

燃料成本压力大

中性 调整评级

分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-66568668 执业证书编号: S0130208061595

1. 事件

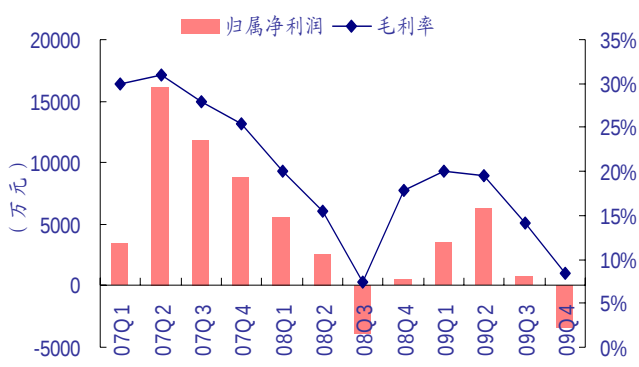
2月26日, 公司发布2009年年度报告。公司实现营业收入47.34亿元, 较上年同期增长9.81%; 归属母公司净利润0.71亿元, 较上年同期增长50%。每股收益0.08元。

2. 我们的分析与判断

(1) 煤价变化导致季度业绩波动

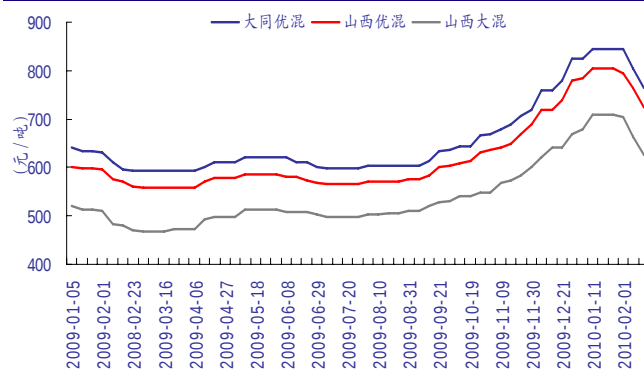
公司2009年实现净利润同比增长50%。但是受煤价变化影响, 公司盈利呈现出前高后低的变化。09年第四季度, 由于煤价大幅上涨, 导致单季度毛利率仅为8.4%, 并出现了季度亏损。由于2010年重点合同煤上涨了30-50元/吨, 市场煤价格仍处在高位, 因此公司2010年第一季度面临着巨大的燃料成本压力。

图1: 公司单季度归属净利润与毛利率变化



资料来源: 公司公告; 中国银河证券研究所

图2: 秦皇岛市场煤变化



资料来源: 公司公告; 中国银河证券研究所

分电厂情况看, 西电公司出现较大的亏损, 西二、国泰、恒兴、衡丰等公司盈利较好。榆次公司由于刚刚投产, 因此出现小量亏损。

表1: 2009年控股、参股电厂经营情况

公司名称	售电量	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
西电公司	54.99	224692	90361	164145	-14073	-13161
西二公司	61.84	394278	102004	186671	13198	9934
国泰公司	33.26	177014	51006	116734	10411	8050
恒兴公司	31.25	158620	62507	107653	11350	10519
衡丰公司	28.01	138960	105025	102097	15116	12498
邯峰公司	64.18	520606	201609	222842	2205	2603
榆次公司	1.28	204504	29633	3901	-969	-969

资料来源: 公司公告 单位: 亿千瓦时, 万元

为缓解西电公司的亏损，国家发改委于 2009 年 11 月上调了西电公司含税上网电价 0.9 分/千瓦时。上调电价可以为西电公司增加年收入 4000-5000 万元，但是很难弥补亏损。

表 2: 西电公司上网电价调整

电厂	机组	调整前上网电价 (元/千瓦时, 含税)	调整后上网电价 (元/千瓦时, 含税)
西电公司	1-4 号机组	0.3754	0.3844

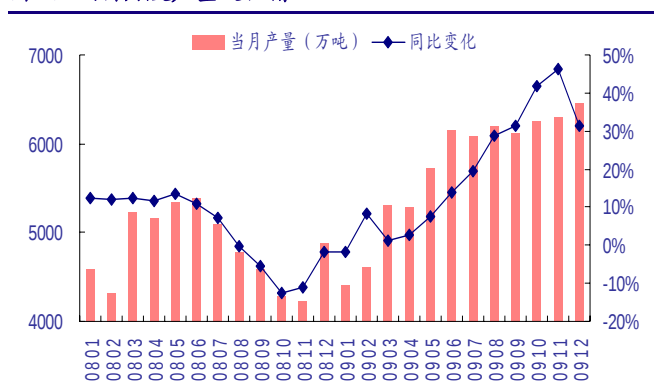
资料来源: 公司公告

(2) 区域用电需求高增长，利用率上升

公司所在区域用电需求恢复较快，机组利用率上升。钢铁产业是河北南网所辖区域的支柱产业，其用电量占网内第二产业用电量的 50% 左右。2009 年下半年钢铁产业产量同比大幅增长，并带动了用电量的增长。09 年下半年河北省月度用电量的增速保持在 20% 以上，其中 11 月的用电量同比增长 35%。在需求拉动下 2009 年河北南网火电机组发电小时数达到 5319，同比上升 5.58%。我们预计 2010 年区域用电量增速仍将达到 10% 以上。

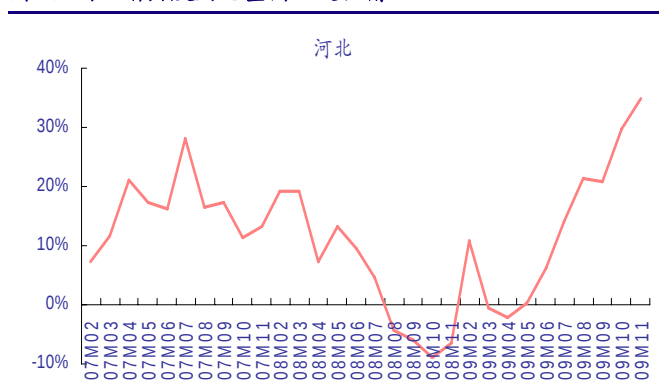
2010 年，河北南网预计新增装机容量 120 万千瓦，同比增长 4.7%，低于需求增速。我们预计 2010 年河北南网火电发电小时数上升 7%。但是受燃料成本上涨影响，发电量的增长很难转化为利润增长。因此，我们仍需重点关注煤炭价格变化情况。

图 3: 钢材月度产量变化情况



资料来源: WIND; 中国银河证券研究所

图 4: 河北省月度用电量同比变化情况



资料来源: WIND; 中国银河证券研究所

(3) 外延式扩张能力是未来的亮点

公司在建的长治热电，权益容量为 24 万千瓦，预计于 2010 年投产。此外，公司在建的沙河电厂和任丘热电项目预计 2011 年投产，增加权益容量 132 万千瓦。2009-2011 年公司权益装机容量的复合增长率达到 21%，高于行业平均水平。

公司明确定位于河北建投集团电力资产整合平台，其发展战略是通过持续收购集团资产实现外延式扩张。河北建投集团是省内最大的投资集团公司，其电力业务是集团内规模最大的业务线。依托集团赋予上市公司的定位，未来公司有机会参与到集团在电力业务领域的发展之中。

表 3: 公司在建电厂情况

在建项目	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	机组构成	预计投产时间
国电长治	燃煤(热电)	60	40%	24	2×30	2010
沙河电厂	燃煤(发电)	120	80%	96	2×60	2011
任丘热电	燃煤(热电)	60	60%	36	2×30	2011

资料来源: 公司公告

3. 投资建议

我们假设 2010 年公司机组利用率上升 7%; 控股电厂平均标煤价格为 643 元/吨, 上涨 6%。考虑到目前发电公司经营压力巨大, 我们仍然维持国家会在 2010 年第二季度进行一次电价调整的预测。在上网电价上调 2% 的情景下, 我们预计 2010-2011 年公司每股收益分别为 0.14 元和 0.20 元。

公司在服务区内拥有较强的竞争优势, 兼备突出的外延式扩张能力, 具有长期投资价值, 维持对公司合理估值 7.22 元的判断。但是考虑到公司 2010 年第一季度面临巨大的燃料成本压力, 我们暂时调整投资评级至“中性”。

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