

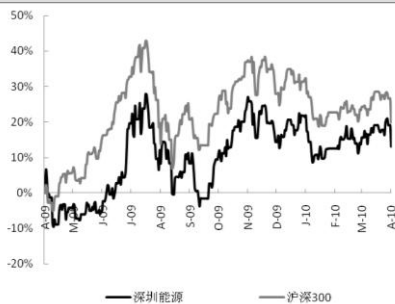


公用事业 - 电力生产与供应
Utilities - Electric Utilities

2010 年 4 月 20 日

市场数据		2010 年 4 月 19 日
当前价格 (元)		12.71
52 周价格区间 (元)		10.08
总市值 (百万)		27993.72
流通市值 (百万)		7608.93
总股本 (万股)		220250
流通股 (万股)		59866
日均成交额 (百万)		108
近一月换手 (%)		33.98
Beta (2 年)		0.80
第一大股东	深圳市能源集团有限公司	
公司网址	www.sec.com.cn	

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
深圳能源	-2.2	-7.2	13.1
沪深 300	-3.6	-9.4	19.8

相关报告

王昕 黎国栋(协助)
+86 755 83025696
ligd@jyzq.cn

执业证书编号
王昕: S0370209020074

深圳能源 (000027)

—低碳能源项目成为公司主要增长点

评级: 买入

盈利预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	10642.91	11388.67	13277.96	13450.59	13952.30
增长率(%)	2.76%	7.01%	16.59%	1.30%	3.73%
归属母公司股东净利润(百万元)	1034.63	1995.36	1826.70	1879.71	1953.82
增长率(%)	-35.24%	92.86%	-8.45%	2.90%	3.94%
每股收益-摊薄(元)	0.47	0.91	0.83	0.85	0.89
市盈率	27.04	13.97	15.31	14.95	14.28

公司4月16日发布09年年度报告,我们随后对公司进行了调研,就公司未来发展战略进行了深入交流。

投资要点:

- 毛利率高于行业水平,投资收益促公司 09 年业绩大幅增长,基本符合市场预期。盈利大幅增长主要由于煤价下跌导致的毛利率水平大幅回升,以及出售上市公司股权导致的投资收益增加,当前公司煤炭成本已上升至 630 元/吨,可能降低公司盈利能力,而用电量增加及河源电厂全年运行将增加公司总盈利。
- 电力主业增长明确,风电、超超临界火电、LNG 电厂、核电、垃圾发电等低碳能源项目将给公司带来持续稳定的利润增长。公司新建项目共计 56.95 万千瓦将于今年投产,另外包括滨海电厂在内合计约 422 万千瓦项目有望今年取得路条,公司还拟参股岭澳核电三期等项目。
- 下属环保公司具有技术优势与政府支持,承建世界最大的东部垃圾发电项目的将其成为行业的领军企业,同时具备创业板上市条件。环保公司主要业务是垃圾焚烧发电项目,正在与新加坡吉宝公司合作进军国内垃圾装备制造市场,其开发的脱硫废水零排放技术是世界首创的工业废水处理技术,市场前景广阔。
- 公司金融板块以财务公司为发展重点,参股长城证券与国泰君安证券有可能使公司获得巨额投资收益。公司持有长城证券 13.06% 的股权,持有国泰君安证券 2.53% 的股权,如两家公司 IPO 有望带来巨额投资收益。
- 投资建议: 预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.83 元、0.85 元、0.89 元,对应目前价格的动态市盈率为 15.3 倍、15 倍和 14.3 倍,估值明显偏低,给予公司“买入”评级。

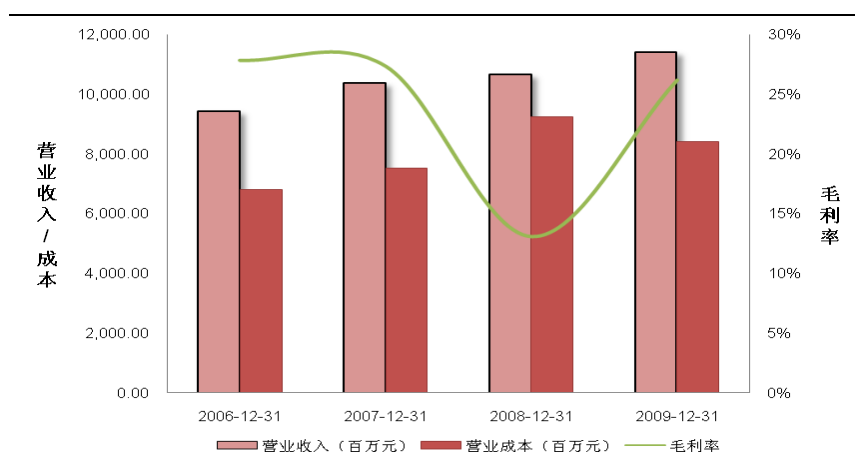
毛利率高于行业水平，投资收益促公司 09 年业绩大幅增长，基本符合市场预期

公司 09 年实现营业收入 113.89 亿元，归属于母公司股东的净利润 19.95 亿元，同比分别增长 7.01% 和 92.86%；实现基本每股收益 0.91 元。分配预案为每 10 股派送现金 3 元（含税）。

公司盈利情况大幅增长，主要由于煤价下跌导致的毛利率水平大幅回升，以及出售上市公司股权导致的投资收益增加。公司毛利率高达 26.17%，较 08 年大幅增加，已经回到往年的正常盈利水平，高于已经公布年报的行业内同类上市公司毛利率水平。

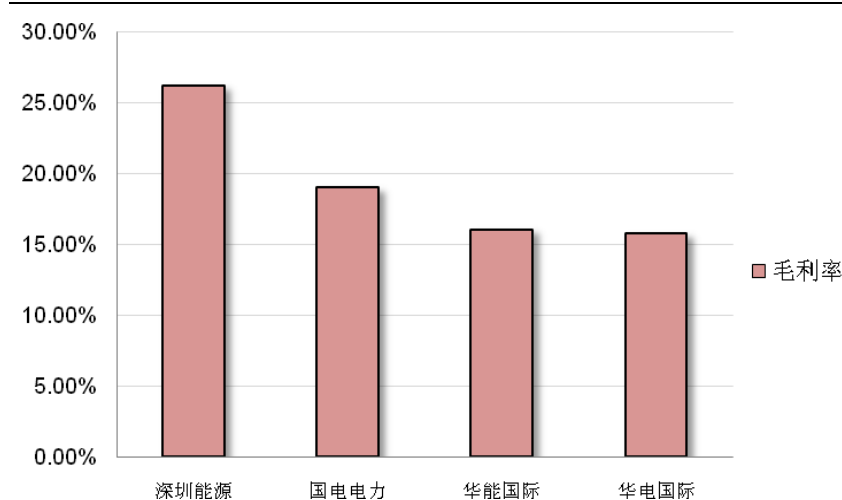
毛利率回升主要是公司煤炭采购成本控制能力较强，把握住煤炭价格大幅下降的机会降低了煤炭采购成本，从而使盈利能力回升。

图表 1 公司营业收入、营业成本、毛利率情况 单位：百万元



资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

图表 2 公司与行业同类公司 09 年毛利率情况比较



资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

调研了解到，公司2010年签订的合同煤价格为590元/吨，较09年上升约8%，但由于2010年煤炭价格上涨较快，合同煤履约率较以往年度低，公司需增加市场煤采购量，导致目前购煤平均价格已经提高到630元/吨，煤炭成本大幅提升有可能降低公司10年的毛利率水平。

不过，由于今年来煤炭价格持续上涨，大批火电厂因发电成本增加而面临亏损，将有可能触发煤电联动机制上调电价，则公司毛利率水平将可恢复往年的正常盈利水平。

同时，为降低煤炭成本，公司也在市场上积极开拓渠道，按照低价优先的原则从印尼、澳洲等海外产煤国采购了大量煤炭，进口煤炭占比已经达到20%。

另一方面，经济复苏大幅提高了用电量总体水平，而且今年西南地区大旱导致广东地区供电紧张，公司受益于深圳地区供电紧张，电厂机组利用小时数同比将有较大幅度上升，预计10年深圳地区市场占有率将超过40%。另外，河源电厂一期2×60万千瓦超超临界机组已全面投产，项目全年运行将使公司发电量较09年有一定幅度上涨，提升公司总体盈利水平。

低碳能源供应将成为公司未来发展方向，十二五计划目标是实现装机容量翻番

公司调整发展战略，构建低碳能源供应体系，加快大型环保能源和新能源项目的发展，尽快建立低能耗、低排放、低污染为支撑的低碳能源发展模式，努力向低碳电力供应商转型。公司提出了“一个中心、三个支柱”的发展战略，即以电力主业为中心，大力发展环保、金融和物流三大支柱业务。

- 电力主业增长明确，风电、超超临界火电、LNG电厂、核电、垃圾发电等低碳能源项目将给公司带来持续稳定的利润增长。

公司发电机组主要集中在深圳及珠三角地区，是区域性电力公司。从09年开始，公司调整电力发展战略，战略性地退出省外低利润的参股项目，而将发展重心转移到经济发达的珠三角周边地区，这样的战略调整有利于提高公司的整体盈利能力。

公司新增电力项目发展方向明确，主要是面向低碳能源项目，包括风电项目、超超临界火电项目、LNG环保电厂、核电项目、垃圾发电项目等。其中，公司正在投资建设的项目有加纳安所固项目20万千瓦、

满洲里风电项目 6.95 万千瓦、通辽义和拉塔风电项目 30 万千瓦三个项目共计 56.95 万千瓦，预计于今年投产。

公司目前有多个低碳能源项目正在进行前期准备工作，有望在今年取得国家发改委同意开展前期工作的批复（即“路条”），这些项目充分保证了公司近几年的持续成长。其中，滨海电厂一期 2×100 万千瓦超超临界机组已经完成“上大压小”所需机组容量收购工作，有望在今年取得国家发改委的路条；2011 年中石油西气东输项目将到达广东，作为西气东输项目的配套工程光明新区 LNG 环保电厂 3×35 万千瓦、樟洋电厂二期项目 3×39 万千瓦都已经开展相应的前期工作，有望在今年取得国家发改委的路条。

图表 3 公司拟建在建项目一览

电厂	电源类型	装机容量（万千瓦）	备注
加纳安所固	燃油	20	预计2010年投产
满洲里风电	风电	6.95	预计2010年投产
通辽义和拉塔风电	风电	30	预计2010年投产
滨海电厂一期	燃煤	200	预计2010年取得路条
光明新区LNG电厂	天然气	105	预计2010年取得路条
樟洋电厂二期项目	天然气	117	预计2010年取得路条
合计		478.95	

资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

公司于 2009 年与中广核签订战略合作框架协议，拟在核能领域开展深度合作。根据协议，结合公司区位优势及大股东背景，我们认为公司将参股岭澳核电三期项目。岭澳核电三期拟采用成熟的 CPR1000 技术建设 2 台 100 万千瓦压水机组，项目总投资 230 亿元。该项目已开展工作多年，目前已上报国家发改委，有望于今年取得路条。

另外，公司还有大批拟建项目在陆续推进过程中。今年 1 月 14 日与珠海市政府签署战略合作框架协议，共同努力推进 4×39 万千瓦热电联产燃机机组项目，首期将启动 2×39 万千瓦机组前期工作；公司风电项目开拓也取得进展，有望在 2011 年将风电建设规模增加到 100 万千瓦；其它项目如河源电厂二期 2×100 万千瓦项目、东部电厂二期 3×35 万千瓦项目等都在持续推进中。

公司的目标是在国家十二五计划期间实现装机容量翻番。按公司目前项目进展情况看，预计有 56.95 万千瓦的项目将于今年投产，并在今年开始释放业绩；而有望今年取得路条的项目达到 422 万千瓦，这批项目最早将于 2012 年下半年投产并释放业绩；另外珠海 LNG 项目、河源电厂二期、东部电厂二期等项目则可能要到十二五计划后期才能建成

投产及释放业绩。

■ 技术领先与政府支持是环保公司的独特优势，东部垃圾发电项目的承建将使环保公司成为行业的领军企业

公司环保支柱业务主要基于深圳市能源环保有限公司（下称环保公司）开展的各项与电力相关的环保项目，该公司是国内首家承建海水脱硫项目的公司，目前主要业务是垃圾焚烧发电项目的投资建设与运营。环保公司是深圳市政府确定的垃圾处理“投融资体制企业化、建设发展规模化、技术设备国产化”改革试点单位，因此环保公司在深圳市有很强的竞争力，取得了深圳地区的大部分垃圾发电项目。该公司建设的垃圾发电项目工程质量高，环保排放严格，因此项目得到了较高的垃圾处理费水平，项目经济性优秀。

图表 4 环保公司垃圾发电项目一览

项目	处理规模 (吨/日)	装机容量 (万千瓦)	备注
南山垃圾发电厂	800	1.2	
南山垃圾发电厂二期	800	2	在建
盐田垃圾发电厂	450	0.68	
宝安垃圾发电厂	1200	2.4	
宝安垃圾发电厂二期	3000	6	在建
武汉江北新沟垃圾发电厂	1000	2.2	在建
龙岗大工业区垃圾发电厂	3000	6	在建
合计	10250	20.48	

资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

深圳市拟在龙岗选址建设东部垃圾发电项目，项目处理规模为5000吨/日，投资规模预计超过28亿元，是目前世界最大型的垃圾处理项目。项目要求采用的单炉日处理能力1250吨是世界上最高的技术要求，目前还没有正在运行的焚烧线，同时项目环保排放要求比欧盟排放标准更严格，远高于现行的国家标准。

环保公司是国内最早全套引进比利时西格斯公司垃圾焚烧技术的企业，其通过创新掌握了具有自主知识产权的垃圾焚烧技术，并与新加坡吉宝公司合作进军垃圾焚烧装备制造，使公司垃圾焚烧技术达到了世界一流水平，具备建设超大规模垃圾发电项目的能力。

我们认为，以环保公司的技术优势及其在深圳的区位优势，必将承担东部垃圾发电项目的建设和运营工作，一举成为国内垃圾焚烧处理规模最大，技术最先进的垃圾焚烧处理企业。

另一方面，环保公司全力打造的废水处理产业也是极具市场开发潜

力的产业，其开发的脱硫废水零排放技术是世界首创的工业废水处理技术，使用该项技术建设的河源电厂 2X600 MW 脱硫废水零排放工程已于 2009 年 12 月投入运行，运行效果良好。而依托垃圾焚烧发电厂开发的垃圾渗沥液热力法处理技术（CEAB）则填补了国内相关技术空白，并成功应用于盐田和南山垃圾发电厂等垃圾发电项目，已获得国家实用新型专利。随着国家环保标准的不断提高，工业废水的排放将日趋严格，工业废水处理将成为投资热点，市场潜力非常巨大。

证监会近日发文允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市，并提出六项条件，包括：

图表 5 环保公司满足分拆上市条件情况

分拆上市条件	环保公司情况
1 上市公司公开募集资金未投向发行人项目；	满足
2 上市公司最近三年盈利，业务经营正常；	满足
3 上市公司与发行人不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺，上市公司及发行人股东或实际控制人与发行人之间不存在严重关联交易；	满足
4 发行人净利润占上市公司净利润不超过 50%；	满足
5 发行人净资产占上市公司净资产不超过 30%；	满足
6 上市公司及下属企业董事、监事、高管及亲属持有发行人发行前股份不超过 10%。	满足

资料来源：金元证券研究所

环保公司多年来一直经营稳健，连续多年持续盈利，完全满足证监会提出的六个条件。深圳能源长期以来一直支持环保公司通过上市实现快速发展，但是碍于有关规定难以实施。此次政策调整使环保公司上市成为可能，预期环保公司在可预见的未来将在创业板完成 IPO。按照环保公司在环保领域领先的技术优势和优秀的成长性，无疑将得到市场的追捧，取得较高的市场溢价，深圳能源作为大股东将获得巨大的投资回报。

■ 物流业务服务于电力主业，跟随主业的发展逐步壮大

公司的物流业务主要是服务于电力主业，为公司各电厂解决煤炭供应与运输问题。公司下设深圳能源物流公司、深圳能源运输有限公司、惠州深能投资控股有限公司负责物流相关业务的开展。

公司现有 2 艘 7.6 万吨级散货船，同时正在建造 4 艘 7.6 万吨级货船，计划分别于明年、后年各交付 2 艘。6 艘货船全部交付使用后，将形成一只具有较强运输能力的船队，极大地改善公司煤炭的运输与供应难题。

惠州深能投资控股有限公司拟在惠州港建设5个10万吨级泊位的煤码头，项目建成后将形成每年300万吨的吞吐能力。该项目已经向发改委申报，争取今年取得批复。

■ **金融业务以财务公司为发展重点，参股长城证券与国泰君安证券有可能使公司获得巨额投资收益。**

公司金融业务主要体现在财务公司管理、参股证券公司和保险公司等金融企业、持有上市公司股权等方面，其中业务的重点是财务公司的发展。

财务公司在公司的功能定位是“内部银行、财务顾问及部分策略性投资”，通过收支两条线的模式对公司各企业的资金进行集中管理，在各企业内部互相融通资金、转贷，提高了资金利用效率，从而大幅降低公司的财务费用。

对于金融资产的处置，公司在2009年出售了持有上市公司股票的大部分，并取得近5亿的投资收益。由于剩余上市公司股票数量已不大，即使后续继续出售对公司以后年度的经营业绩不会造成太大的影响。

图表 6 公司持有其它上市公司股权情况 单位：百万元

证券代码	证券简称	初始投资金额	占该公司 股权比例	期末账面值	报告期损益	报告期所有者 权益变动
600137	浪莎股份	2.30	1.53%	20.66	-	11.22
000527	美的电器	1.83	0.07%	35.01	173.35	113.18
000519	银河动力	4.10	1.21%	39.29	-	33.38
000593	大通燃气	1.25	0.69%	15.46	-	9.87
000539	粤电力A	11.77	0.03%	6.35	0.05	1.36
601328	交通银行	-	-	-	140.62	78.16
000601	韶能股份	51.83	1.80%	109.26	184.94	230.88
合计		73.08	-	226.03	498.96	478.06

资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

对于公司金融资产，值得注意的是公司持有的大量非上市金融资产，其中长城证券与国泰君安证券都有发行上市的意图，如果两家证券公司实现IPO将给公司带来巨额的投资收益。

图表 7 公司持有非上市金融企业股权情况 单位：百万元

所持对象名称	初始投 资金额	持有数量 (万股)	占该公司 股权比例	期末 账面值	报告期 损益	报告期所有 者权益变动
能源财务公司	673.06	70,000	100.00%	673.06	-	-
长城证券有限责任公司	1,620.00	27,000	13.06%	1,642.02	93.28	2.58
国泰君安证券股份有限公司	119.12	11,912	2.53%	119.12	35.74	-

永诚保险股份有限公司	100.00	10,000	8.00%	100.00	-	-
合计	2,512.18	118,912	-	2,534.21	129.02	2.58

资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

盈利预测与评级

我们假设公司煤价 2010-2012 年分别上涨 12%、0%、0%，利用小时数分别提高 12%、1%、2%，前述今年取得路条的新建装机项目在 2012 年未实现投产，未考虑上网电价的调整，未考虑金融资产出售。预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.83 元、0.85 元、0.89 元，对应目前价格的动态市盈率为 15.3 倍、15 倍和 14.3 倍，与电力板块平均整体估值相比明显偏低，考虑到公司后续大量新增项目及良好的成长性，给予公司“买入”评级。

图表 8 利润表预测 单位：百万元、元/股

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	10,642.91	11,388.67	13,277.96	13,450.59	13,952.30
减：营业成本	9,253.81	8,408.77	10,287.01	10,507.15	10,750.91
营业税金及附加	90.67	73.13	93.08	97.85	96.65
销售费用	35.59	32.63	41.78	41.90	42.57
管理费用	360.05	359.56	430.75	438.21	449.68
财务费用	517.93	387.35	499.13	534.98	520.31
资产减值损失	37.22	435.58	31.89	34.56	33.22
加：投资收益	-81.76	603.00	-	-	-
二、营业利润	265.88	2,294.66	1,894.33	1,795.94	2,058.95
加：营业外收入	1,068.48	546.39	600.93	738.60	628.64
减：营业外支出	7.18	9.76	7.53	8.16	8.48
三、利润总额	1,327.18	2,831.29	2,487.73	2,526.38	2,679.11
减：所得税	163.29	513.71	395.22	407.57	449.57
四、净利润	1,163.89	2,317.58	2,092.52	2,118.81	2,229.54
归属于母公司净利润	1,034.63	1,995.36	1,826.70	1,879.71	1,953.82
少数股东权益	129.26	322.22	265.82	239.10	275.71
五、EPS	0.47	0.91	0.83	0.85	0.89

资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.