

宝新能源 (000690): 优势集中, 加速发展

增持 (维持)

公用事业-电力

当前股价: 9.89 元

合理价格: 11.5 元

报告日期: 2008 年 7 月 30 日

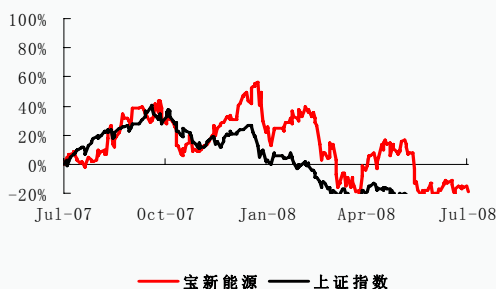
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1283	2010	3417	4076
(+/-)	26.9%	56.7%	70.0%	19.3%
营业利润	342	635	605	614
(+/-)	27.6%	85.8%	-4.7%	1.4%
归属于母公司 的净利润	331	539	524	460
(+/-)	25.9%	62.7%	-2.8%	-12.1%
每股收益 (元)	0.29	0.48	0.46	0.41
市盈率 (倍)	34	21	22	24

公司基本情况 (2008 年 6 月 30 日止)

总股本/已流通 A 股(万股)	112730/78256
流通市值 (亿元)	76.85
每股净资产 (元)	2.12
资产负债率 (%)	50.07

股价表现 (最近一年)



能源与基础设施组

联系人: 车玺 组长: 张勋

010-66045572 chex@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点:

- 新能源发电机组运行稳定、高效
- 高电价顶住成本压力, 优势集中
- 新机组陆续投产, 未来成长性明确

投资要点:

- **新机组运行高效、稳定。**调度优先使得最低负荷时机组仍可保证85%的出力, 调研发现公司发电机组的实时负荷均高于计划负荷, 使得机组保障了更高的利用率。电厂备以各项应急处理预案有效避免机组高利用率带来的安全隐患; 公司所在地区煤矸石和劣质煤储量丰富, 电厂库存容量大, 有效规避燃料短缺风险, 保障机组的持续稳定运行。
- **新能源规划项目进展顺利, 资金保障有力, 未来几年业绩有望保持稳定增长。**公司荷树园煤矸石发电基地和陆丰甲湖湾清洁能源发电基地的煤矸石发电项目和风电、超超临界火电项目进展顺利。公司通过有效的资本运作, 为电力主业发展提供了资金保障。随着公司新机组的投产及产能的逐步释放, 公司的发电量呈阶梯式的增长, 加之未来电力业务的发展及投建规划, 公司未来几年业绩有望保持稳定增长。
- **广东地区电力需求持续旺盛, 给公司发展以良好的市场空间。**公司发电机组现有的较高利用率可以得到有效的维持, 并且新建的电源点也会得到有力的扶持, 特别是公司主要发展新能源电源点的建设, 调度上仅次于水电, 利用率有保障。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司08、09和10年可分别实现净利润5.39亿元、5.24亿元和4.60亿元; 实现每股收益0.48元、0.46元和0.41元, 对应动态市盈率分别为21倍、22倍和24倍。我们看好公司的持续发展能力, 加上对于年度内再次上调上网电价预期, 维持对公司“增持”的投资评级。
- **公司面临的主要风险:**受煤炭市场价格飙升的影响, 公司的综合燃料成本也出现大幅上涨, 预计08年平均标煤单价较07年涨幅在50%以上。若电煤价格继续超预期增长, 将进一步吞噬公司利润; 此外, 再次上调电价的时间及电价上调幅度的不确定性增加公司的收益风险。



正文目录

1. 宝新能源（000690）公司概况	4
1.1 公司基本情况	4
1.1.1 成立 7 年实施转型	4
1.1.2 公司经营范围	4
1.1.3 公司组织架构	4
1.2 公司股本结构与实际控制人	5
1.3 公司主营业务构成状况	6
2. 公司主业优势及发展方向	6
2.1 竞争优势分析	6
2.1.1 政策支持煤矸石综合利用	6
2.1.2 资源优势	7
2.1.3 新能源发电调度优先	7
2.1.4 较高上网电价顶住成本压力，维持较高毛利率	8
2.1.5 税收优惠	9
2.1.6 技术优势	9
2.1.7 有效资本运作	10
2.2 未来发展方向	10
3. 广东地区电力供需状况	12
4. 业绩预测和估值分析	14
4.1 盈利预测	14
4.2 估值分析	15
5. 风险揭示	16



图表目录

图表 1: 公司组织架构图.....	5
图表 2: 公司近 3 年营业收入分行业分布表 (单位: 万元)	6
图表 3: 公司近 3 年营业收入分行业分布图	6
图表 4: 近 4 年全国不同发电方式平均利用小时统计 (单位: 小时)	8
图表 5: 不同热值动力煤市场价格比较 (秦皇岛煤炭平仓价格)	8
图表 6: 2006 年-2008 年一季度电力行业毛利率比较.....	9
图表 7: 公司未来 3 年可控装机规模的变化.....	11
图表 8: 公司未来 4 年发电量预计增长情况.....	12
图表 9: 广东省近几年发、用电量增速变化图.....	13
图表 10: 广东省近几年电力需求缺口变化.....	13
图表 11: 广东省近几年装机容量变化趋势图.....	14
图表 12: 公司盈利预测 (单位: 万元)	15
图表 13: 电力行业重点公司 09 年动态市盈率比较.....	16
图表 14: 宝新能源 08 年业绩对煤价上涨的敏感性分析.....	16



1. 宝新能源（000690）公司概况

1.1 公司基本情况

1.1.1 成立 7 年实施转型

广东宝丽华新能源股份有限公司，原名：广东宝丽华实业股份有限公司，是 1996 年由广东宝丽华集团公司（2005 年整体改制为广东宝丽华集团有限公司）作为主要发起人，联合梅县金穗实业发展有限公司、梅县东风企业集团公司、梅州市对外加工装配服务公司、梅州市广基机械土石方工程公司（后更名为广东华银集团工程有限公司）等共同发起设立的股份有限公司。1997 年 1 月 28 日在深圳证券交易所挂牌上市。

2003 年，为调整和优化产业结构，进一步提升核心竞争力，寻找新的利润增长点，实现股东利益最大化的目标，公司及其全资子公司广东宝丽华建设工程公司分别将所持有的广东宝丽华服装有限公司股权与广东宝丽华集团公司所持有的广东宝丽华电力有限公司股权进行置换，从而退出服装行业。

公司实施战略转型，采取有别于国内“五大”电力集团的错位经营策略，进军新能源火力发电行业，确立了以新能源电力为核心，以房地产开发、工程建设为基础的主营业务架构。2005 年，公司利润构成发生重大变化，主要原因是公司投资建设的“资源综合利用技术改造项目——2×13.5 万千瓦煤矸石劣质煤发电机组（梅县荷树园电厂一期工程）”两台机组分别于 2005 年 5 月、9 月顺利投产发电，成为公司主要的利润来源，这标志着公司主业成功转型，正式确立新能源电力作为公司核心主业的地位。

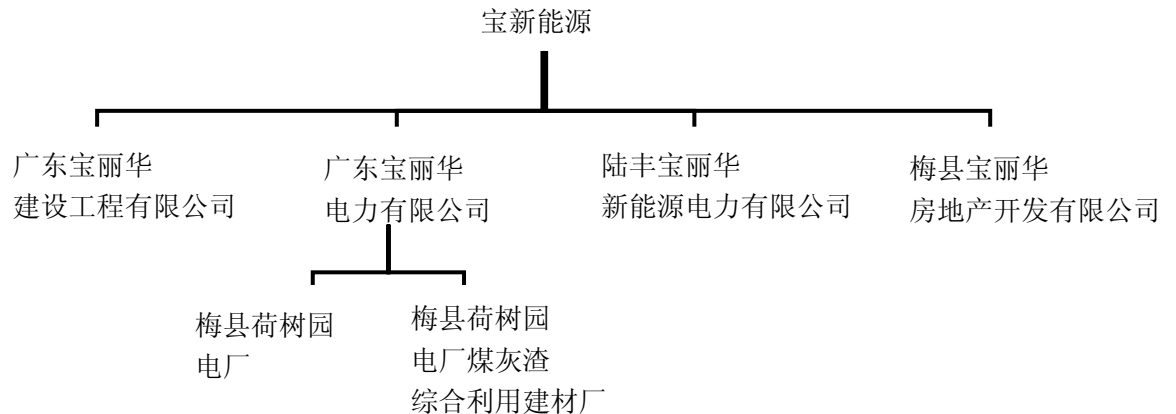
1.1.2 公司经营范围

1. 洁净煤燃烧技术发电和可再生能源发电，新能源电力生产、销售、开发（凭资质证书），新能源电力生产技术咨询、服务；
2. 房屋建筑物、公路、桥梁、市政等基础设施工程的设计、承揽与施工（凭资质证书经营）；
3. 房地产开发经营；

1.1.3 公司组织架构



图表 1：公司组织架构图



1. 主要子公司经营范围：

➤ 广东宝丽华电力有限公司

新能源电力生产、销售、开发，新能源电力生产技术咨询、服务。目前管理的发电资产共 57 万千瓦，今年 8 月份即将投产 30 万千瓦。

➤ 广东宝丽华建设工程有限公司

房屋和土木工程建设、公路工程、建筑安装、装饰业；房地产开发经营；加工、销售：建筑材料。

➤ 梅县宝丽华房地产开发有限公司

房地产开发经营（凭资质证书经营）；房地产中介服务。

➤ 陆丰宝丽华新能源电力有限公司

风力发电可再生能源发电，新能源电力生产技术咨询、服务，目前风电项目出于前期建设阶段。

1.2 公司股本结构与实际控制人

截止到 2008 年 7 月 29 日，公司股本总数为 1,127,295,000 股，其中 30.58% 为限售流通股，69.42% 已流通。截至目前，公司第一大股东为广东宝丽华集团有限公司，持股比例为 34.87%。公司实际控制人为广东宝丽华集团有限公司法定代表人叶华能。叶华能先生，广东梅县人，1993 年 6 月创办广东宝丽华集团公司，2005 年 7 月，集团公司整体改制为广东宝丽华集团有限公司，叶华能持有广东宝丽华集团有限公司 90% 的股份。



1.3 公司主营业务构成状况

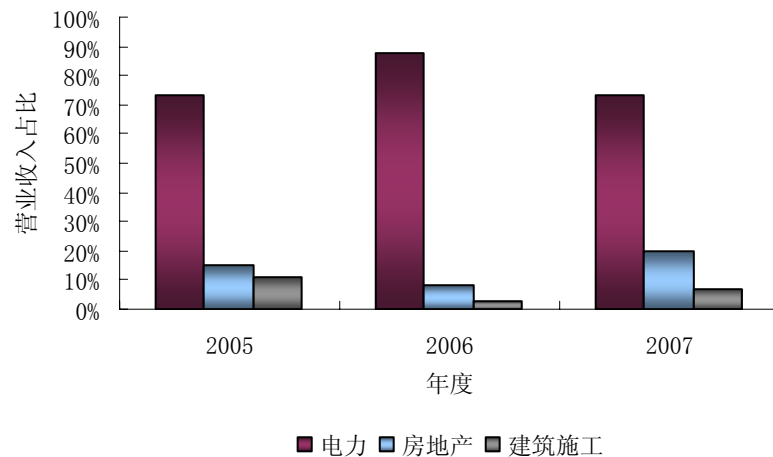
根据对公司近3年营业收入的结构比例分析，公司已实现以新能源电力为核心、以房地产开发和建筑施工为辅的主业架构。

图表 2：公司近3年营业收入分行业分布表（单位：万元）

	新能源电力		房地产		建筑施工	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
2005	43008	73.3%	8816	15.0%	6662	11.4%
2006	89453	88.5%	7893	7.8%	3114	3.1%
2007	93771	73.1%	25035	19.5%	9308	7.3%

数据来源：公司年报，天相投顾整理

图表 3：公司近3年营业收入分行业分布图



数据来源：公司年报，天相投顾整理

根据公司做大做强新能源电力主业的战略目标以及未来发展规划，公司将逐步淡出房地产业务和建筑施工业务，致力于新能源项目的开发、建设与经营。逐步在规模上做“大”，技术上做“专”，管理上做“强”，打造新能源发电行业内的“精品”工程。

2. 公司主业优势及发展方向

2.1 竞争优势分析

2.1.1 政策支持煤矸石综合利用

国家“十一五”发展规划明确提出，要把节约资源作为基本国策，开展资源综合利用是实施节约资源基本国策，转变经济增长方式，发展循环经济，建设资源节约型、



环境友好型社会的重要途径和紧迫任务。

“十一五”期间，我国煤炭工业大力发展循环经济，按照减量化、再利用、再循环的原则，重点治理和利用煤矸石。2010年煤矸石综合利用量将达到3.9亿吨以上，利用率达到70%以上。其中，煤矸石等低热值燃料电厂年利用2亿吨，其余煤矸石造砖、筑路和井下充填消纳1.9亿吨以上。“十一五”期间，在大型煤炭基地和主要煤炭矿区，加快、扩大煤矸石的综合利用，建设一批13.5万千瓦等级以上的煤矸石发电厂，新增装机容量2000万千瓦，到2010年全国煤矸石发电装机容量将达到3000万千瓦。

煤矸石是煤炭生产和加工过程中产生的固体废弃物，我国每年的煤矸石排放量占当年煤炭产量的10%至15%。目前我国煤矸石的累计堆存量已达30多亿吨，形成了1500多座煤矸石山，不仅占用了大量土地，还会污染地下水系，并因自燃而产生大量的二氧化硫等有害气体，污染环境。因此，我国在1985年就开始陆续出台关于煤矸石综合利用的相关法规和指导文件。

在政策的指引下，公司结合梅州当地煤矸石储量丰富的特点，于03年成功实现战略转移，致力于煤矸石能源综合利用发电和可再生能源发电，并逐步扩大和推进煤矸石发电厂的装机规模和可再生能源电源点的规划与建设。

2.1.2 资源优势

公司所在地——广东省梅州市煤炭储量居全省第二位，原为广东省的主要产煤区，过去多年的煤炭生产在矿区积压的煤矸石堆积如山，公司就地取材，不仅节约了燃料运输成本，而且改善了梅州当地的生态环境。

公司周边的福建龙岩和赣州地区是国内主要的劣质煤产区，足够保证公司荷树园电厂运行对劣质煤的需求。并且，公司已修建了专用铁路，与广梅汕、梅坎、漳龙铁路连接，为燃料的运输和供给提供了便利，一定程度上有效的控制燃料运输成本。

2.1.3 新能源发电调度优先

07年1月，国家颁布《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》，明确规定煤矸石发电项目享受优先上网发电。煤矸石新能源发电的调度优先顺序仅次于水电。07年，公司电厂的平均发电利用小时数多于7500小时，远高于全国平均水平，特别是传统火电的平均水平。图表4是近4年全国平均和火电、水电、核电的平均利用小时统计表，可以见得公司机组的调度优势。

通过对电厂中控室的参观，我们发现，发电机组的实时负荷均高于计划负荷，使得机组保障了更高的利用率，由于国家鼓励煤矸石新能源发电，因此在最低负荷时机组仍可保证85%的出力。

此外，公司身处电力紧缺的广东省，电力销往南方电网。从南方电网及其中最主要的广东电网供求形势来看，由于广东宏观经济健康发展，电力持续供不应求，最近几年南方电网及辖属各省区统调负荷连创历史新高，电力持续处于紧缺的状态。随着部分机组的按期投产，南方电网电力供应有所缓解，但仍存在较大的供给缺口。在相当长的时间内，南方电网电力供不应求的局面将不会消失。南方电网电力紧张的需求



状态，以及公司所处的广东省用电需求迅猛增长的态势，将有利于维持公司的高发电利用小时。

机组的较高利用率在国内煤矸石发电技术尚不成熟的情况下增加了发电机组运行的安全隐患，公司荷树园电厂针对机组运行中可能出现的问题，备以各项应急处理预案，加之充分利用电厂技术人员的丰富经验，在机组运行有偏正常状态时，第一时间实施控制，实时保证机组运行的安全、稳定，最大程度上避免安全隐患的发生，降低机组的运行风险。

图表 4：近 4 年全国不同发电方式平均利用小时统计（单位：小时）

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008-Q1
全国发电平均利用小时	5455	5425	5221	5011	1157
火电	5991	5865	5633	5316	1282
水电	3462	3664	3434	3532	564
核电	-	7755	7774	7737	-

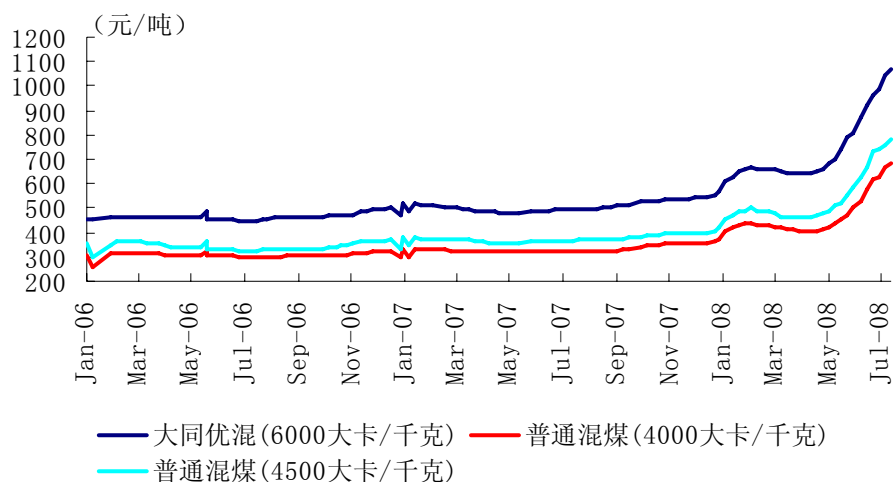
数据来源：中电联，天相投顾

2.1.4 较高上网电价顶住成本压力，维持较高毛利率

分析宝新能源的燃料结构，我们发现：公司发电使用燃料的 30%左右成分为热值在 1000-1500 大卡/千克之间的煤矸石，其余的 70%左右为热值在 4000-4500 大卡/千克范围的劣质煤。劣质煤相比优质动力煤，绝对价格较为低廉。图表 5 显示了不同热值动力煤的价格走势情况，可见热值为 6000 大卡/千克的优质动力煤市场价格高于 4500 大卡/千克和 4000 大卡/千克的劣质煤市场价格 36%和 55%。

特殊的发电燃料结构使得公司具有比一般火电企业较强的抗成本上涨能力，但是受煤炭价格飙升的影响，公司电厂的综合燃料成本也出现了较大幅度上涨，据目前煤炭市场价格情况，我们预计公司 08 年平均标煤单价较 07 年上涨 50%以上。

图表 5：不同热值动力煤市场价格比较（秦皇岛煤炭平仓价格）



数据来源：中国煤炭市场网，天相投顾



依据成本核算加合理收益与合理补偿的上网电价核定原则，公司荷树园电厂一期（2*13.5万千瓦）机组2005年投产时核定的上网电价为税前0.5832元/千瓦时。此次电价上调了0.026元/千瓦时，公司目前的上网电价高于广东省的标杆电价约27%。而广东省的标杆电价为全国各省区之首，可以见得公司的电价优势。

较高的上网电价顶住成本上涨的压力，维持公司较高的毛利率。图表6将06年以来电力公司的毛利率进行了比较，可见，宝新能源的毛利率水平显著高于所有电力公司，特别是火电公司的平均水平。08年一季度电力公司的亏损面达到35%以上，整体上市公司和火电类上市公司的毛利率较07年下降了近一半。公司的毛利率虽略有下降，但仍能维持32.87%的较高水平。

图表6：2006年-2008年一季度电力行业毛利率比较

	2006A	2007A	2008-Q1
电力上市公司平均	22.31%	23.24%	12.06%
火电上市公司平均	18.01%	18.84%	9.59%
宝新能源	40.01%	39.62%	32.87%

数据来源：公司年报、季报，天相投顾整理

2.1.5 税收优惠

06年9月，政府出台了《国家鼓励的资源综合利用认定管理办法》明确指出煤矸石发电必须具备3个条件：

- ① 煤矸石使用量（质量）不低于入炉燃料的60%；
- ② 煤矸石发电入炉燃料基低位发热量不大于12550千焦/千克；
- ③ 必须配备煤矸石、原煤、煤泥自动给料显示、记录装置。

目前公司发电使用的煤矸石燃料主要来自于本地和相邻的福建龙岩地区和江西赣州地区，运输半径小，运输成本低廉。但是，这些地区的煤矸石热值较低，平均在1000-1500大卡/千克之间，大量的掺烧容易使锅炉内结渣，燃烧恶化，甚至熄火，因此公司目前发电的煤矸石使用量尚不能达到不低于60%的标准，公司发电业务暂不能享受增值税减半的税收优惠政策。

但是，公司应用循环流化床发电技术，在所得税方面享受技术创新优势企业15%的优惠，优惠期从07年1月1日到09年12月31日。另外，公司从05年开始享受设备国产化的所得税抵免政策。公司荷树园电厂一期国产设备购置投资额为5.6亿元，按照规定，其中的40%，共2.24亿元可从购置设备当年比前一年新增企业所得税中抵免，即从公司05年新增电力业务的所得税中抵免，预计抵免额于09年使用完毕。

2.1.6 技术优势

公司发电使用的循环流化床技术目前在国内处于领先地位，它的作用主要是处理高硫煤和劣质煤使发电排出的气体满足大气排放标准。循环流化床洁净煤燃烧发电技术具有以下优点：



- 燃料适用性广，循环流化床可燃烧一切种类的燃料，包括低热值的劣质燃料以及难于点燃和燃尽的煤矸石；
- 循环燃烧效率高，使燃料充分燃尽，燃烧效率相当于煤粉炉，可达到 95%以上；
- 环保性能好，低温燃烧，从物理的角度控制二氧化硫生成，通过向锅炉内注入适量石灰石，自动控制二氧化硫排放，不需要额外安装脱硫装置，且效果更好；
- 燃烧稳定，负荷调节性好，即使在低负荷运行时，不需要增加助燃料；
- 总体上运行成本低于普通煤粉炉。

公司荷树园一期两台机组在 06 年进行环保验收时，脱硫效率分别达到了 86.0% 和 91.2%，符合国家环保不低于 85% 的要求。公司电厂一、二期利用循环流化床技术发电，每年将产出约 150 万吨的炉渣，其中 40%，约 60 万吨的炉灰用于制作建筑用砖，实现资源综合利用。

2.1.7 有效资本运作

公司发出的电量在 45 天内即可收回全部电费，有效的电费结算方式保证了公司较好的现金流状况，为持续生产经营创造良好的条件。同时，公司对电力业务产生的阶段性富裕资金实施对外的股权投资，实现投资回报，为公司积累必要的发展资本，有效提高核心主业发展的出资能力，且为股东创造较理想的回报。

2.2 未来发展方向

公司新能源发展规划为两大基地，梅县荷树园煤矸石发电基地和陆丰甲湖湾清洁能源发电基地。

1. 梅县荷树园煤矸石发电基地：

一期（27 万千瓦）已于 05 年投产；

二期第一台（30 万千瓦）机组已于今年 6 月投产，第二台（30 万千瓦）机组预计今年 8 月份投产；

三期项目（60 万千瓦）预计 09 年开工建设，10 年以后相继投产，荷树园厂区已为三期预留了建设空间。全部工程竣工投产后，公司煤矸石发电装机规模将达 147 万千瓦，将进一步强化公司在国内新能源电力领域的领先地位。

2. 陆丰甲湖湾清洁能源发电基地：

陆上风电一期（4.8 万千瓦）预计 09 年 5-6 月安装，09 年年底投产，二期（5 万千瓦）待一期投产后开始建设工作；

海上风电（共 125 万千瓦）规划海域面积 240 平方公里，计划采用单机容量 5 万千瓦或 6 万千瓦的大型先进风电设备，目前处于前期论证阶段；

超超临界火电项目（共 8*100 万千瓦）目前也处于前期论证阶段，其中 2 台 100



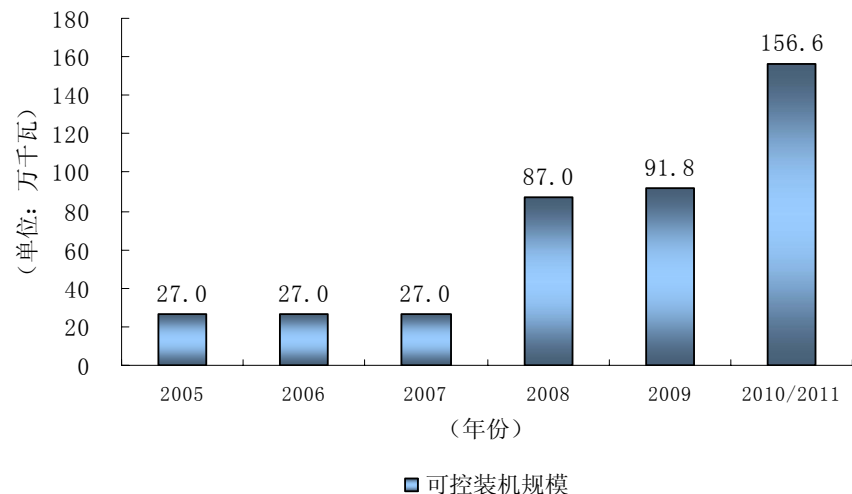
万千瓦超超临界火电已通过中国国际工程咨询公司的专家评审；

煤电及通用码头（7.5 万吨级）项目，规划先期建设两个 5000 吨级的泊位，远期预留发展 7.5 万吨级的泊位。海上风电和超超临界燃煤火电项目将与该码头项目同期建设，码头项目将为火电用煤的运输、储存以及海上风电大型设备的运输创造便利条件。

公司未来将形成一个核心（新能源电力）、两大业务板块（洁净煤燃烧技术发电和可再生能源发电）、两大能源基地（梅县荷树园电厂资源综合利用洁净煤燃烧技术发电基地和陆丰甲湖湾清洁能源基地）、1000 万千瓦装机规模的“1221”战略发展格局，对公司未来十年的持续高速发展，将起到坚实的支撑和保障作用。

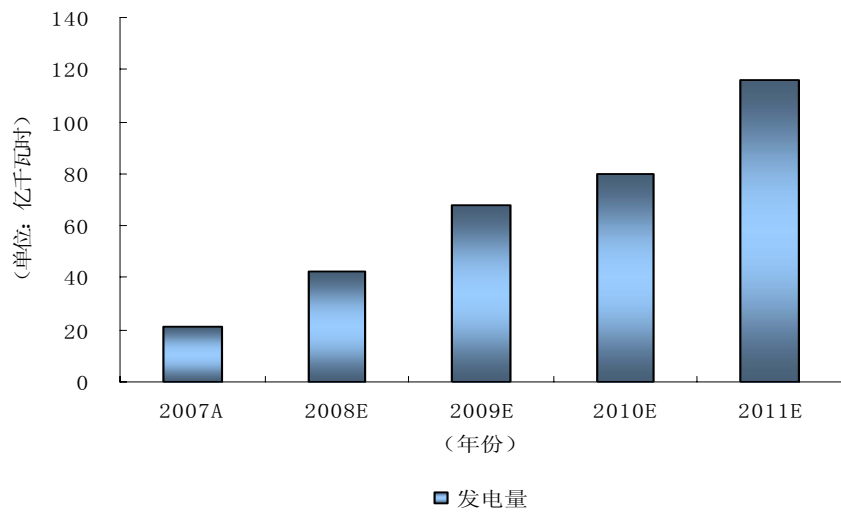
随着公司新机组的投产及产能的逐步释放，公司的发电量稳步增长，加之未来电力业务的发展及投建规划，公司的成长性明确，未来几年业绩有望保持稳定增长。

图表 7：公司未来 3 年可控装机规模的变化



数据来源：公司年报，天相投顾整理

图表 8：公司未来 4 年发电量预计增长情况



数据来源：公司年报，天相投顾整理

3. 广东地区电力供需状况

1. 近年发电量增速不及用电量增速，电力缺口逐年扩大

公司电力供应的广东地区是我国经济最发达的地区之一，电力需求量居全国首位。但是，由于广东地区能源资源短缺，近几年来，发电装机的增长速度仍然赶不上经济的发展速度，再加上广东地区电网建设相对落后，尽管西电东送解决了部分电力缺口，但仍不能满足广东地区经济发展对于电力资源的需求。通过对广东地区近几年用电量和发电量增速的比较（图表 9），可见发电量增速始终低于用电量增速，使得本身存在的电力缺口逐年扩大（图表 10）。

2. 装机增速放缓，省内机组利用率将进一步提高

图表 9 显示，用电量的增速在 05 年以后出现趋稳的态势。同时图表 11 反应出装机容量的增速在近几年出现下降的趋势。装机增长的放缓，用电增速的趋稳，有利于地区电厂利用小时的增长。

在已有的大环境下，公司发电机组现有的较高利用率可以得到有效的维持，并且新建的电源点也会得到有力的扶持，特别是公司主要发展新能源电源点的建设，在调度上仅次于水电，更加有利于公司机组较高利用率的维持。

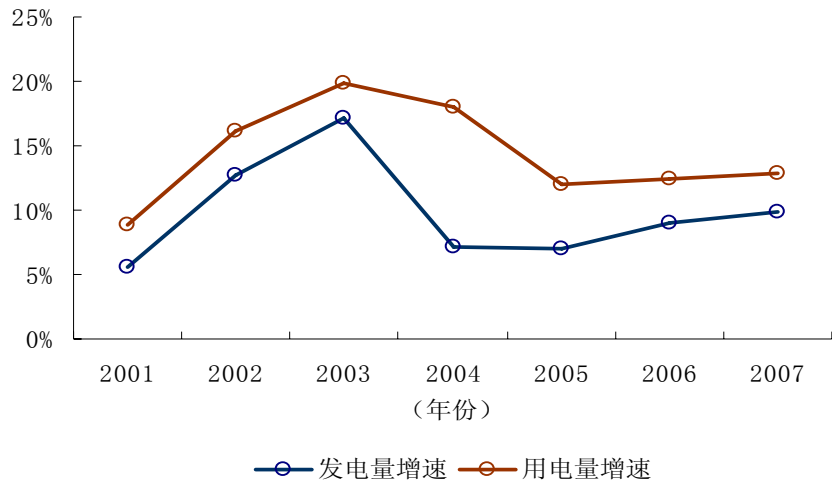
3. 加快电源点建设，未来供需平衡

截至 2007 年底，广东省内电源总装机容量为 5932 万千瓦。根据广东省的“十一五”能源规划，2010 年，广东省发电装机总容量将达到 9500 万千瓦，扣除西电东送 2238 万千瓦以及“十一五”期间计划关停的 966 万千瓦小火电机组和燃油机组（截至 07 年底，已完成关停 303 万千瓦），08 到 10 年广东地区需新增装机容量近 2000 万千瓦。



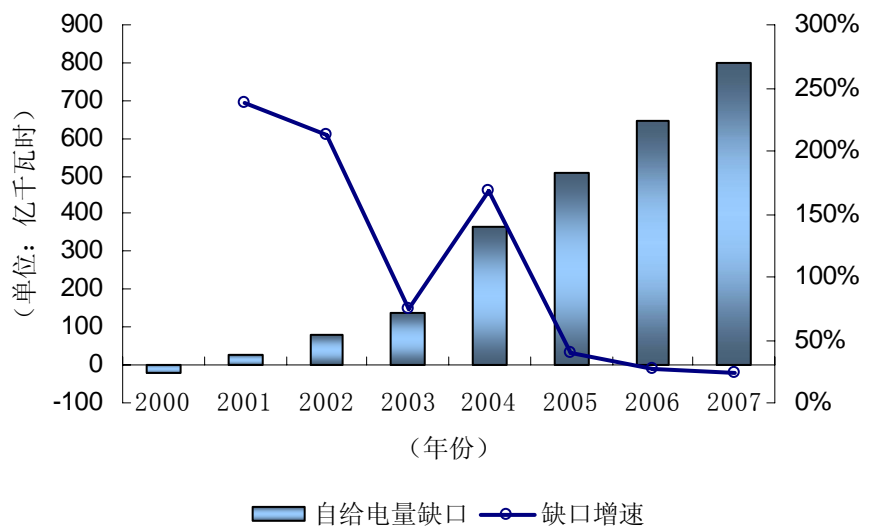
广东地区装机容量的增加,可以有效弥补广东地区的电力需求缺口,平衡电力供需状况,保障地区经济发展。

图表 9: 广东省近几年发、用电量增速变化图



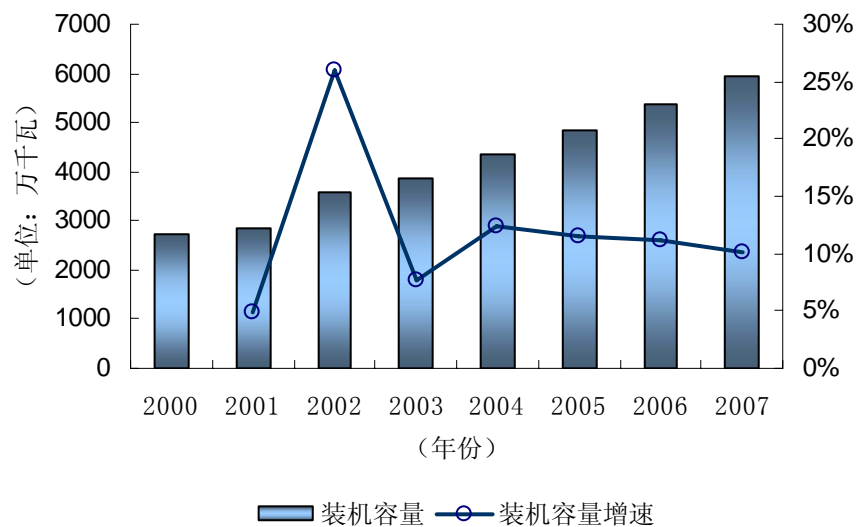
数据来源: 广东省发改委, 天相投顾整理

图表 10: 广东省近几年电力需求缺口变化



数据来源: 广东省发改委, 天相投顾整理

图表 11：广东省近几年装机容量变化趋势图



数据来源：广东省发改委，天相投顾整理

4. 业绩预测和估值分析

4.1 盈利预测

假设条件：

- 荷树园二期第 2 台（30 万千瓦）机组于今年 8 月顺利投产；陆丰甲湖湾陆上风电一期（共 4.8 万千瓦）于 09 年底全部投产；荷树园三期（2*30 万千瓦）两台机组分别于 10 年中期和三季度投产；
- 根据广东地区电力供需状况，一、二期 08、09 和 10 年保持一期 07 年的发电利用小时水平，预计年化利用小时可达到 7500 小时以上；
- 08 年上网电价不再调整，09 年启动第 4 次煤电联动，全年平均电价上调 5%，10 年电价维持不变；
- 08 年平均标煤单价较 07 年上涨 50%，09 年较 08 年上涨 5%，10 年维持 09 年水平；
- 公司荷树园电厂的设备国产化技术改造所得税抵免额于 09 年中期使用完毕，10 年开始企业所得税按 25% 缴纳；
- 陆丰甲湖湾陆上风电一期上网电价为 0.689 元/千瓦时，增值税率享受减半优惠，为 8.5%；荷树园三期投产后执行与一、二期相同的上网电价；
- 投资收益：公司获得长城证券每年分红 0.15 亿元。



图表 12：公司盈利预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	101084	128314	201009	341704	407609
增长率 (%)	72.3%	26.9%	56.7%	70.0%	19.3%
毛利率 (%)	39.5%	39.6%	25.4%	28.8%	26.3%
减：营业成本	61119	77475	150032	243167	300599
主营业务税金及附加	1441	4315	6760	11491	13707
减：销售费用	438	203	0	0	0
管理费用	4500	6622	8620	10620	12668
财务费用	6748	6534	10236	17400	20756
期间费用率 (%)	11.6%	10.4%	9.4%	8.2%	8.2%
加：投资收益	-197	1000	38151	1500	1500
营业利润	26778	34180	63513	60525	61378
加：营业外收入	8	8	8	8	8
减：营业外支出	300	12	100	12	12
利润总额	26486	34176	63421	60521	61374
减：所得税	189	1062	9538	8166	15343
实际所得税率 (%)	0.7%	3.1%	15.0%	13.5%	25.0%
净利润	26297	33114	53883	52355	46030
归属母公司净利润	26297	33114	53883	52355	46030
净利润率 (%)	26.0%	25.8%	26.8%	15.3%	11.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0
每股收益 (元)	0.23	0.29	0.48	0.46	0.41

数据来源：公司年报，天相投顾

基于以上假设条件，我们预计公司 08、09 和 10 年可分别实现每股收益 0.48 元、0.46 元和 0.41 元。公司因今年上半年出售金融资产（云南铜业），获得投资收益 3.75 亿元，占上半年营业利润的 91.40%，贡献每股收益 0.25 元。如果不考虑投资收益对公司全年业绩的增厚，根据我们的预测，公司 08、09 和 10 年可分别实现每股收益 0.23 元、0.46 元和 0.41 元。10 年业绩较 09 年略有下降的原因主要是公司在所得税方面享受的优惠政策到期，预计公司 10 年按照 25% 的税率缴纳企业所得税。抛开这些因素，我们可以看到公司业绩的明确增长。

4.2 估值分析

以 08 年 7 月 28 日的收盘价为基准，09 年动态市盈率比较如图表 13，由于公司 08 年非电力业务的投资收益占营业利润的比重较大，我们认为公司 09 年以后的收益情况较具有代表性，因此我们利用电力行业重点火电公司 09 年的动态 PE 进行比较和分析，可见公司的动态 PE 处于行业的平均范围内。

虽然煤价大幅上涨对公司业绩增长产生一定压力，但基于公司发展新能源，在调度和电价方面存在一定优势，加上新机组陆续投产对于公司发电量和业绩增长的贡



献，我们看好公司的持续发展能力。此外，基于电力行业的经营现状，我们认为本年度内再次上调上网电价的可能性较大，为公司业绩提升带来利好，因此我们维持对公司“增持”的投资评级。

图表 13：电力行业重点公司 09 年动态市盈率比较

代码	名称	07EPS	08EPS	09EPS	09 动态 PE
000027	深圳能源	0.73	0.52	0.73	12
600098	广州控股	0.53	0.30	0.34	17
600886	国投电力	0.52	0.32	0.45	17
600396	金山股份	0.33	0.34	0.43	19
600795	国电电力	0.31	0.28	0.31	21
600642	申能股份	0.64	0.45	0.44	21
000690	宝新能源	0.29	0.48	0.46	22
600011	华能国际	0.50	0.25	0.33	22
000539	粤电力 A	0.25	0.20	0.27	25
601991	大唐发电	0.29	0.22	0.30	32

数据来源：天相投顾

5. 风险揭示

1. 成本上涨风险

虽然公司发电使用的煤矸石和劣质煤近期以来的涨幅略低于优质动力煤，公司仍然受到了燃料成本上涨的压力，平均标煤成本较 07 年出现了较大幅度上涨，影响到公司的业绩。如果煤炭价格不能得到有效的控制，超预期的增长，将进一步吞噬公司的利润。我们针对煤炭价格上涨对公司业绩进行了敏感性分析，假设在我们预计平均标煤单价的基础上，摊薄全年标煤单价再上涨 20-140 元，对应公司净利润、每股收益以及净利润降幅如图表 14。可见，摊薄到全年标煤单价再上涨 60-80 元，目前公司电力业务的净利润将下降一半，如果上涨 140 元，将吞噬公司全年电力业务的利润。

图表 14：宝新能源 08 年业绩对煤价上涨的敏感性分析

08 年平均标煤单价涨幅(元)	0	20	40	60	80	100	120	140
08 年电力业务净利润(万元)	25362	21747	18132	14517	10902	7287	3672	57
08 年电力业务 EPS(元)	0.22	0.19	0.16	0.13	0.10	0.06	0.03	0.00
08 年电力业务净利润降幅(%)		14.25%	28.51%	42.76%	57.01%	71.27%	85.52%	99.78%

数据来源：天相投顾

2. 电价调整风险



根据我们的假设条件，08 年上网电价不再调整，09 年启动第 4 次煤电联动，全年平均电价上调 5%，2010 年电价维持不变。当电价调整幅度低于我们的预期，或者电价调整的时间迟于我们的预期，都会影响公司的收益水平。

当然，根据电力行业，特别是火电行业的窘迫现状，现金流逐渐趋紧，一定程度上威胁了供电的持续、安全。而解决目前问题的最有效途径即再次上调电企的上网电价，我们不排除年度内再次调价的可能，一旦实施，将对公司业绩产生积极影响。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100032

北京新盛 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层
电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100034

北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

上海天相 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座
电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编 200120

深圳天相 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801
电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800 邮编 518041

山东天相 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C
电话：0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编 250014