

发电量大增，部分抵消煤价上涨影响

谨慎推荐 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

8月11日，公司发布2010年中期报告。报告期内，公司实现营业收入489亿元，同比增长37%；归属于母公司股东的净利润20.26亿元，同比增长2.7%；每股收益0.16元，符合我们的预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 发电量大增带动营业收入大幅提高

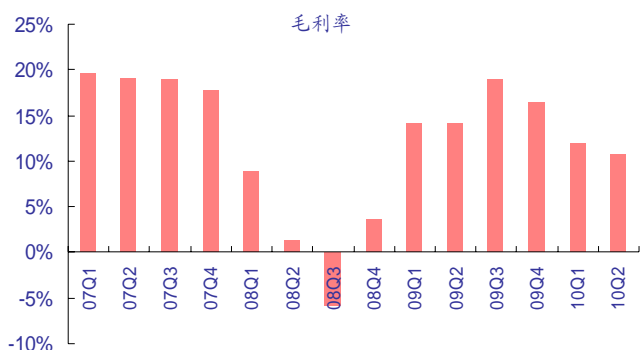
报告期内，公司发电量大幅增长，进而带动营业收入大幅提高。上半年公司境内电厂累计完成发电量1188亿千瓦时，同比增长38%。其中公司第二季度完成发电量603亿千瓦时，比2009年同期增长38%，环比2010年第一季度增长3%。公司下属的浙江玉环电厂、江苏太仓电厂、广东海门电厂、山东德州电厂、辽宁营口电厂、大连电厂等项目在第二季度均实现了较好的发电量水平，环比第一季度均有超过10%的发电量增长。报告期内，在煤价上涨的情景下，公司发电量带动的收入增长在一定程度上抵消了燃料成本上涨的影响，并保证了公司上半年业绩与2009年同期持平。

(2) 煤价上涨导致毛利率下降

2010年重点合同煤价格上涨8%，市场煤价格上涨20%。燃料成本上涨直接影响到公司的毛利率水平。公司上半年的毛利率为11.4%，比2009年同期下降2.8个百分点。从逐季度情况看，2010年公司签订的重点合同煤比例达到80%左右，价格和兑现率稳定，因此公司综合煤价相对稳定，2010年第二季度的毛利率与第一季度持平。

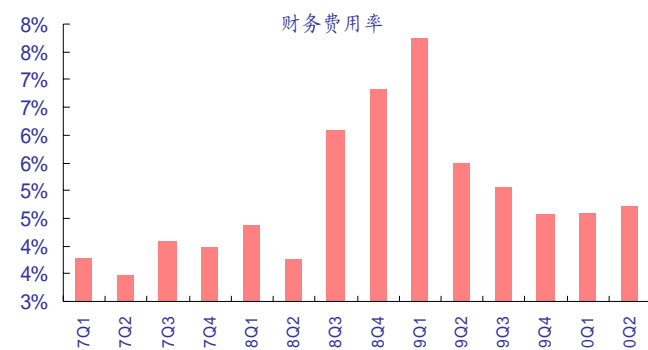
公司的综合财务费用率稳定，保持在4.7%的水平。公司计划增发融资，如果股权融资成功，则公司资产负债率有望下降3个百分点，财务费用压力继续减轻。

图1：公司分季度毛利率情况



资料来源：公司公告

图2：公司分季度财务费用率情况



资料来源：公司公告

3. 投资建议

我们假设 2010 年公司境内电厂单位燃料成本同比上涨 10%，上网电价提高 0.5%（因售电结构变化，在华东、广东等高电价地区售电量增加），发电量同比增长 24%；2011 年单位燃料成本不变，上网电价提高 0.5%，发电量上升 13%（因装机规模增长）。我们预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.31 元、0.37 元和 0.48 元。公司业绩对煤价变化和上网电价变化的敏感性高，我们认为未来市场煤价格存在下降的可能，而且不排除上调上网电价的可能性。

公司 2010-2012 年对应的市盈率分别为 20 倍、17 倍和 13 倍。公司 2010 年预期市净率为 1.7 倍，预期 ROE 为 8.5%，估值安全边际高。考虑到公司业绩弹性高，且存在较大超预期上升的可能，维持“谨慎推荐”的投资评级。

表 1: 公司 2010 年每股收益对上网电价和单位燃料成本的敏感性分析

2010 年每股收益		综合上网电价变化				
		-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
单位燃料成本变动	5.0%	0.43	0.46	0.49	0.52	0.55
	7.5%	0.34	0.37	0.40	0.43	0.46
	10.0%	0.25	0.28	0.31	0.34	0.37
	12.5%	0.20	0.23	0.26	0.29	0.32
	15.0%	0.11	0.14	0.17	0.20	0.22

资料来源：中国银河证券研究部

表 2: 公司主要电厂发电量情况

发电量	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q2 QoQ	10Q2 YoY
大连	18	19	24	22	19	22	16%	16%
丹东	8	11	10	11	10	9	-9%	-18%
营口	20	23	25	25	24	25	7%	8%
福州	19	18	22	25	16	13	-21%	-32%
汕头燃煤	14	16	16	16	17	19	10%	16%
海门	0	0	10	23	23	33	45%	-
南京	9	6	10	11	10	8	-25%	20%
南通	16	18	22	22	21	19	-8%	11%
德州	32	35	43	39	34	42	24%	20%
济宁	6	5	4	5	11	14	19%	201%
辛店	8	9	8	9	9	8	-13%	-16%
威海	9	8	10	11	10	10	0%	20%
日照二期	13	17	22	21	17	21	26%	26%
石洞口一厂	17	16	18	17	19	19	-1%	14%
石洞口二厂	18	13	15	20	18	12	-32%	-8%
上海燃机	0	1	6	2	2	4	108%	329%
长兴	3	3	5	4	4	4	0%	26%
太仓	25	30	28	32	25	33	33%	11%
淮阴	16	16	21	20	21	19	-7%	20%
榆社	9	12	12	11	12	13	9%	12%
井冈山	7	6	8	11	19	19	0%	215%
岳阳	11	8	13	20	19	8	-58%	4%
珞璜	25	22	28	34	38	25	-34%	16%
平凉	14	10	12	15	19	21	12%	112%
玉环	39	50	59	52	49	54	11%	9%
沁北	30	27	30	38	33	34	4%	26%
上安	23	36	27	32	28	38	36%	6%
金陵燃机	5	8	6	4	3	6	121%	-18%
金陵(燃煤)					14	19		
启东风电					1	0		
营口热电					10	8		
化德风电						1		
境内合计	418	443	586	588	586	603	3%	36%

资料来源: 公司公告; 发电量单位: 亿千瓦时

公司财务报表预测 (百万元)
表 3: 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	5766	5452	5738	6409	7164	营业收入	67825	79742	95627	106812	119397
应收票据	666	352	52	59	65	营业成本	66876	66961	84056	93592	103220
应收账款	7128	9691	11528	12583	13739	营业税金及附加	106	166	210	235	263
预付款项	659	1024	1024	1024	1024	销售费用	3	3	0	0	0
其他应收款	424	1183	1419	1585	1772	管理费用	1855	2360	2596	2856	3142
存货	5170	4084	4606	5128	5656	财务费用	3624	4435	4991	5543	6565
其他流动资产	177	46	46	46	46	资产减值损失	0	659	0	0	0
长期股权投资	8745	9550	9550	9550	9550	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	91292	108769	118369	127912	136545	投资收益	185	809	600	600	600
在建工程	13641	23637	26637	29637	32637	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	11492	8765	8765	8765	8765	营业利润	-4602	5933	4372	5186	6807
无形资产	6801	7086	6736	6387	6037	营业外收支净额	169	116	116	116	116
长期待摊费用	182	164	155	145	134	税前利润	-4433	6050	4489	5302	6924
资产总计	164588	193997	208632	223236	237141	减: 所得税	-220	657	494	583	762
短期借款	28745	24730	29886	33619	35612	净利润	-4213	5393	3995	4719	6162
应付票据	12	71	69	77	85	归属于母公司的净利润	-3701	5081	3755	4436	5792
应付账款	2998	4315	5066	5641	6222	少数股东损益	-512	312	240	283	370
预收款项	0	103	103	103	103	基本每股收益	-0.31	0.42	0.31	0.37	0.48
应付职工薪酬	212	291	291	291	291	稀释每股收益	-0.31	0.42	0.31	0.37	0.48
应交税费	420	-1544	-1544	-1544	-1544	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	6354	8375	8375	8375	8375	成长性					
其他流动负债	5340	10442	10442	10442	10442	营收增长率	34.48%	17.57%	19.92%	11.70%	11.78%
长期借款	59027	71267	78167	85067	91967	EBIT 增长率	-112.99%	-1110%	-15%	15.58%	26.10%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-161.72%	-237%	-26%	18.13%	30.57%
负债合计	123015	145280	156685	167901	177381	盈利性					
股东权益合计	41573	48717	51947	55336	59760	销售毛利率	1.40%	16.03%	12.10%	12.38%	13.55%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-6.21%	6.76%	4.18%	4.42%	5.16%
净利润	-4213	5393	3995	4719	6162	归属 ROE	-10.21%	12.39%	8.53%	9.42%	11.32%
折旧与摊销	7647	8686	9920	10830	11740	ROIC	-0.66%	5.45%	4.26%	4.57%	5.40%
经营活动现金流	5186	15989	16760	19324	22579	估值倍数					
投资活动现金流	-47957	-25611	-22413	-22413	-22413	PE	-22.54	19.00	19.90	16.85	12.90
融资活动现金流	41255	8764	5938	3760	589	P/B	2.30	2.35	1.70	1.59	1.46
现金净变动	-1516	-858	286	671	755	P/S	1.23	1.21	0.78	0.70	0.63
期初现金余额	7533	5766	5452	5738	6409	股息收益率	1.45%	2.62%	1.51%	1.78%	2.32%
期末现金余额	6017	4908	5738	6409	7164	EV/EBITDA	28.43	11.62	11.26	10.52	9.34

资料来源: 中国银河证券研究部

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。

电力行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

长江电力（600900.SH）、国电电力（600795.SH）、华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、建投能源（000600.SZ）、金山股份（600396.SH）、漳泽电力（000767.SZ）、桂冠电力（600236.SH）

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 研究部

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