

业绩符合预期，关注电量增长

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

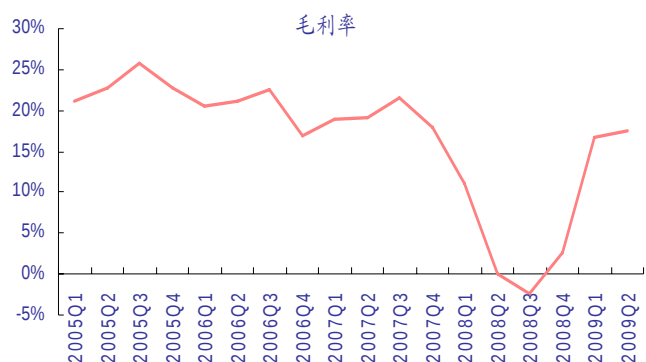
公司发布了 2009 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 172.88 亿元，同比增长 11.13%；营业利润 8.76 亿元，同比增长约 201.22%；归属于母公司股东的净利润 5.46 亿元，每股收益 0.09 元。业绩符合预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 点火价差恢复，盈利能力回升

报告期内，公司盈利能力继续回升。09 年第二季度，公司毛利率为 17.5%，较第一季度上升 0.8 个百分点，接近 07 年第四季度的水平。公司盈利能力的回升主要得益于煤炭价格下降和 08 年上网电价调整的翘尾因素。2009 年煤炭价格较为平稳，报告期内，公司单位发电燃料成本约为 217.5 元/千千瓦时。同时由于 08 年上网电价调整的翘尾因素，公司点火价差扩大至 138.2 元/千千瓦时，接近 2007 年年均 141.1 元/千千瓦时的水平。

图 1: 公司单季度毛利率



资料来源: 中国银河证券研究所, 公司公告

图 2: 单位燃料成本



09 年下半年煤炭价格将继续保持平稳，假设公司 09 年单位燃料成本为 0.217 元/千瓦时，同比下降 12.5%。随着下半年公司在高电价区域机组发电量的上升，公司综合点火价差有望小幅上升。

(2) 财务费用率仍然制约公司业绩

财务费用率较高依然制约公司业绩增长。09 年上半年，公司财务费用约 15.09 亿元，同比增长约 18.13%。其中，09 年第二季度的财务费用率为 8.3%，虽然环比有所降低，但是仍然高于 07 年的水平。

财务费用是刚性成本，财务费用率的变化与机组利用率、综合资金成本、负债率等因素直接相关，其中与机组利用率的关系较为密切。2009 年上半年，公司发电量为 500.67 亿千瓦时，上网电量完成 465.69 亿千瓦时。公司燃煤机组利用小时完成 2320.15 小时，同比降低 299.76 小时。

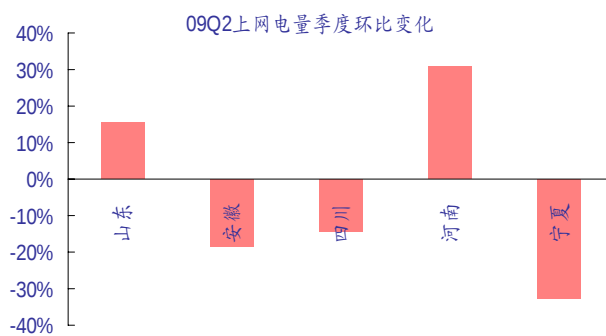
分地区看，09 年第二季度，公司在山东地区的主要电厂上网电量环比第一季度上升 16%，在河南地区的电厂环比上升 31%，但是在安徽、宁夏、四川等地的机组上网电量环比下降明显。我们坚持看好公司主要服务区，山东地区，09 年下半年的用电需求和机组利用率。预计公司下半年将着力“抢电量”，在山东地区的机组利用率趋向回升。机组利用率提升对缓解财务成本刚性作用明显。

图 3：财务费用率较高



资料来源：中国银河证券研究所，公司公告

图 4：09 年第二季度分地区上网电量环比第一季度变化



(3) 加大对煤炭的投资力度

从 2005 年开始，公司资本支出迅速扩张（装机规模）。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。公司开始加大在煤炭领域的投资，09 年对煤炭的资本支出预计为 25 亿元。

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 年公司单位燃料成本同比变化幅度为-13%和 0%。（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 20%。预计 2009-2010 年公司每股收益预计分别为 0.25 和 0.30 元。我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。点火价差稳定的情景下，我们将着重关注公司电量变化。

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				
		-17.0%	-15.0%	-13.0%	-11.0%	-9.0%
发电小时数变化	-8%	0.29	0.24	0.20	0.15	0.10
	-6%	0.33	0.27	0.22	0.17	0.12
	-4%	0.36	0.31	0.25	0.20	0.15
	-2%	0.39	0.34	0.28	0.23	0.18
	0%	0.42	0.37	0.31	0.26	0.21

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。

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