

第二季度毛利率水平明显回升

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18日, 公司发布2010年中期报告。报告期内, 公司实现营业收入14.48亿元, 同比增长5.38%; 归属于母公司股东的净利润0.72亿元, 同比下降43.51%; 扣除非经常性损益后的归属净利润0.71亿元, 同比下降14% (2009年上半年在完成收购广州证券股权时形成4170万元的营业外收入)。报告期内, 公司实现每股收益0.27元, 符合我们的预期。

2. 我们的分析与判断

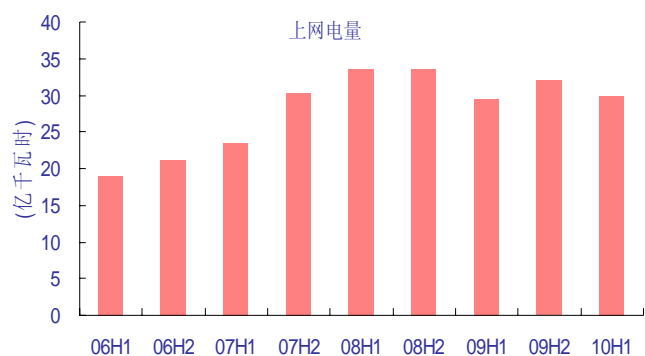
(1) 机组改造及大修影响第一季度上网电量, 第二季度恢复

2010年上半年公司完成上网电量29.84亿千瓦时, 同比上升1.15%。2010年上半年, 广东地区用电需求旺盛, 用电量同比增长18.43%, 区域内的火电机组利用率同比上升22%。公司位于广州开发区, 区内企业生产活动活跃, 用电需求旺盛。但是2010年1-2月, 公司控股的恒运C厂进行脱硫改造及大修, 这在很大程度上影响了公司上半年的售电量和机组利用率。从第二季度开始, 恒运C厂改造及大修完成, 上网电量回升。我们预期2010年下半年, 公司上网电量将环比上半年明显提高。

(2) 机组利用率上升, 运费回落推动第二季度盈利能力回升

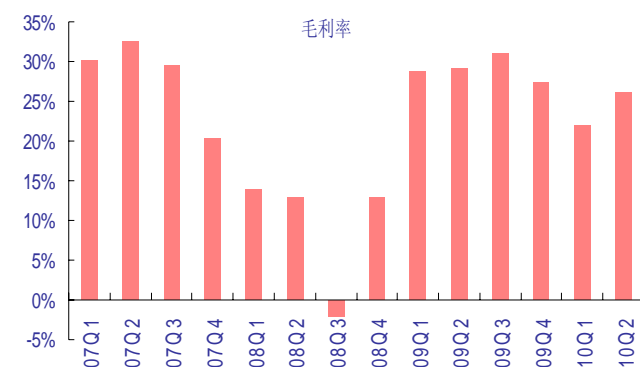
2010年上半年公司毛利率为24.26%, 同比下降了4.67个百分点。公司毛利率的降低与第一季度机组利用率下降有关。我们注意到, 受恒运C厂脱硫改造和大修影响, 公司第一季度毛利率仅为21.9%。而随着机组利用率的上升, 公司第二季度的毛利率上升至26.1%, 比第一季度上升了4.2个百分点, 并已接近2009年第四季度的水平。

图1: 公司半年度上网电量情况



资料来源: 公司公告

图2: 公司分季度毛利率情况



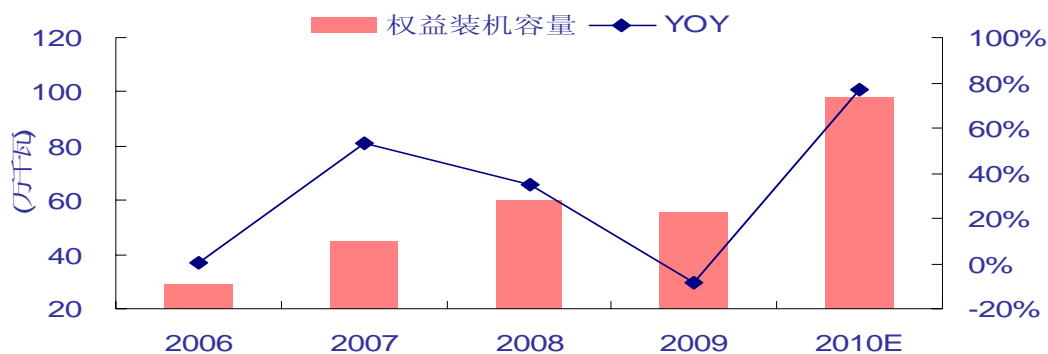
资料来源: 公司公告

报告期内，公司毛利率的下降也与燃料成本上涨有关。2010 年公司煤炭来源与 2009 年相似，神华、中煤的供应量大，但是价格同比上涨 10% 以上，而且上半年沿海运费价格上涨。6 月份以来，煤炭市场供应量充足，煤炭价格呈现小幅回落的状态，且秦皇岛至广州的海运费价格显著回落。下半年，广州将召开亚运会，广东省将协调电力企业与神华、中煤等大型煤炭公司的供应关系。在“保亚运、服务亚运”的契机下，公司将加强与燃煤供应商、运输方及港口的沟通，提高装卸效率，确保燃料供应，其综合燃料成本有望降低。因此，我们对公司下半年的燃料成本持乐观态度。

(3) 定向增发进入最后阶段

公司的定向增发事项于 3 月 30 日经股东大会审议通过，于 3 月 31 日上报中国证监会审核。定向增发事项已经进入最后阶段，预计很快可以获得审核通过。增发完成后，公司权益装机规模上升 96%。由于资产定价估值较低，因此可以显著增厚公司业绩。定向增发价格 15.53 元/股，目前市场价格低于定向增发价格。

图 3: 定向增发完成后公司权益装机规模跨越式增长



资料来源：中国银河证券研究部

(4) 证券、地产业务

受证券市场变化影响，公司参股的广州证券出现盈利下降。但是从长期看，广州市已经在区域发展规划中不断强调金融产业的重要性，并将突出证券业务的地位。目前广州证券的控股股东是越秀集团，越秀集团是广州市政府下属的多元化大型投资控股集团。随着证券业务地位的上升，以及大股东越秀集团的支持力度不断提高，广州证券的战略地位上升，发展前景持续向好。

公司控股的锦泽房地产项目已经步入正轨。建筑面积、容积率、楼面地价等要素均未发生改变。预计在亚运会之前，项目有望完成地面以下部分的施工。

3. 投资建议

我们假设：(1) 公司在第三季度完成定向增发事项；(2) 公司 2010 年完成上网电量 62.5 亿千瓦时；(3) 2010 年到厂煤炭价格同比上升 12%；(4) 广州证券 2010 年实现净利润 1.3 亿元；(5) 锦泽房地产项目从 2011 年开始贡献利润。

我们预计，公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.81 元、1.05 元和 1.45 元。我们维持“推荐”的投资评级。

公司财务报表预测 (百万元)
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	363	621	286	356	449	营业收入	2811	2890	2863	3560	4490
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2565	2047	2159	2700	3415
应收账款	489	247	235	293	369	营业税金及附加	22	24	23	28	36
预付款项	19	16	16	16	16	销售费用	2	4	3	4	4
其他应收款	234	1	1	1	1	管理费用	110	134	140	140	140
存货	98	652	296	111	140	财务费用	192	167	196	202	200
其他流动资产	1	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	762	1262	1262	1262	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	3784	3669	3458	3248	3037	投资收益	0	26	28	34	34
在建工程	50	99	499	1299	1299	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	-79	539	371	521	729
无形资产	67	70	66	63	59	营业外收支净额	4	56	5	5	5
长期待摊费用	95	98	93	88	83	税前利润	-76	595	375	525	734
资产总计	5266	6269	6248	6772	6752	减: 所得税	-7	143	87	123	175
短期借款	1098	1205	724	410	1	净利润	-68	452	289	402	559
应付票据	90	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	-53	253	278	359	496
应付账款	364	255	142	178	225	少数股东损益	-15	200	10	44	62
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	-0.20	0.95	0.81	1.05	1.45
应付职工薪酬	10	29	29	29	29	稀释每股收益	-0.20	0.95	0.81	1.05	1.45
应交税费	69	87	87	87	87	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	78	25	25	25	25	成长性					
其他流动负债	29	22	25	-45	-138	营收增长率	29.40%	2.79%	-0.92%	24.36%	26.12%
长期借款	1642	2096	2376	2936	2936	EBIT 增长率	-74.76%	503%	-21%	27.90%	29.96%
预计负债	40	0	0	0	0	净利润增长率	-656.22%	-572%	10%	28.88%	38.36%
负债合计	3700	4121	3805	4016	3561	盈利性					
股东权益合计	1566	2149	2444	2756	3191	销售毛利率	8.77%	29.15%	24.60%	24.18%	23.95%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-2.43%	15.66%	10.08%	11.30%	12.44%
净利润	-68	452	289	402	559	归属 ROE	-7.70%	26.67%	22.59%	23.90%	26.50%
折旧与摊销	265	194	219	219	219	ROIC	2.23%	8.90%	7.01%	8.16%	10.50%
经营活动现金流	140	535	927	883	792	估值倍数					
投资活动现金流	-455	-812	-872	-766	34	PE	-26.16	18.43	17.36	13.47	9.73
融资活动现金流	255	532	-390	-47	-733	P/B	2.59	6.32	3.92	3.22	2.58
现金净变动	-60	255	-335	70	93	P/S	0.50	1.61	1.69	1.36	1.08
期初现金余额	423	363	621	286	356	股息收益率	0.00%	0.00%	1.44%	1.86%	2.57%
期末现金余额	363	618	286	356	449	EV/EBITDA	13.04	10.21	12.22	10.44	8.11

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）、桂冠电力（600236.SH）、穗恒运 A（000531.SZ）

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