

业绩拐点已现，期望机组利用率回升

谨慎推荐 维持评级

分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-66568668

1. 事件

公司发布了 2009 年一季度报告。报告期内，公司实现营业收入 84.74 亿元，同比上升 13.91%；归属母公司净利润 1.91 亿元，同比上升 221%。每股收益 0.032 元。

2. 我们的分析与判断

(1) 煤价下降，毛利率恢复

09 年一季度公司毛利率显著回升至 16.7%，接近 08 年第四季度的水平（18%）。煤价下降是毛利率回升的最主要原因。由于 09 年重点合同煤价格仍未确定，公司目前与煤炭企业采取“临时价格-预结算”的方式进行煤炭交易。公司现阶段在山东地区原煤采购价为 480 元/吨（5000 大卡），在山西地区的原煤车板价为 420 元/吨（5000 大卡）。09 年 2 月份公司入炉标煤预估算价格为 630 元/吨，3 月份煤价月度环比继续小幅回落。

图 1: 09 年 1 季度公司毛利率显著回升

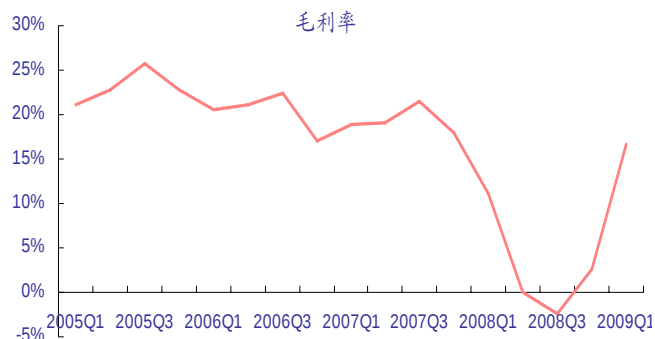
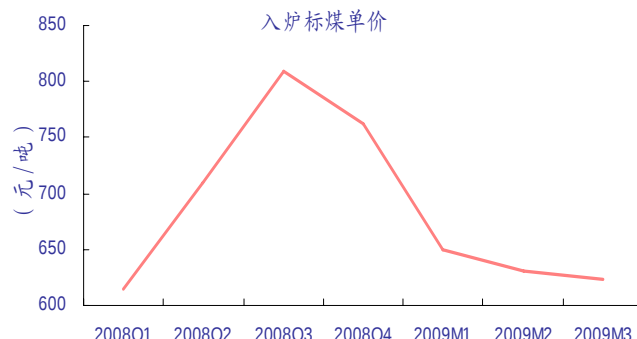


图 2: 煤价持续回落



资料来源: 中国银河证券研究所, 公司公告

重点合同煤价格谈判结束后，公司用煤价格仍有小幅下降的空间。我们维持对公司 09 年入炉标煤单价较 08 年下降 15% 的假设。相应的，假设 09 年单位燃料成本下降至 0.211 元/千瓦时。

(2) 机组利用率降低导致财务成本刚性凸现

财务费用率居高不下是制约公司业绩的另一重要因素。09 年第一季度公司财务费用率 9.1%，虽然环比 08 年第四季度有所降低，但是降幅并不显著（见图 3）。财务费用是刚性成本，其变化与机组利用率、综合资金成本、负债率等因素直接相关。

09 年第一季度，公司按照财务报告合并口径计算的发电量同比下降 1.48%。但是从可比口径看，公司在山东区的几家主力电厂发电量同比降幅较大（见表 3），且高于山东省的平均降幅。这是造成一季度财务费用率居高不下的主要原因之一。公司在山东区的机组利用率降幅较大与用电需求下降的大背景相关，同时也与公司全年发电安排相关（如机组检修安排）。我们坚持看好山东区 09 年用电需求和机组利用率，预计优于全国水平，并呈现逐季回升态势。预计公司也将从二季度开始“抢电量”，在山东区的机组利用率趋向回升。机组利用率提升对缓解财务成本刚性作用明显。

公司发行中期票据、进行贷款置换等努力将从第二季度开始体现效果，综合资金成本预计降低。

从 2005 年开始，公司资本支出迅速扩张（装机规模），负债率持续上升。公司 2008 年的资本支出 154.74 亿元；预计 2009 年已核准电力项目的资本支出约为 100 亿元，煤炭项目的资本支出约为 10-20 亿元。预计 2009-2010 年公司资产负债率仍将处于较高水平。

图 3：财务费用率较高

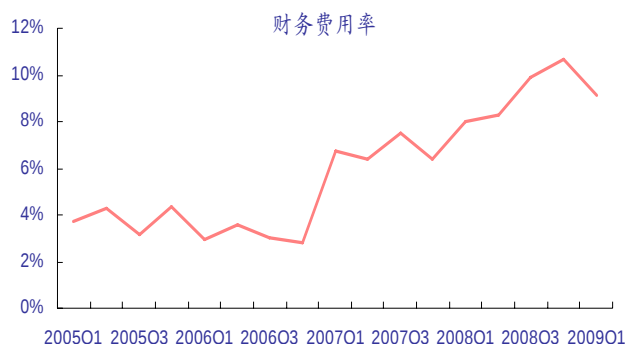
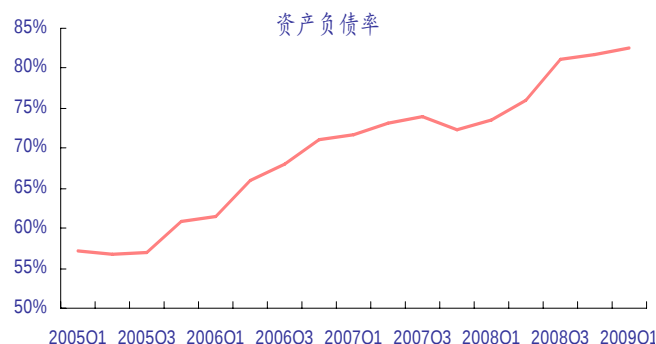


图 4：资产负债表扩张至高峰



资料来源：中国银河证券研究所，公司公告

3. 投资建议

2009 年是公司的转折之年。我们假设：（1）2009-2010 年公司控股火电机组平均发电小时数变化幅度分别为-4%和 0%；（2）2009-2010 年公司控股火电机组综合标煤价格同比变化幅度为-15%和-2%。（3）2009-2010 年资金成本分别为 5.4%和 5.5%。（4）2009-2010 年实际所得税税率分别为 17%和 22%。乐观预计 2009-2010 年公司每股收益预计分别为 0.30 和 0.33 元。

我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级，维持 5.5 元的合理估值。煤炭成本回落已成定局，我们将着重关注公司机组利用率在第二季度的变化。

表 1：公司业绩对煤价和发电小时数的敏感性分析

09 年每股收益 (元)		单位燃料成本变化				
		-20.0%	-17.5%	-15.0%	-12.5%	-10.0%
发电小时数变化	-8%	0.36	0.30	0.24	0.17	0.11
	-6%	0.40	0.33	0.27	0.20	0.14
	-4%	0.43	0.36	0.30	0.23	0.17
	-2%	0.46	0.40	0.33	0.26	0.19
	0%	0.50	0.43	0.36	0.29	0.22

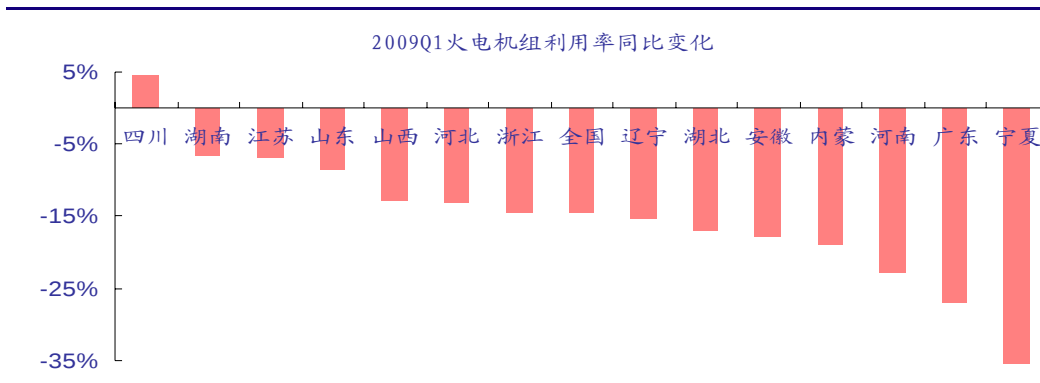
资料来源：中国银河证券研究所

表 2: 公司业绩对煤价和实际所得税税率的敏感性分析

09 年每股收益 (元)		单位燃料成本变化				
		-20.0%	-17.5%	-15.0%	-12.5%	-10.0%
实际所得税税率	25%	0.39	0.33	0.27	0.21	0.15
	21%	0.41	0.35	0.28	0.22	0.16
	17%	0.43	0.36	0.30	0.23	0.17
	13%	0.45	0.38	0.31	0.24	0.17
	9%	0.47	0.40	0.33	0.25	0.18

资料来源: 中国银河证券研究所

图 5: 09Q1 山东省火电机组利用率降幅低于全国平均水平



资料来源: 中电联; 中国银河证券研究所

表 3: 公司在山东省的主要可比电厂发电量情况

全资及控股	装机容量	权益	发电量 09Q1	发电量 08Q1	同比变化	上网电量 09Q1	上网电量 08Q1	同比变化
邹县发电厂	254	100%	27.11	37.03	-27%	25.57	34.99	-27%
莱城发电厂	120	100%	13.63	15.94	-14%	12.63	14.97	-16%
华电邹县发电有限公司	200	69%	16.97	20.35	-17%	16.07	19.14	-16%
华电潍坊发电有限公司	200	45%	19.81	19.97	-1%	18.56	18.64	0%
华电淄博热电有限公司	43	100%	7.21	6.98	3%	6.38	6.13	4%
华电章丘发电有限公司	89	88%	9.99	11.31	-12%	9.20	10.45	-12%
华电滕州新源热电有限公司	93	89%	11.86	11.67	2%	11.00	10.74	2%

资料来源: 公司公告; 中国银河证券研究所 单位: 装机容量为万千瓦; 发电量为亿千瓦时

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