

2005-10-31

徐颖真

(8621) 63219586

xuyzh@cjsc.com.cn

# 深能源 A

维持“谨慎推荐”评级

SZ000027

当前股价: 6.20 元

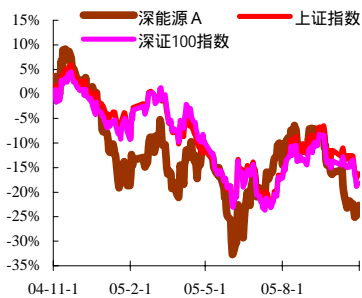
电力生产行业行业评级: 中性

本篇报告的卖点 &gt; 三季报点评

## 东莞电价有望四季度落实，全年业绩或有惊喜

公司基本数据	2005-9-30
总股本(万股)	120,250
流通 A 股/B 股(万股)	48,632 / 0
资产负债率	35.44
每股净资产(元)	3.39
市盈率(当前)	22.92
市净率(当前)	1.83
12 个月内最高/最低价	9.32 / 5.55

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 彭博资讯

### 可比较公司

	02	04	03
华能国际			
PE	18.40	28.61	15.96
PB	2.67	2.91	2.73
EV/EBIT	1.15	1.01	1.09
国电电力			
PE	1.09	23.34	19.41
PB	3.34	2.53	2.62
EV/EBIT	6.99	2.48	3.68

### 公司最近事宜

### 相关研究

### 报告要点

- 3 季报业绩 0.36，同比下降 21.8%，季度间电量平稳、业绩平稳，体现公司经营的稳定和广东地区电力需求负荷特征。公司业绩下降主要由于新投油电机组受燃油价格高涨和正式电价未核定的影响出现一定亏损，同时火电机组的盈利能力也出现一定下降，煤价上涨的负面影响部分为发电量的提高所冲抵。
- 1-6# 机组前 3 季度发电量 91.32 亿千瓦时，达到历史最高，平均发电小时数为 5073 h，较去年同比提高 140 h，即 2.8% 的利用率提升，但三季度单季发电量同比下降 1.21%，广东省 05 年电力缺口大于 04 年，预计 06 年将有所缓解，公司发电量预计在 05 年达到最高，因此尽管 05 年煤价涨幅大，但妈湾和西部电厂的盈利能力未出现大幅下降。
- 公司折旧政策激进，一般 30 万千瓦发电机组的正常运行年限在 30 年左右，上市公司较常见的折旧年限在 15—17 年，而公司以往按 10 年折旧年限和 4000 利用小时测算，采用 0.08 元/千瓦时的产量法计提。由于近年实际发电小时远高于 4000h，以至于 93 年、94 年投产的妈湾 1#、2# 机组，到 02 年不到 10 年时间已经全部折旧完。公司 04 年对西部 3#、4# (97 年、98 年投产) 进行类似的折旧调整，但调整幅度远小于 03 年，而是从 0.08 元/qwh 调整为 0.071 元/kwh，3# 4# 机组的总投资额是 26.5946 亿，平均年发电量在 36 亿 qwh 以上，因此按照目前的折旧速度 06 年前后将折旧结束。西部 5# 6# 机组分别是 02、03 年投产，目前的折旧同样采用 0.08 元/qwh 的产量法计提，这 2 台机组发电量更高 (近 2 年都在 40 亿 qwh/年以上)，因此预计 8 年左右即可折旧结束。公司调整折旧空间巨大，历史上看公司也倾向于对会计利润进行平滑处理，这也成为公司业绩预测不确定性之一。
- 油电——樟洋和惠州的临时结算电价分别是 0.58 和 0.5，1-3 季度单位燃料成本高达 0.45/qwh，单位折旧成本在 0.07-0.11，前三季度樟洋和惠州的权益亏损额在 7-8 千万，影响公司 EPS 0.05 元，从公司了解到年内樟洋电厂落实电价 (0.75 元/qwh) 的可能性很大，且从商业运行日起追溯，但惠州电厂需待 06 年落实，我们测算樟洋电价落实可带来公司 EPS 增加 0.08，惠州电厂 05 年必然亏损，但影响不大。我们看淡油电的长期前景，一旦广东 06 年电力紧张缓解和 LNG 机组的大量投产，油电机组必将日渐式微。

- 假设东莞正式电价在 05 年四季度落实并追溯，我们预测公司 05 年业绩 0.53，06 年由于 3、4 号机组折旧结束有望为公司贡献 EPS 0.05-0.08 元（预计期中结束），公司 05 年动态市盈率仅 11 倍，大股东深圳能源集团一直积极谋求集团整体上市，公司股改一定程度值得期待。目前股价低估，维持“谨慎推荐”。

### 主要财务指标

	2000A	2002A	2003A	2005E	2006E
主营业务收入（百万元）	3,828.59	4,804.63	5,842.78	6749.7	7117.4
增长率(%)	14.36	25.49	21.03	15.5	5.4
净利润（百万元）	506.87	713.67	678.65	640.8	690.4
增长率(%)	27.31	40.80	-8.28	-5.6	7.7
每股收益(元)	0.42	0.59	0.56	0.54	0.58
净资产收益率(%)	17.53	19.60	16.90	14.9	13.5
每股经营现金流（元）	1.93	1.94	1.54	1.55	1.76
现金分红收益率(%)	0.95	1.90	2.14	5	5

## 长江证券有限责任公司 研究所

### 武汉

新华下路特 8 号 长江证券大厦 3 层  
邮政编码 430015  
联系人 张 华 (研究产品发布)  
电话 (8627) 65799881  
传真 (8627) 65799501

### 上海

汉口路 130 号 5 层  
邮政编码 200002  
联系人 甘 露 (机构客户服务)  
电话 (8621) 63296362  
传真 (8621) 63294763

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好:相对表现优于市场  
中 性:相对表现与市场持平  
看 淡:相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐:相对大盘涨幅大于 10%  
谨慎推荐:相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间  
中 性:相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间  
减 持:相对大盘涨幅小于 -5%

## 重要声明

长江证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为长江证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## “长江证券研究”系列

**行业报告系列:** 行业深度、行业点评、行业月度报告

**公司报告系列:** 公司深度、公司调研、公司跟踪、公司新股分析、公司点评

**策略报告系列:** 即时报告,专题报告(宏观、市场、行业比较、基金、固定收益、投资组合、金融产品与创新),定期(月度、季度、半年度、年度)和专题投资策略报告

**综合报告系列:** 晨会纪要、研究报告周报、重点跟踪公司投资评级、投资策略日刊、理财顾问产品、课题研究以及其它报告

**印刷产品系列:** 长江证券投资策略报告、长江证券研究年报、精品报告单行本

