

燃料成本压力大，业绩对煤价、电价变化高度敏感

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

8月27日，公司公布2010年中期报告。报告期内，公司实现营业收入219亿元，同比增长26.5%；归属母公司股东净利润0.35亿元，同比下降94%。每股收益为0.005元。

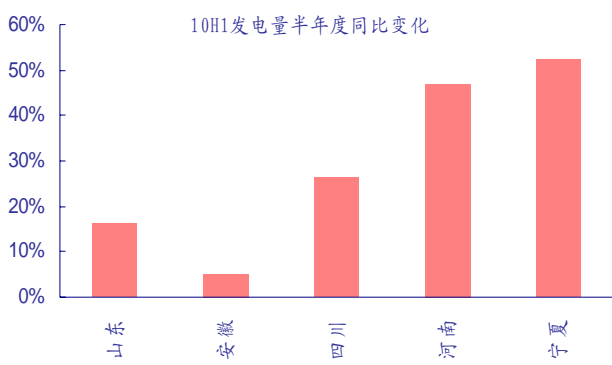
2. 我们的分析与判断

(1) 发电量大增

2010年上半年，公司发电量为625.22亿千瓦时，同比增长约24.88%；上网电量为582.06亿千瓦时，同比增长约24.99%。相应的，公司营业收入大幅提高，同比增长26.5%。分地区看，宁夏、河南、四川、山东等地区的发电量同比大幅增长，安徽地区发电量同比增幅相对较小。

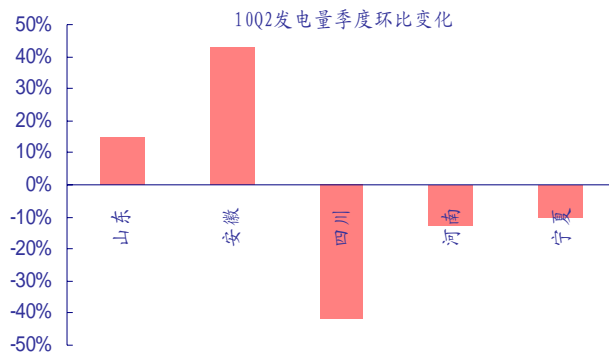
从季度环比数据上看，2010年第二季度发电量环比第一季度增长9.72%。其中，安徽火电发电量大幅增长；山东平稳增长；河南、宁夏的发电量环比出现一定下降；四川地区因水电多发，公司的火电受到影响。公司10年二季度营业收入较第一季度增长6%。

图1：2010年上半年分地区发电量同比变化



资料来源：中国银河证券研究部，公司公告

图2：2010年第二季度分地区发电量环比变化



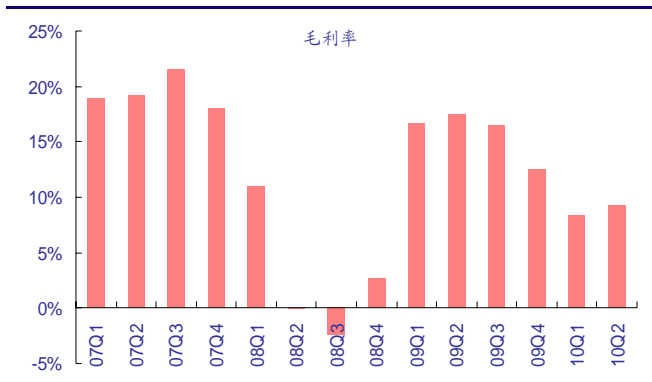
资料来源：中国银河证券研究部，公司公告

(2) 燃料成本压力大

公司目前面临的压力依然在于煤炭成本的大幅上涨。报告期内，公司单位发电燃料成本约为258.84元/兆瓦时，同比增长19%。燃料成本总金额达到157亿元，占总成本的78.86%。从此成本构成看，且考虑到折旧成本的刚性，公司压缩其他成本的空间已经非常有限。公司业绩已经完全与煤价变化捆绑在一起。

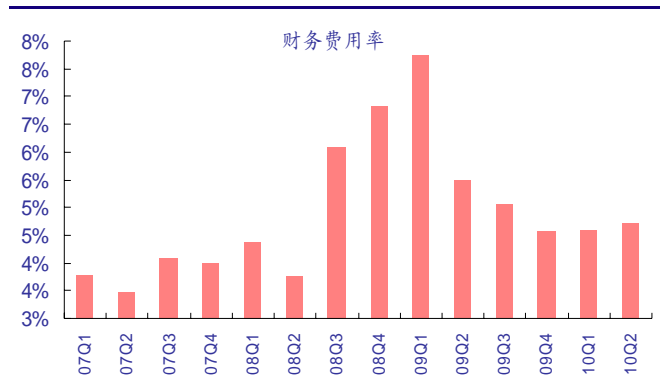
虽然公司从2009年开始加大对煤炭领域的投资力度，并规划到2013年煤炭自给率达到30%，但是公司现阶段的煤炭自给率仍然较低，整体的燃料成本仍然受煤炭市场影响，尤其是山东、山西两地的煤炭市场价格影响。我们预计第三季度，市场煤会有小幅回落，但是降幅有限。如果电价依然不能调整，则公司第三季度业绩预计仍然徘徊在盈亏平衡左右。

图 3: 公司分季度毛利率情况



资料来源: 公司公告

图 4: 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

公司面临着巨大的燃料成本压力。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。我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.05 元、0.15 元和 0.17 元。我们维持对公司“中性”的投资评级。但值得密切关注的是, 公司业绩对煤价变化和上网电价变化高度敏感。一旦其中任一要素发生较大的积极变化, 公司业绩将大幅提升。

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	12%	0.12	0.14	0.16	0.18	0.21
	14%	0.06	0.08	0.11	0.13	0.15
	16%	0.01	0.03	0.05	0.07	0.09
	18%	-0.05	-0.03	-0.01	0.02	0.04
	20%	0.03	0.06	0.08	0.10	0.12

资料来源: 中国银河证券研究部

公司财务报表预测 (百万元)
表 2: 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	2697	3034	3399	营业收入	31961	36662	44955	50574	56643
应收票据	19	325	369	416	466	营业成本	30994	30895	40402	44539	49651
应收账款	1950	3259	4064	4572	5121	营业税金及附加	228	248	99	111	125
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	297	334	374	管理费用	1099	1168	1300	1381	1464
存货	1782	1346	1660	1830	2040	财务费用	2965	2948	3154	3556	4187
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	69213	76118	82477	投资收益	-78	242	440	440	440
在建工程	8203	12570	14570	14570	14570	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	7	22	22	22	22	营业利润	-3414	1643	441	1427	1657
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	499	1485	1715
资产总计	84642	100478	110467	118334	125770	减: 所得税	-118	108	35	104	120
短期借款	12006	16793	23692	26450	28508	净利润	-3044	1593	464	1381	1595
应付票据	1655	1357	1771	1952	2176	归属于母公司的净利润	-2558	1162	339	1008	1165
应付账款	3464	3721	2435	2685	2993	少数股东损益	-486	430	125	373	431
预收款项	0	82	82	82	82	基本每股收益	-0.42	0.17	0.05	0.15	0.17
应付职工薪酬	210	219	219	219	219	稀释每股收益	-0.42	0.17	0.05	0.15	0.17
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%	22.62%	12.50%	12.00%
长期借款	40370	42439	46039	49639	53239	EBIT 增长率	-111.76%	-1308%	-28%	44.04%	18.95%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-308.61%	-145%	-71%	197.81%	15.48%
负债合计	69179	79633	89259	96048	102237	盈利性					
股东权益合计	15463	20845	21207	22286	23532	销售毛利率	3.03%	15.73%	10.13%	11.93%	12.35%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-9.52%	4.34%	1.03%	2.73%	2.82%
净利润	-3044	1593	464	1381	1595	归属 ROE	-23.22%	7.41%	2.13%	6.06%	6.68%
折旧与摊销	3783	4236	4697	5244	5790	ROIC	-0.47%	4.57%	2.93%	3.93%	4.39%
经营活动现金流	3516	6668	5783	9411	10816	估值倍数					
投资活动现金流	-12762	-17292	-11573	-11573	-11573	PE	-8.99	31.28	80.38	26.99	23.37
融资活动现金流	9597	9997	7244	2500	1121	P/B	2.35	2.32	1.71	1.64	1.56
现金净变动	352	-627	1453	337	364	P/S	0.72	0.99	0.61	0.54	0.48
期初现金余额	1393	1874	1244	2697	3034	股息收益率	0.00%	0.65%	0.37%	1.11%	1.28%
期末现金余额	1745	1247	2697	3034	3399	EV/EBITDA	24.21	12.56	13.74	11.68	10.72

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