

煤价上涨严重影响公司业绩

中性 维持评级

分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-6656 8668 执业证书编号: S0130208061595

1. 事件

4月29日, 公司公布2010年第一季度报告。报告期内, 公司实现营业收入106亿元, 同比增长25%; 归属母公司股东净利润0.77亿元, 同比下降60%。每股收益为0.0114元。

2. 我们的分析与判断

(1) 季度发电量同比大幅上升, 环比持平

2010年第一季度, 公司发电量为297.91亿千瓦时, 同比增长约23.01%; 上网电量为276.85亿千瓦时, 同比增长约22.94%。相应的, 公司营业收入大幅提高, 同比增长25%。分地区看, 山东、四川、河南、宁夏等地区的发电量同比大幅增长, 而安徽地区发电量出现下降。

从季度环比数据上看, 2010年第一季度发电量与09年第四季度基本持平。其中, 四川火电发电量大幅增长; 宁夏平稳增长; 山东、安徽、河南的发电量均出现下降。公司季度营业收入与09年第四季度基本持平。

图1: 2010年第一季度分地区发电量同比变化

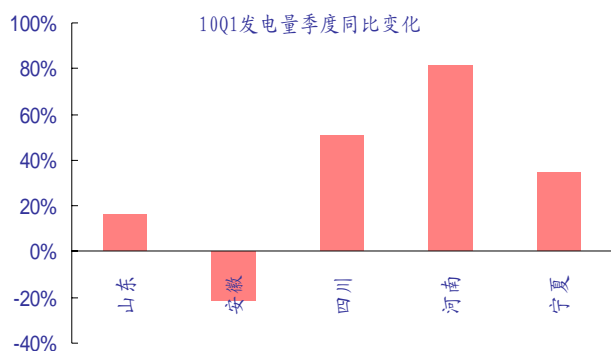
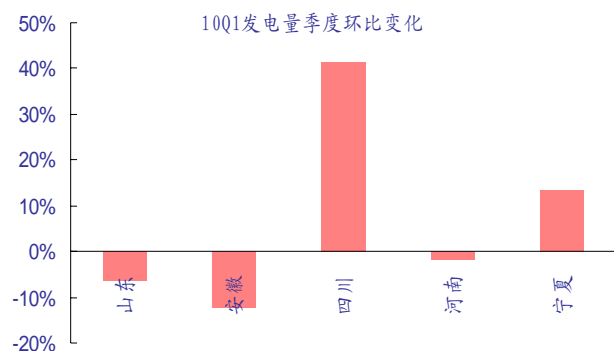


图2: 2010年第一季度分地区发电量环比变化



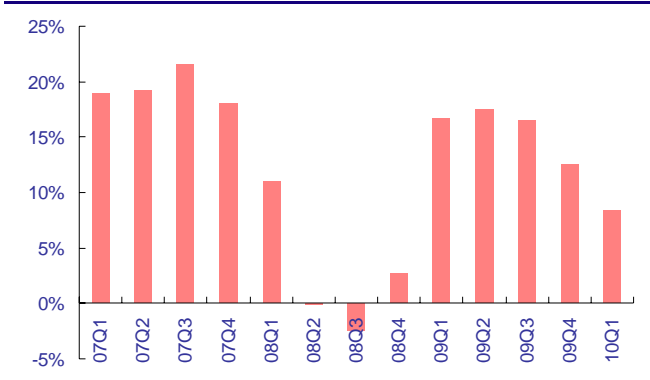
资料来源: 中国银河证券研究所, 公司公告

(2) 煤价上涨严重影响公司业绩

报告期内, 公司管理费用率和财务费用率分别为6.87%和2.43%, 继续呈现下降趋势。但是受煤价上涨因素影响, 公司营业成本同比飙升了38%, 直接导致季度毛利率大幅下降至8.45%。受此因素影响, 公司季度归属母公司股东净利润同比下降60%, 环比下降70%, 第一季度加权平均净资产收益率仅为0.49%。

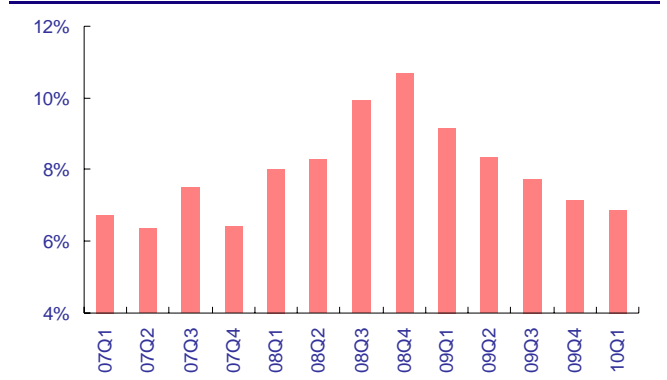
近期市场煤价格依然坚挺, 因此在没有电价调整的情景下, 公司盈利能力短期内难以明显回升。

图 3: 季度毛利率变化



资料来源: 中国银河证券研究所, 公司公告

图 4: 季度财务费用率变化



3. 投资建议

在煤炭价格依然坚挺的背景下, 公司面临着巨大的成本压力。如果没有相应的上网电价调整措施, 公司业绩仍将徘徊在盈亏平衡点左右。

我们假设 2010 年 6 月有一次上网电价调整, 上调幅度为 3% (折合全年提高 1.5%), 则预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.12、0.23 和 0.25 元。

公司业绩对上网电价、煤价、发电小时数的敏感性非常高, 业绩波动剧烈。正如公司公告中所述, 鉴于国家目前的电价调整政策的推出具有不确定性, 因此无法就下一报告期的盈利状况作出准确判断。鉴于较大的不确定性, 我们维持对公司“中性”的投资评级。

表 1: 公司业绩对上网电价和燃料成本的敏感性分析

2010 每股收益 (元)		综合上网电价变化				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
单位燃料成本变化	3%	0.21	0.23	0.25	0.27	0.30
	6%	0.14	0.16	0.18	0.20	0.22
	9%	0.06	0.08	0.10	0.12	0.14
	12%	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
	15%	-0.10	-0.08	-0.06	-0.03	-0.01

资料来源: 中国银河证券研究所

公司财务报表预测 (百万元)
附表 1: 公司财务预测及相对估值分析

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1874	1244	2499	2866	3210	营业收入	31961	36662	41643	47762	53493
应收票据	19	325	342	393	440	营业成本	30994	30895	36432	41015	45790
应收账款	1950	3259	3765	4318	4836	营业税金及附加	228	248	92	105	118
预付款项	170	482	482	482	482	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	210	242	275	315	353	管理费用	1099	1168	1247	1339	1419
存货	1782	1346	1497	1686	1882	财务费用	2965	2948	3133	3501	4095
其他流动资产	551	661	661	661	661	资产减值损失	11	2	0	0	0
长期股权投资	2663	4740	4740	4740	4740	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	60815	63763	71123	77936	84204	投资收益	-78	242	400	400	400
在建工程	8203	12570	12570	12570	12570	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	7	22	22	22	22	营业利润	-3414	1643	1138	2202	2472
无形资产	1194	2926	2785	2643	2501	营业外收支净额	251	58	58	58	58
长期待摊费用	0	0	7	14	19	税前利润	-3163	1701	1197	2261	2530
资产总计	84642	100478	109665	117543	124818	减: 所得税	-118	108	84	158	177
短期借款	12006	16793	22797	24956	26296	净利润	-3044	1593	1113	2102	2353
应付票据	1655	1357	1597	1798	2007	归属于母公司的净利润	-2558	1162	812	1535	1718
应付账款	3464	3721	2196	2472	2760	少数股东损益	-486	430	300	568	635
预收款项	0	82	82	82	82	基本每股收益	-0.42	0.17	0.12	0.23	0.25
应付职工薪酬	210	219	219	219	219	稀释每股收益	-0.42	0.17	0.12	0.23	0.25
应交税费	167	267	267	267	267	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	2967	1983	1983	1983	1983	成长性					
其他流动负债	2606	3003	3003	3003	3003	营收增长率	55.96%	14.71%	13.59%	14.70%	12.00%
长期借款	40370	42439	46039	49639	53239	EBIT 增长率	-	-	-11%	36.98%	16.29%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-	-	-30%	88.91%	11.91%
负债合计	69179	79633	87951	94187	99624	盈利性					
股东权益合计	15463	20845	21714	23356	25194	销售毛利率	3.03%	15.73%	12.51%	14.13%	14.40%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-9.52%	4.34%	2.67%	4.40%	4.40%
净利润	-3044	1593	1113	2102	2353	归属 ROE	-23.22%	7.41%	5.00%	8.86%	9.27%
折旧与摊销	7647	8686	4788	5335	5881	ROIC	-0.47%	4.57%	3.61%	4.61%	5.04%
经营活动现金流	3516	6668	6641	10183	11627	估值倍数					
投资活动现金流	-12762	-17292	-11613	-11613	-11613	PE	-	31.28	38.34	20.29	18.13
融资活动现金流	9597	9997	6227	1797	330	P/B	2.35	2.32	1.92	1.80	1.68
现金净变动	352	-627	1255	367	344	P/S	0.72	0.99	0.75	0.65	0.58
期初现金余额	1393	1874	1244	2499	2866	股息收益率	0.00%	0.65%	0.78%	1.48%	1.65%
期末现金余额	1745	1247	2499	2866	3210	EV/EBITDA	11.37	8.27	12.85	11.02	10.17

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908