

电力研究小组
 联系人: 彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年3月8日

深圳能源(000027.SZ)/7.49元

多重因素造成08年四季度业绩低于预期

公用事业·电力

审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2193
总股本(万股)	220250
已上市流通股(万股)	59865
总市值(亿元)	240
流通市值(亿元)	65
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	51.9%
主要股东	深圳市能源集团有限公司
主要股东持股比例	63.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	42	-38
相对表现	20	37	13



相关报告

- 1、《深圳能源中报点评——业绩下降较少，股价调整充分》2008/08/22
- 2、《深圳能源调研报告——上半年业绩突出，内生性增长较快》2008/06/14

深圳能源发布 08 年业绩快报，每股收益 0.41 元，低于市场预期。除了发电量下降的影响外，公司三台机组大修、计提资产减值损失、河源电厂开办费提前列支等因素造成四季度业绩低于预期。成本和费用的提前发生，为 09 年获得更好业绩打下基础，维持“审慎推荐”的投资评级。

q 08 年业绩快报预计每股收益 0.41 元，低于预期。深圳能源 3 月 3 日发布 08 年业绩快报，预计全年营业收入 111.1 亿元，营业利润 6.3 亿元，归属于母公司的净利润 9.1 亿元，折合每股收益 0.41 元，大幅低于市场预期。

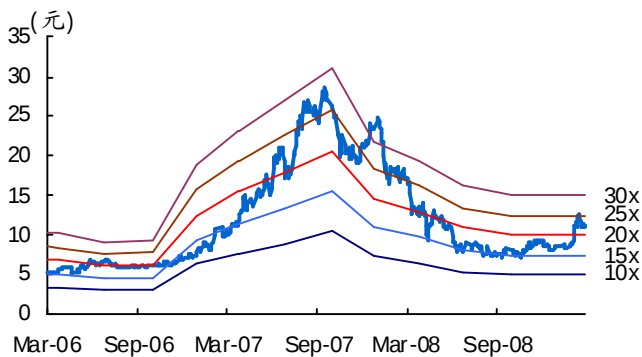
q 多重因素造成 08 年业绩低于预期。公司预测 08 年全年业绩与前三季度相同，每股收益均为 0.41 元，相当于四季度只能达到盈亏平衡。我们在 3 月 4 日对公司进行了调研，与公司董秘秦飞、总会计师朱天发等多位高管进行了交流。造成四季度业绩低于预期的主要因素有以下几个方面：

- 需求下降导致发电量下降，收入减少。由于需求下降，公司在 11、12 月份安排了三台机组大修（妈湾两台、沙角 B 一台）。机组大修导致公司发电量下降，进而导致销售收入下降。同前三季度相比，四季度销售收入比三季度下降 6.5 亿元，比一、二季度下降约 2 亿元。
- 机组大修导致经营成本大幅增加。机组大修不仅影响销售收入，同时也带来经营的增加，一台机组大修成本要 2000~3000 万元，三台机组合计 6000~9000 万元。
- 公司储存的燃油在年底计提减值损失 4000 多万元。根据深交所要求，存货较多的企业在年底都要进行减值测试，公司在高油价时储存的燃料油，受到油价下跌影响，公司年底计提资产减值损失 4000 多万元。
- 关停小机组计提资产减值损失。公司关停了两台小机组，年底一次性计提资产减值损失 5000 多万元。
- 河源电厂开办费提前入账。公司控股的河源电厂在 09 年 1 月份投产，政策情况下，电厂开办费应在投产后入账，公司在 08 年将此部分提前入账，增加费用 3000 多万元。
- 参股公司亏损带来的损失，合计有 2 亿元左右。公司参股的西柏坡电厂亏损约 1 亿元，铜陵皖能亏损约 1.4 亿元，韶能股份亏损约 1.2 亿元，华蓥山电厂亏损约 4 亿元。按照公司所占股比计算，这些参股公司造成的利润下降在 2 亿元左右。

q 扣除计提等因素影响，公司四季度盈利约 3.5~4 亿元。尽管有了上述经营成本增加、费用增加、资产损失计提和参股公司的亏损，公司仍然略有盈利，说明主营业务的盈利能力仍然较强，我们分析，扣除上述因素影响，公司发电业务的利润应在 3.5~4 亿元。

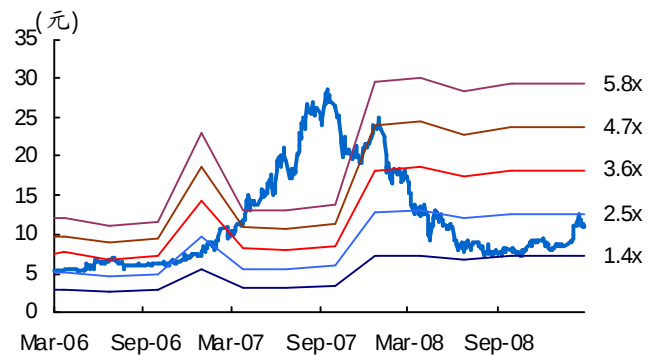
- q 宏观经济和火电行业总体经营环境对公司的影响因素不可忽视。我们分析，由于 08 年金融危机带来的宏观经济环境恶化，煤价高涨形成的全国火力发电企业大幅亏损，公司业绩过于突出会与行业形成太大反差。在会计准则允许的范围内，公司将 09 年的成本尽可能提前在 08 年列支，更加有利于保证 09 年任务的完成。
- q 维持“审慎推荐-A”的投资评级，预计 09 年每股收益 0.75 元。考虑到电价上调、煤价下降、费用提前计提等因素对公司的有利影响，预计 09 年公司净利润 16.5 亿元，折合每股收益 0.75 元。主要的经营风险是利用小时大幅下降的负面影响。

图 6: 深圳能源历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7: 深圳能源历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	8452	6156	7855	9987	11977
现金	6029	3798	4707	6441	7993
交易性投资	101	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1237	965	1224	1392	1588
其它应收款	131	134	185	211	241
存货	812	889	1223	1368	1517
其他	142	370	515	576	639
非流动资产	13576	18362	17251	17418	17578
长期股权投资	526	3393	3393	3393	3393
固定资产	9849	10882	12770	12997	13211
无形资产	573	636	573	516	464
其他	2627	3451	515	512	510
资产总计	22028	24518	25106	27405	29555
流动负债	4617	5877	3516	3583	3653
短期借款	413	1214	1200	1200	1200
应付账款	317	421	515	576	639
预收账款	43	40	51	58	64
其他	3844	4203	1750	1750	1750
长期负债	5441	4866	6781	7781	8281
长期借款	5422	4295	6295	7295	7795
其他	19	572	487	487	487
负债合计	10058	10743	10297	11364	11934
股本	1203	2203	2203	2203	2203
资本公积金	4164	5198	5198	5198	5198
留存收益	3393	3848	4635	5573	6776
少数股东权益	3211	2526	2773	3067	3444
母公司所有者权益	8759	11249	12036	12973	14177
负债及权益合计	22028	24518	25106	27405	29555

现金流量表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	2600	2675	-114	2638	3089
净利润			1124	1340	1719
折旧摊销			777	833	840
财务费用			446	503	521
投资收益			-1	-1	-1
营运资金变动			-2681	-334	-373
其它			221	297	381
投资活动现金流	-1575	-7008	283	-1000	-1000
资本支出			-1000	-1000	-1000
其他投资			1283	1	0
筹资活动现金流	-548	2102	739	96	-537
借款变动			1525	1000	500
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-337	-402	-516
其他			-449	-502	-521
现金净增加额	477	-2232	908	1734	1552

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	9406	10357	12367	14058	16037
营业成本	6790	7526	10298	11514	12773
营业税金及附加	68	63	62	70	80
营业费用	26	34	37	42	48
管理费用	304	331	247	281	321
财务费用	153	312	446	503	521
资产减值损失	58	27	0	0	0
公允价值变动收益	41	0	0	0	0
投资收益	4	46	1	1	1
营业利润	2053	2109	1278	1648	2294
营业外收入	202	188	400	400	400
营业外支出	18	6	6	6	6
利润总额	2236	2291	1672	2042	2688
所得税	344	348	301	408	591
净利润	1892	1944	1371	1634	2097
少数股东损益	511	346	247	294	377
母公司所有者净利润	1381	1598	1124	1340	1719
EPS (元)	1.15	0.73	0.51	0.61	0.78

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	36%	10%	19%	14%	14%
营业利润	36%	3%	-39%	29%	39%
净利润	112%	16%	-30%	19%	28%
获利能力					
毛利率	27.8%	27.3%	16.7%	18.1%	20.4%
净利率	14.7%	15.4%	9.1%	9.5%	10.7%
ROE	15.8%	14.2%	9.3%	10.3%	12.1%
ROIC	10.3%	10.4%	6.3%	7.0%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	43.8%	41.0%	41.5%	40.4%
净负债比率	28.2%	24.3%	29.9%	31.0%	30.4%
流动比率	1.8	1.0	2.2	2.8	3.3
速动比率	1.7	0.9	1.9	2.4	2.9
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	8.9	8.8	9.8	8.9	8.9
应收帐款周转率	9.9	9.4	11.3	10.7	10.8
应付帐款周转率	23.0	20.4	22.0	21.1	21.0
每股资料(元)					
每股收益	1.15	0.73	0.51	0.61	0.78
每股经营现金	2.16	1.21	-0.05	1.20	1.40
每股净资产	7.28	5.11	5.46	5.89	6.44
每股股利	0.18	0.14	0.15	0.18	0.23
估值比率					
PE	6.9	11.0	15.6	13.1	10.2
PB	1.1	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.3	11.0	15.1	12.7	10.3

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。