



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月19日

电力

研究部

陈俊华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030014
chenjunhua@cicc.com.cn

审慎推荐

深圳能源 (000027.SZ)

煤价上涨进一步压缩盈利空间

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	10,643	11,389	12,465	12,739	13,043
(+/- %)	3	7	9	2	2
主营业务利润	1,298	2,907	1,878	1,980	2,123
(+/- %)	(53)	124	(35)	5	7
营业利润	348	1,692	1,057	1,144	1,271
(+/- %)	(83)	387	(38)	8	11
净利润	1,035	1,995	1,404	1,496	1,583
(+/- %)	(35)	93	(30)	7	6
每股盈利 (元)	0.47	0.91	0.64	0.57	0.60
(+/- %)	(35)	93	(30)	(11)	6
市盈率 (X)	14.1	7.3	10.4	11.7	11.1
市净率 (X)	1.3	1.1	1.1	1.2	1.1
ROE (%)	9.2	15.3	10.2	9.9	10.0
股息收益率 (%)	5.4	1.5	4.5	1.3	4.3

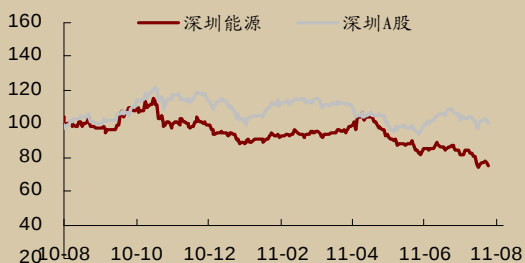
基本信息

A-股	
股票代码	000027.CH
当前股价	Rmb6.62
日成交量 (百万股)	3.05
52周最高价/最低价	Rmb10.383/6.36
总市值 (百万元)	17,497
发行股数 (百万股)	2,643
流通股数 (百万股)	2,643
主要股东 (持股比例)	深圳市能源集团 (63.74%)

相对走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000027.CH]	-1.49	-13.69	-22.28	-24.97
[深圳A股指数]	+2.68	-6.06	-4.07	+0.38
[电力板块指数]	-6.50	-11.65	-19.13	-9.45

股价表现



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/31/2011 2011年第二次临时股东大会

2011年上半年业绩略低于预期:

2011年上半年, 实现收入 66.4 亿元, 同比增长 8.2%, 净利润 6.9 亿元 (合 EPS0.26 元), 同比下降 21.7%。上半年业绩下滑主要源自燃料成本上升。

正面:

稳步推进垃圾处理项目, 清洁能源破冰。5 月份公司首个风电项目满洲里风场一期 (6.95 万 kw) 投产。同时宝安二期、南山二期、武汉垃圾处理等项目稳步推进。上半年, 购建固定资产、无形资产等现金支出达 8 亿元, 同比增长 176%, 显示公司在燃煤项目暂无斩获的情况下, 开始积极转向清洁能源和固废处理项目。

负面:

二季度, 主营利润率继续一季度下滑趋势至 15%。二季度公司综合到厂原煤价格同比上涨 8%是导致公司主营利润率出现下滑的主因。

发展趋势:

下半年发电量可能超预期。上半年可控电厂负荷情况差异大, 妈湾、沙角 B 电厂电量分别下滑 10%、21%, 河源电厂电量大增 64%, 半年利用小时达到 3625 小时 (广东地区平均 2562 小时)。随着旱情影响加深, 水电为主的广西、贵州两个西电东送重要外送省份外送电量下滑, 广东当地火电机组下半年电量可能超预期, 其对公司盈利水平的影响需同时关注煤价变动趋势。敏感性分析显示: 1%电价、煤价、利用小时提升, 公司净利润分别波动 6%, -3%, 3%。

估值与建议:

预计公司 2011、12 年净利润分别为 15 亿和 16 亿元, 对应 EPS0.57 和 0.60 元, 市盈率 12x 和 11x。维持“审慎推荐”评级, 短期内, 公司受制于燃料成本压力以及在建项目投产规模有限, 股价暂缺较好催化剂。

风险: 下半年煤价上涨超预期。

图表 1：深圳能源分季度业绩

(人民币 百万元)	年度数据			半年度数据					季度数据							
	FY09	FY10	YoY	1H10	2H10	1H11	HoH	YoY	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	QoQ	YoY
主营业务收入	11,389	12,465	9%	6,137	6,328	6,641	5%	8%	2,893	3,243	3,346	2,982	2,975	3,667	23%	13%
主营业务成本	8,409	10,511	25%	4,914	5,597	5,526	-1%	12%	2,239	2,676	2,721	2,876	2,457	3,069	25%	15%
主营税金附加	73	76	4%	40	36	68	89%	71%	17	22	17	18	26	42	63%	88%
主营业务利润	2,907	1,878	-35%	1,182	696	1,047	50%	-11%	637	545	608	88	492	555	13%	2%
主营业务利润率	26%	15%		19%	11%	16%			22%	17%	18%	3%	17%	15%		
管理费用	360	446	24%	127	319	167	-48%	31%	62	65	107	211	73	94	27%	43%
EBIT	2,079	1,367	-34%	1,044	323	862	167%	-17%	569	474	490	-167	412	450	-9%	-5%
EBIT利润率	18%	11%		17%	5%	13%			20%	15%	15%	-6%	14%	12%		
财务费用	387	310	-20%	161	149	159	7%	-1%	87	74	74	75	76	83	8%	12%
投资收益	603	142	-77%	66	76	45	-41%	-32%	-0	66	82	-6	-5	50	-1149%	-25%
营业利润	2,295	1,199	-48%	949	250	748	199%	-21%	482	466	499	-248	331	417	-26%	-11%
营业利润率	20%	10%		15%	4%	11%			17%	14%	15%	-8%	11%	11%		
营业外收入	546	798	46%	326	471	302	-36%	-7%	134	192	165	307	117	185	59%	-3%
营业外支出	10	19	96%	1	18	4	-80%	184%	1	0	1	17	0	3	2520%	2378%
利润总额	2,831	1,978	-30%	1,274	704	1,046	49%	-18%	615	658	662	42	447	599	34%	-9%
所得税	514	362	-30%	245	116	235	102%	-4%	104	142	143	-27	110	125	-14%	-12%
实际税率	18%	18%		19%	17%	22%			17%	22%	22%	-65%	25%	21%		
少数股东损益	322	212	-34%	152	60	119	97%	-22%	83	69	54	6	57	62	9%	-10%
净利润	1,995	1,404	-30%	876	527	692	31%	-21%	429	448	465	63	281	412	47%	-8%
净利润率	18%	11%		14%	8%	10%			15%	14%	14%	2%	9%	11%		
摊薄每股收益(元)	0.75	0.53	-30%	0.33	0.20	0.26	31%	-21%	0.16	0.17	0.18	0.02	0.11	0.16	47%	-8%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表2：主要财务简表

(单位：百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					
主营业务收入	10,643	11,389	12,465	12,739	13,043
主营业务成本	9,254	8,409	10,511	10,681	10,840
主营业务利润	1,298	2,907	1,878	1,980	2,123
减：管理费用	360	360	446	456	467
财务费用	518	387	310	343	347
EBIT	866	2,079	1,367	1,486	1,618
EBITDA	1,951	3,476	1,367	3,136	3,303
营业利润	348	1,692	1,057	1,144	1,271
利润总额	1,327	2,831	1,978	2,123	2,250
所得税	163	514	362	425	450
少数股东权益	129	322	212	202	217
净利润	1,035	1,995	1,404	1,496	1,583
每股盈利(元)	0.47	0.91	0.64	0.57	0.60
每股股利(元)	0.36	0.10	0.30	0.08	0.28
资产负债表					
货币资金	2,548	2,696	2,183	3,780	3,240
应收帐款	1,082	1,756	1,847	1,887	1,932
存货	1,141	929	1,006	1,006	1,006
其他流动资产	2,663	2,349	1,900	1,892	1,899
流动资产合计	7,433	7,730	6,935	8,565	8,077
长期投资	3,882	2,959	3,205	3,406	3,606
固定资产	15,140	16,233	16,163	15,182	17,388
无形资产及其他资产	2,807	3,189	2,593	2,579	1,837
资产合计	29,385	30,250	29,070	29,905	31,082
短期借款	2,187	1,162	619	619	619
应付帐款	375	472	661	676	690
应交税金	178	465	296	303	310
流动负债合计	10,049	9,605	6,184	6,306	6,431
长期借款	4,878	4,106	3,579	3,221	3,221
负债合计	15,706	14,565	12,655	12,012	12,137
少数股东权益	2394	2658	2638	2840	3057
股本	2,202	2,202	2,202	2,643	2,643
储备和未分配利润	9,083	10,824	11,575	12,411	13,245
股东权益合计	11,285	13,026	13,778	15,054	15,888
负债及股东权益合计	29,385	30,250	29,070	29,905	31,082
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	1,722	3,049	2,551	3,572	3,695
投资活动产生的现金流量	-3,963	-1,116	-576	-1,000	-999
筹资活动产生的现金流量	2,742	-2,479	-2,891	-1,320	-1,086
主要财务比率					
增长					
收入	3%	7%	9%	2%	2%
息税前利润	-64%	140%	-34%	9%	9%
净利润	-35%	93%	-30%	7%	6%
摊薄每股盈利	-35%	93%	-30%	-11%	6%
利润率					
毛利率	12%	26%	15%	16%	16%
息税前利润率	8%	18%	11%	12%	12%
净利润率	10%	18%	11%	12%	12%
资产周转比率					
总资产周转率	0.36	0.38	0.43	0.43	0.42
固定资产周转率	0.70	0.70	0.77	0.84	0.75
流动性比率					
速动比率	0.63	0.71	0.96	1.20	1.10

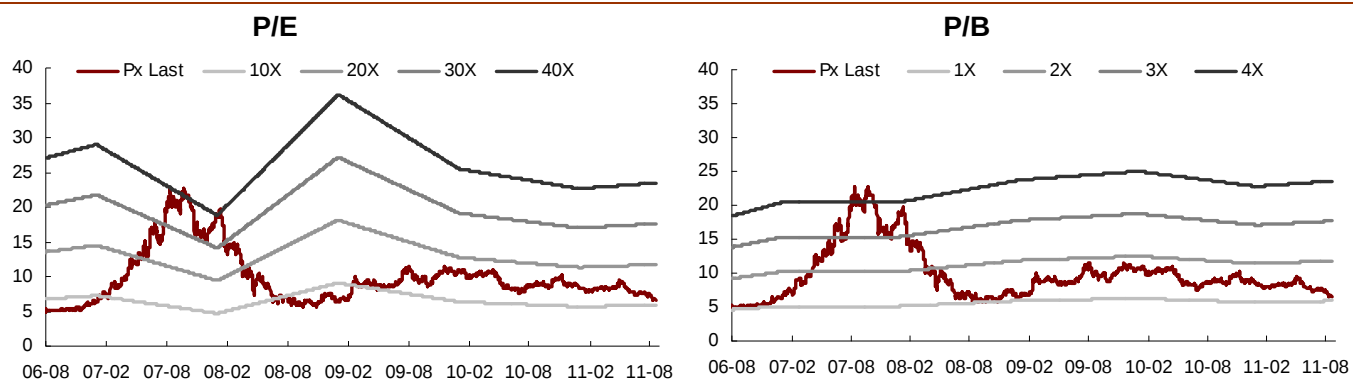
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

			总股本	流通股本	总市值	EPS			P/E(x)			P/B(x)		
		投资建议	(百万股)	(百万股)	(十亿)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
A 股电力公司	(Rmb)													
国电电力	2.48	审慎推荐	15,395	13,954	38.2	0.16	0.19	0.21	15.9	13.1	11.9	1.7	1.6	1.5
华能国际	4.43	审慎推荐	14,055	9,000	62.3	0.25	0.23	0.27	17.6	19.0	16.4	1.2	1.2	1.1
长江电力	6.53	审慎推荐	16,500	7,364	107.7	0.51	0.54	0.57	12.8	12.0	11.5	1.6	1.6	1.5
内蒙华电	8.44	审慎推荐	1,981	573	17.0	0.33	0.39	0.51	25.6	21.6	16.5	4.1	3.4	1.9
深圳能源	6.62	审慎推荐	2,643	2,643	17.5	0.64	0.57	0.60	10.4	11.7	11.1	1.1	1.2	1.1
中能股份	4.54	审慎推荐	4,729	3,153	21.5	0.51	0.55	0.57	8.9	8.3	7.9	0.8	0.8	0.7
建投能源	4.68	中性	914	914	4.3	0.01	0.04	0.12	410.3	130.9	37.5	1.5	1.3	1.2
国投电力	6.54	审慎推荐	1,995	1,055	13.0	0.25	0.31	0.35	26.4	21.3	18.8	1.4	1.4	1.3
广州控股	6.71	审慎推荐	2,059	2,059	13.8	0.36	0.36	0.50	18.5	18.4	13.4	1.5	1.5	1.4
上海电力	4.92	审慎推荐	2,140	2,140	10.5	0.09	0.27	0.29	54.7	18.5	17.1	2.4	2.2	2.1
桂冠电力	4.88	中性	2,280	2,280	11.1	0.29	0.28	0.29	16.8	17.7	16.9	2.7	2.6	2.5
华电国际	2.94	审慎推荐	6,771	5,190	19.9	0.03	0.02	0.04	111.4	132.4	68.4	1.2	1.2	1.2
大唐发电	4.86	中性	13,310	8,994	64.7	0.19	0.19	0.23	26.1	25.0	21.6	2.2	2.1	1.9
川投能源	12.65	审慎推荐	933	547	11.8	0.36	0.51	0.63	34.7	24.8	19.9	2.1	2.0	1.8
凯迪电力	12.89	审慎推荐	943	590	12.2	0.52	1.20	0.70	24.8	10.7	18.4	4.1	3.1	2.8
平均值									52.0	31.3	20.0	1.9	1.8	1.6
中间值									21.7	18.4	16.7	1.6	1.5	1.4
区域性电网类公司														
文山电力	10.30	审慎推荐	479	337	4.9	0.26	0.37	0.45	38.9	27.7	22.7	4.9	4.3	3.7
桂东电力*	17.59		276	235	4.9	0.49	0.58	0.67	35.6	30.4	26.3	4.4	4.1	3.8
平均值									37.2	29.1	24.5	4.7	4.2	3.8
中间值									37.2	29.1	24.5	4.7	4.2	3.8
热电联产公司														
富春环保	16.78	审慎推荐	428	108	7.2	0.32	0.47	0.60	51.9	36.1	28.1	4.0	3.6	3.3
京能热电	8.08	中性	787	688	6.4	0.41	0.25	0.28	19.7	32.6	28.4	1.9	2.2	2.1
金山股份*	8.08		341	283	2.8	0.29	0.32	0.50	27.5	25.6	16.2	n.a	n.a	n.a
宝新能源*	4.30		1,727	1,698	7.4	0.17	0.22	0.28	25.6	19.5	15.4	n.a	n.a	n.a
平均值									31.2	28.5	22.0	2.9	2.9	2.7
中间值									26.5	29.1	22.1	2.9	2.9	2.7
市政和节能环保														
龙源技术	55.60	审慎推荐	158	40	8.8	0.66	1.14	1.51	83.9	48.8	36.8	5.9	5.3	4.7
燃控科技	27.64	中性	108	28	3.0	0.57	0.78	1.20	48.1	35.6	23.1	2.7	2.2	2.0
先河环保	14.95	中性	156	39	2.3	0.36	0.48	0.64	41.9	30.9	23.3	3.0	2.8	2.6
中电环保	20.90	审慎推荐	100	25	2.1	0.63	0.72	0.92	33.1	29.1	22.8	8.1	2.7	2.5
九龙电力	14.47	中性	512	232	7.4	0.05	0.26	0.42	282.4	56.1	34.4	8.1	2.8	2.6
易世达	25.10	审慎推荐	118	30	3.0	0.56	0.88	1.02	44.8	28.6	24.6	3.1	2.9	2.7
平均值									89.0	38.2	27.5	5.2	3.1	2.9
中间值									46.4	33.2	24.0	4.5	2.8	2.6
H/B 股	(HK\$)				(HK\$ bn)									
华能国际	3.33		14,055	3,555	76.4	0.30	0.27	0.32	11.2	12.1	10.5	0.9	0.8	0.8
华润电力	14.00		4,737	4,737	66.3	1.05	1.19	1.29	13.3	11.8	10.9	1.7	1.5	1.5
华电国际	1.24		6,771	1,431	8.4	0.04	0.04	0.07	34.7	30.7	16.6	0.5	0.5	0.5
龙源电力	6.00		7,464	2,711	44.8	0.28	0.36	0.43	21.1	16.7	14.0	1.8	1.7	1.5
大唐发电	2.17		13,310	3,316	28.9	0.23	0.25	0.29	9.3	8.7	7.5	0.9	0.8	0.8
中国风电*	0.50		7,401	7,401	3.7	0.09	0.13	0.15	5.4	4.0	3.2	0.9	0.7	0.6
中国电力*	1.85		5,107	5,107	9.4	0.16	0.20	0.26	11.8	9.4	7.2	0.7	0.6	0.6
中电控股*	69.85		2,406	2,406	168.1	4.26	4.52	4.71	16.4	15.5	14.8	2.1	1.9	1.9
电能实业*	59.30		2,134	2,134	126.6	4.13	4.23	4.29	14.4	14.0	13.8	2.3	2.1	2.0
平均值									14.7	13.1	10.5	1.2	1.1	1.1
中间值									12.6	11.9	10.7	0.9	0.8	0.8

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 4：深圳能源 A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED