.72 亿千瓦时	1890 万元	901 万元	0.0075 元

表 10 煤价上涨敏感性分析

原煤价上涨	标煤价上涨	成本增加	净利润减少	每股收益减少
25 元/吨	31.8 元/吨	12500 万元	5960 万元	0.0496 元

资料来源：招商研发中心

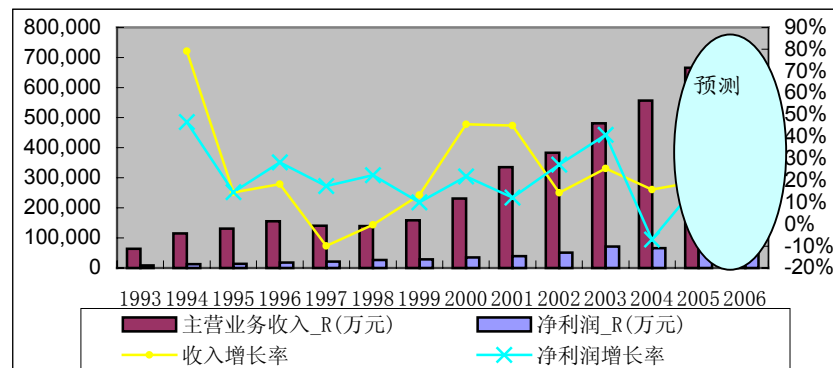
图 5 深能源燃煤和燃油电厂运营成本结构



资料来源：招商证券

发展能力——主营业务收入，利润连年以 15% - 40% 大幅增长，08 年后放缓。93 年至今 12 年间，利润增长除 97 年因降价、04 年由于煤价大幅上涨为负增长外，其他 10 年均均为增长，03 年利润曾增长 40%。

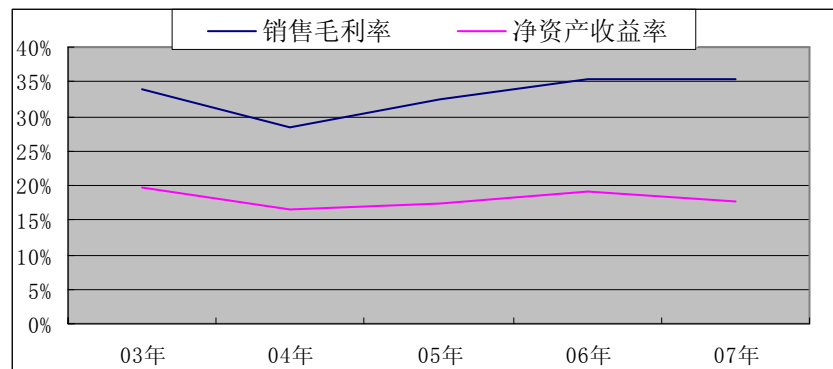
图 6 公司主营业务收入及净利润增长



资料来源：公司年报，招商证券

盈利能力——内生盈利能力大于外延。公司在主营业务收入增长放缓的同时，由于折旧成本的连续减少，减少关联交易大笔收回了公司的委托管理费用，以净利润代表的公司盈利能力大幅提高。毛利率将恢复到 03 年的高点 35%。公司的净资产收益率 04 年下降到 16.6% 以后开始回升，稳定在 17-19% 之间。按机组净利润计算的盈利能力，深能源位居全国前茅。通过与上海中能股份主要电厂的比较，因为燃料成本类似，（深能源的合同煤比例较高，抵消了运费的差价），而电价高出约 4 分钱，吴泾二电所得税为 33%，外高桥 15%，深能源 15%（实际只有 10%）。

图 7 公司毛利率和净资产收益率趋势图



资料来源：公司年报，招商证券

表 11 深能源与中能股份机组盈利能力比较

	装机容量 万千瓦	机组类 型	净利润 亿元	每 30 万千瓦 净利润亿元
妈湾总厂（深能源）	180	6 × 30	12.7	2.1
吴泾二电（中能）	120	2 × 60	4.05	1.01
外高桥二期（中能）	180	2 × 90	6	1

资料来源：公司 04 年年报，招商证券。注：外高桥二期为 05 年预测

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。

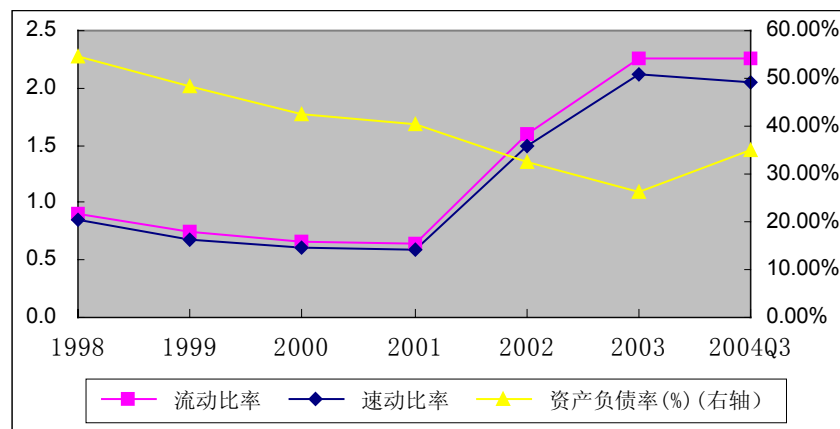
表 12 主要电力上市公司盈利能力指标比较

股票名称	2004 每股收益(元)	2004 毛利率(%)	净资产收益率(%)
深能源 A	0.56	28.52	16.9
粤电力 A	0.357	28.95	11.7
华能国际	0.45	25.57	14.49
上海电力	0.2538	15.91	6.41
华电国际	0.199	27.63	10.64
广州控股	0.571	30.01	10.65
桂冠电力	0.352	51.35	8.08
中能股份	0.431	28.01	12.93
国电电力	0.369	29.55	12.56
国投电力	0.583	35.97	24.38
长江电力	0.387	74.91	13.87

资料来源：公司年报，招商证券

偿债能力很高。目前资产负债率仅 35%，流动、速动比率高达 2.2 和 2.05，公司银行借款达 21.5 亿，却有 26.3 亿货币资金，财务杠杆和现金利用使用效率不高，公司存款日趋增多，说明公司财务政策极为保守，对项目选择非常审慎。当然缺乏优质项目储备也是一个原因。如果内蒙 2×60 万千瓦中标，则资金需求增加。

图 8 深能源偿债能力指标



资料来源：公司年报，招商证券

所得税较低——深能源是特区内企业，享受 15% 所得税，由于 6 台机组都享受两免三减半的优惠，02-05 年的综合实际所得税率 8% - 10.8%。05 年后逐步恢复到 15%，新投产的东莞和惠阳已经申请两免三减半的优惠，至 07 年综合税率会在 10% 左右，07 年以后，实际税率可能达到 15% 后，因此利润减少 8.6%。如果国家取消特区，内外所得税合并到 25%，税后利润减少 17%，影响每股收益 0.10 元左右。但特区的税收预计在较长时间会保持政策延续性或一定时期的过渡，况且这种税率风险是系统性风险，对特区内所有企业都适用，在电力业内实际利率水平接近的有国投电力、深南电、国电电力，内蒙华电等。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。

六 盈利预测

- 假设：1、公司煤价全年标煤 503 元/吨水平保持稳定。
2、平均上网电价为 5 月 1 日后新电价如上表。
3 发电小时数维持 04 年水平 6900 小时，05 年以后每年下降 100 小时。
燃油电厂至 06 年 5000 小时，以后 4000 小时。
4 综合所得税 10.8%。

通过以上综合分析和测算，公司未来业绩将稳步增长，我们预测 05、06、07 年的主营业务收入为 62.8、70、73.9 亿元，分别同比增长 7.64%、11.45%和 5.39%。毛利率水平逐渐恢复到 03 年的高点 35%，05、06 年净利润有 17%和 22%的增长，07 年后增幅放缓，每股收益为 0.65、0.80 和 0.82 元。08 年又有 10%以上的增长。如附表利润预测表。

七 市场估值与投资建议

1、三种估值方法得到价值区间，合理范围为 8.4-9.4 元，中值 8.9 元。

可比公司的平均市盈率/市净率估值的区间为 7.5-8.5 元：我们选取我们长期推荐的 9 家规模和业绩具有可比性的火电电力龙头公司组合，以 05 年 6 月 22 日收盘价和 04 年的每股收益和 05 年预测每股收益计算的平均市盈率为 15 和 14 倍，据此计算的区间为 8.5-9.5 元，由于公司集团上市带来的不确定性和对未来成长的担忧，市场给予一定的折价，估值为 8-8.5 元。以 04 年每股净资产计算的平均 PB 为 2.1 计算的区间为 6.5-7.5 元。

表 13 可比公司市盈率、市净率估值

代码	名称	收盘价 (元)	04EPS	05EPS	04 每股 净资产	04PE	05PE	04PB
000027	深能源 A	6.67	0.56	0.64	3.34	12	10	2.0
000539	粤电力 A	4.73	0.357	0.38	3.05	13	12	1.6
600011	华能国际	6.4	0.45	0.48	3.08	14	13	2.1
600021	上海电力	5.29	0.254	0.26	3.962	21	20	1.3
600098	广州控股	5.57	0.38	0.37	3.45	15	15	1.6
600642	申能股份	7.21	0.431	0.47	3.335	17	15	2.2
600795	国电电力	6.73	0.369	0.45	2.936	18	15	2.3
600886	国投电力	8.06	0.583	0.75	2.39	14	11	3.4
	平均					15	14	2.1

资料来源：招商研发中心

注：05 年 EPS 和 PE 为预测值。

绝对估值：自由现金流折现估值在 8.3-10 元

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。

深能源现金流稳定且非常充裕，按照招商证券的 DCF 估值模型，通过两阶段法计算的公司合理估值应该为 8.38-9.38 元。DCF 的估值对 WACC、稳定现金流增长率等因素高度敏感，收益率上升会导致公司估值水平下降。按照 WACC11%，永续期增长为 0 计算的合理估值中枢为 8.68 元。DCF 估值稍高于 PE、PB 的原因是整个电力板块存在低估和市场对公司的估值折价。

表 14 计算 WACC 的参数设置

行业平均资产 Beta	无风险利率	风险溢价	行业权益成本 (Ka)	公司权益成本
0.98	0.036	0.08	0.114	0.120
股票 Beta	所得税率 (T)		长期贷款利率 (Kd)	债务成本
1.05	0.15		0.058	0.049
权益比例 E/(D+E)	负债比例 D/(D+E)		加权平均资本成本 (WACC)	
0.79	0.21		0.108	

资料来源：招商证券研发中心

表 15 从 EBIT 计算显形半显性阶段的 FCF
单位：万元

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT	188758	230384	242812	238143	238143	238143
所得税税率	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
EBIT*(1-所得税率)	160444	195827	206390	202421	202421	202421
折旧与摊销	61164	71292	80554	86369	90459	94459
营运资金净变动	4059	(5754)	(2745)	1124	41	40
资本性投资	(130000)	(60000)	(60000)	(60000)	(60000)	(60000)
坏帐准备变动	941	83	55	(21)	0	0
FCF	96609	201448	224254	229894	232921	236920

资料来源：招商证券研发中心

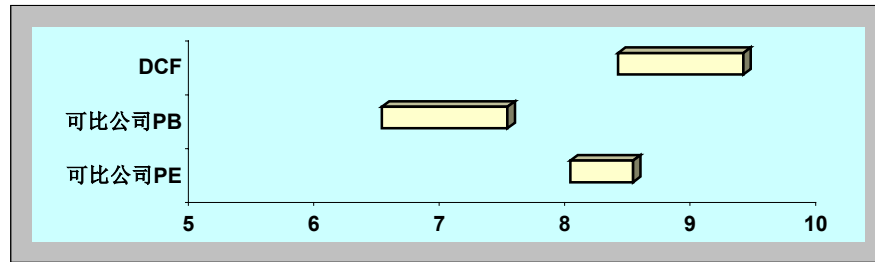
估值敏感性分析

首行为加权平均资本成本 (WACC) 的变化范围，首列为稳定自有现金流增长率变化区间，可能的价值区间在 8.38-9.3 元之间，中枢值为 9.07 元。如果考虑永续期增长为 0，则合理价值为 8.68 元。

表 16 估值敏感性分析表

	0.095	0.1	0.105	0.11	0.115	0.12
0	9.24	9.04	8.85	8.68	8.52	8.38
0.005	9.50	9.26	9.06	8.87	8.70	8.54
0.01	9.78	9.52	9.28	9.07	8.89	8.71
0.015	10.09	9.80	9.54	9.30	9.09	8.90

图9 各种估值方法下的估值区间范围 (元/股)



资料来源：招商研发中心

综合各种估值：计算的公司合理价值区间为 8.4 - 9.4 元。中值为 8.9 元。

投资价值分析综述

公司主营突出，资产优良，具有极强的盈利能力和竞争能力。先前的快速折旧使公司利润不能反应公司正常的盈利水平，市场按市盈率方法估值存在对公司价值的严重低估。同时，公司内部整合的结果将大大减少关联交易和运营成本，进一步提高公司整体盈利能力。公司近年来快速扩张带来规模，收入和利润的大幅增长。未来仍有新建和在建机组，成长性亦属优良。随着国际油价回落，燃油机组也将增加对公司的贡献。

股价远低于合理估值区间 8.4 - 9.4 元。大盘触底反弹，近期电力板块明显走势较强，但受集团上市不确定性困扰，公司股价严重脱离价值，市场机会较大。国有企业的股权分置必须解决，深能源也不例外。已有长江电力等四家国有电力公司试点，相信试点将扩大到整个市场为时不远。

投资风险：煤价波动和集团上市的不确定。

八 投资建议

近期市场反复，目前股价较低，建议买入。第一目标价位 8.5 元。

投资评级：强烈推荐 - A

财务比率

会计年度:	2004	2005	2006	2007
盈利能力				
销售毛利率	28.52%	32.52%	35.38%	35.38%
销售净利率	11.47%	12.47%	13.66%	13.36%
净资产收益率	16.66%	17.53%	19.00%	17.80%
负债能力				
流动比率	232.67%	361.15%	484.05%	613.85%
速动比率	206.79%	343.42%	465.70%	594.93%
资产负债比率	35.06%	27.10%	24.20%	21.90%
现金流量				
每股经营现金流	1.63	1.87	2.17	2.36
净利润现金含量	0.80	0.90	0.86	0.87
发展能力				
主营收入增长率	21.61%	7.64%	11.45%	5.39%
净利润增长率	-6.06%	16.96%	22.09%	3.13%
净资产增长率	10.51%	11.16%	12.64%	10.10%
总资产增长率	26.12%	4.78%	13.26%	11.44%

资产负债表

会计年度:	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	278235	325606	477354	644805
应收帐款净额	64352	62701	69883	73653
其他应收款净额	10919	396	442	465
存货净额	49436	20698	22093	23285
流动资产合计	444432	421499	582559	755412
长期投资合计	34969	34969	34969	34969
固定资产合计	613454	692853	690531	672824
无形资产及其他资产合计	28917	26070	23223	20376
资产总计	1121772	1175391	1331283	1483582
短期借款	19000	10000	10000	10000
应付帐款	51367	32251	34425	36282
应付福利	14046	3773	4206	4432
应交税金	14837	10000	10000	10000
流动负债合计	191013	116709	120350	123062
长期负债合计	202252	201877	201877	201877
负债合计	393264	318586	322227	324939
少数股东权益	326934	410343	506070	604796
股本	120250	120250	120250	120250
资本公积金	54092	54092	54092	54092
留存收益	228058	272946	329469	380331
股东权益合计	402399	447288	503811	554672
负债和股东权益总计	1122597	1176216	1332108	1484407

利润表

会计年度:	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	584278	628899	700936	738747
减: 主营业务成本	417657	424355	452958	477393
主营业务税金及附加	2011	2264	2523	2659
主营业务利润	164610	202279	245454	258695
管理费用	12505	12578	14019	14775
财务费用	2984	2399	3275	8249
营业利润	149726	187159	227909	235363
加: 投资收益	-2330	-2500	-2500	-2500
利润总额	144462	184491	225241	232295
减: 所得税	13325	27674	33786	34844
减: 少数股东损益	64097	78409	95727	98725
净利润	67040	78409	95727	98725

现金流量表

会计年度:	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动产生现金流量	195606	225006	260351	283564
投资活动产生的现金流量	-152155	-130000	-60000	-60000
筹资活动产生的现金流量	71925	-47635	-48603	-56113
现金期末余额	329820	325606	477354	644805
现金期初余额	214444	278235	325606	477354
现金净增加额	115376	47371	151749	167451

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数