

## 税率变化、高价高库存致业绩低于预期



### 事件

公司公告：2011 年公司实现营业收入 72.33 亿元，同比增加 7.34%；发生营业成本 56.98 亿元，同比增加 9.30%，实现归属母公司所有者净利润为 6.55 亿元，同比增长 0.22%。2012 年一季度，公司实现营业收入 22.09 亿元，同比增加 40.70%；发生营业成本 17.67 亿元，同比增加 38.91%；实现归属母公司所有者净利润为 0.50 亿元，同比下滑 31.84%。

### 投资要点

- **所得税率变化及高价高库存致使业绩低于预期。**2011 年由于区域鼓励类产业税收政策尚未明确，公司按审慎原则以 25% 计提所得税，影响公司控股的上都、京达电厂以及参股的岱海、国华准格尔电厂的归属母公司股东的净利润共计 1.13 亿元。另外，由于公司春节期间保证供电要求，公司高煤价时购入的煤炭库存较高，导致一季度综合煤价较同期上涨 9%，致使一季度业绩大幅下滑。
- **预期公司未来两年将迎来收获期，**和林电厂、魏家峁煤电一体化项目将陆续投产。得益区位优势 and 资源优势，上都三期和魏家峁煤电一体化项目皆为“西电东送”机组，享受低煤价、高电价、高利用小时的优势，业绩将逐步提升。
- **资产结构进一步优化。**公司作为北方联合电力公司煤电一体化业务的最终整合平台，持续的资产注入预期将促使公司规模快速增长、资产结构进一步优化。控股股东火电机组及煤炭资源丰富，目前控股装机容量 1476 万千瓦，约为公司规模的 2 倍；控股开发煤炭项目 5 个，储量达到 27.1 亿吨，随着 2011-2012 年 4 个控股煤矿逐步达产，资产注入条件趋于成熟。将有望显著提高公司煤炭自给率以及大幅优化公司资产结构。

### 财务与估值

按照审慎原则，我们预计公司 2012-2014 年摊薄后每股收益分别为 0.52、0.63、0.67 元。鉴于公司拥有优于可比公司的内生和外延增长空间，我们给予公司 2012 年 20 倍动态 PE，对应目标价 10.50 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**项目进度低于预期，蒙西电网火电利用小时恢复进程低于预期。

### 公司主要财务信息

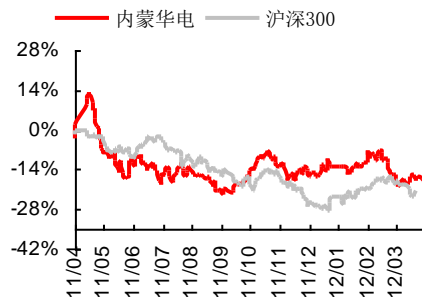
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	6,739	7,233	11,810	13,439	14,524
同比增长	-6.4%	7.3%	63.3%	13.8%	8.1%
营业利润 (百万元)	1,263	1,364	2,820	3,300	3,514
同比增长	39.5%	8.0%	106.7%	17.0%	6.5%
归属母公司净利润 (百万元)	654	655	1,349	1,639	1,739
同比增长	61.9%	0.2%	105.8%	21.5%	6.1%
每股收益 (元)	0.33	0.33	0.52	0.63	0.67
毛利率	22.6%	21.2%	27.0%	27.2%	27.5%
净利率	9.7%	9.1%	11.4%	12.2%	12.0%
净资产收益率	17.5%	14.9%	17.5%	14.2%	13.1%
市盈率 (倍)	24.5	24.5	15.5	12.7	12.0
市净率 (倍)	3.9	3.4	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 04 月 26 日)	7.94 元
目标价格	10.50 元
52 周最高价/最低价	11.11/7.53 元
总股本/A 股 (万股)	258122/57293
A 股市值 (百万元)	20494
国家/地区	中国
行业	电力
报告发布日期	2012 年 04 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.9	-3.8	-6.7	-22.2
相对表现 (%)	-4.7	1.9	-17.1	1.0
沪深 300 (%)	2.9	-5.6	10.4	-23.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 周衍长  
021-63325888\*6101  
zhouyanchang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511120003

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	242	413	4,310	4,776	5,000	营业收入	6,739	7,233	11,810	13,439	14,524
应收账款	667	871	1,169	1,330	1,438	营业成本	5,213	5,698	8,621	9,788	10,527
预付账款	33	41	47	47	51	营业税金及附加	56	64	106	121	131
存货	388	451	603	685	737	营业费用	0	0	0	0	0
其他	663	310	89	101	110	管理费用	19	22	35	40	44
<b>流动资产合计</b>	<b>1,993</b>	<b>2,086</b>	<b>6,219</b>	<b>6,940</b>	<b>7,335</b>	财务费用	648	693	948	938	1,081
长期股权投资	2,871	3,356	3,500	3,700	4,000	资产减值损失	4	(12)	7	11	19
固定资产	13,858	17,824	20,610	20,928	24,932	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,954	1,452	1,368	5,552	5,796	投资净收益	464	595	729	759	791
无形资产	52	49	42	35	28	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	2,851	1,074	567	567	567	营业利润	1,263	1,364	2,820	3,300	3,514
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,586</b>	<b>23,754</b>	<b>26,087</b>	<b>30,781</b>	<b>35,322</b>	营业外收入	43	3	5	6	7
<b>资产总计</b>	<b>23,579</b>	<b>25,840</b>	<b>32,307</b>	<b>37,721</b>	<b>42,657</b>	营业外支出	47	6	5	6	7
短期借款	2,960	2,755	3,000	3,200	3,500	<b>利润总额</b>	<b>1,258</b>	<b>1,362</b>	<b>2,820</b>	<b>3,300</b>	<b>3,514</b>
应付账款	850	1,034	1,293	1,566	1,579	所得税	102	328	677	792	843
其他	2,010	3,543	2,017	2,351	2,062	<b>净利润</b>	<b>1,156</b>	<b>1,033</b>	<b>2,143</b>	<b>2,508</b>	<b>2,671</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,820</b>	<b>7,332</b>	<b>6,310</b>	<b>7,117</b>	<b>7,141</b>	少数股东损益	503	378	795	869	931
长期借款	9,631	8,799	9,169	10,969	14,569	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>654</b>	<b>655</b>	<b>1,349</b>	<b>1,639</b>	<b>1,739</b>
应付债券	1,559	1,559	1,559	1,559	0	每股收益(元)	0.33	0.33	0.52	0.63	0.67
其他	117	881	1,200	1,500	1,700						
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,307</b>	<b>11,239</b>	<b>11,928</b>	<b>14,028</b>	<b>16,269</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>17,127</b>	<b>18,571</b>	<b>18,239</b>	<b>21,145</b>	<b>23,410</b>		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	2,374	2,544	3,339	4,208	5,139	<b>成长能力</b>					
股本	1,981	1,981	2,581	2,581	2,581	营业收入	-6.4%	7.3%	63.3%	13.8%	8.1%
资本公积	1,038	1,030	5,086	5,086	5,086	营业利润	39.5%	8.0%	106.7%	17.0%	6.5%
留存收益	1,058	1,713	3,062	4,701	6,440	归属于母公司净利润	61.9%	0.2%	105.8%	21.5%	6.1%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,452</b>	<b>7,269</b>	<b>14,068</b>	<b>16,576</b>	<b>19,247</b>	毛利率	22.6%	21.2%	27.0%	27.2%	27.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,579</b>	<b>25,840</b>	<b>32,307</b>	<b>37,721</b>	<b>42,657</b>	净利率	9.7%	9.1%	11.4%	12.2%	12.0%
						ROE	17.5%	14.9%	17.5%	14.2%	13.1%
						ROIC	8.3%	7.1%	11.2%	10.3%	9.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	72.6%	71.9%	56.5%	56.1%	54.9%
						净负债率	230.0%	201.8%	75.5%	75.1%	74.1%
						流动比率	0.34	0.28	0.99	0.98	1.03
						速动比率	0.28	0.22	0.89	0.88	0.92
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	9.3	9.4	11.6	10.8	10.5
						存货周转率	16.4	13.6	16.4	15.2	14.8
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.33	0.33	0.52	0.63	0.67
						每股经营现金流	1.30	1.11	1.09	1.65	1.78
						每股净资产	2.06	2.38	4.16	4.79	5.47
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	24.5	24.5	15.5	12.7	12.0
						市净率	3.9	3.4	1.9	1.7	1.5
						EV/EBITDA	14.5	11.5	5.7	5.1	4.6
						EV/EBIT	15.3	14.2	7.8	6.9	6.4

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

---

## 东方证券研究所

**地址：** 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：** 王骏飞

**电话：** 021-63325888\*1131

**传真：** 021-63326786

**网址：** www.dfzq.com.cn

**Email：** wangjunfei@orientsec.com.cn