

白音华首台机组投产，利用率是关键

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25日，公司发布2010年中期报告。报告期内，公司实现归属于母公司股东的净利润2126万元，同比增长81%。实现每股收益0.062元，基本符合我们的预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 参股沈阳华润电厂利润贡献大。

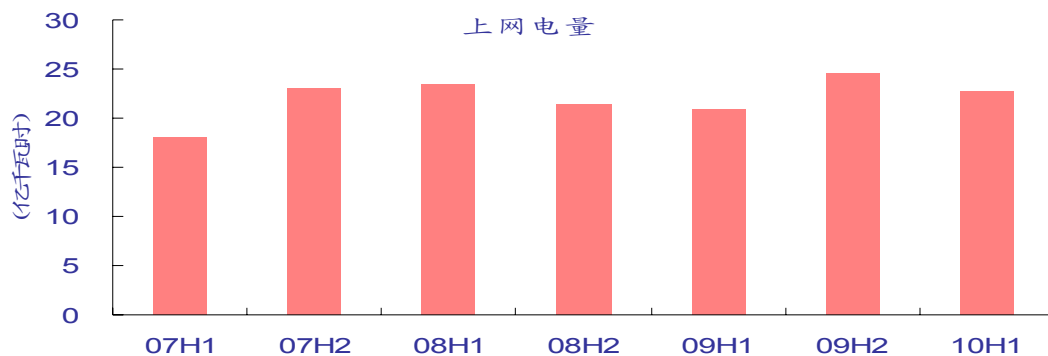
公司报表合并范围发生了一定变化，辽宁南票煤电有限公司不再计入公司合并报表口径，转而计入投资收益。因此，公司报告期内的上网电量、营业收入和毛利率等指标不能简单的与09年同期相比较。为了进行可比分析，我们对公司控参股电厂逐一分析。

报告期内，公司全资及控股的桓仁金山公司和阜新金山公司发电量增加致使其电力收入增长，同时阜新金山公司材料及修理费用、人工费同比降低，桓仁金山公司标煤价格下降。

公司联营的辽宁南票煤电有限公司完成发电量61525万千瓦时，外销商品煤108880吨，实现营业收入23192万元，基本与09年同期持平。但是，南票煤电公司在报告期内出现2391万元亏损(对公司造成的权益亏损影响为1198万元)。亏损的主要原因是：根据辽宁省煤炭管理局要求，省内煤矿需按照40元/吨的标准计提煤矿安维费。由于南票煤矿所产为低热值煤，售价低，利润薄，因此造成煤电公司的亏损。目前，计提煤矿安维费造成劣质煤煤矿亏损是省内较为普遍的问题。南票煤矿只能寄希望于省内整体协调，减少亏损。

现阶段，对公司盈利贡献最大的是参股的沈阳华润热电有限公司。报告期内，该公司完成上网电量137284万千瓦时，实现营业收入58130万元，营业利润10246万元，与上年同期持平。该电厂盈利佳的主要原因是：(1)燃料成本管理好，标煤单价略低于500元/吨；(2)有两台20万千瓦机组折旧已经提完；(3)位于沈阳中心区，供热面积大，发电量高。

图1：公司半年度上网电量情况（按可比口径计算，包含南票电厂发电量）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（2）在建项目陆续投产，储备项目丰富

公司最大的亮点是手握优质项目资源，在建、拟建项目丰富，未来持续成长性突出。公司在建项目包括：白音华金山发电 2×60 万千瓦机组（其中一台机组已经于 8 月投产）、沈阳苏家屯金山热电 2×20 万千瓦机组、丹东金山热电 2×30 万千瓦机组。公司在建权益装机容量是目前权益容量的 2 倍。

白音华发电、沈阳苏家屯热电、丹东热电均为具备扩建潜力的电源点，远期成长性依然出色。白音华金山二期 2 台 66 万千瓦发电机组扩建项目已完成可研审查，并被列入内蒙古自治区“十一五”电力发展规划，目前正在完善各项支持性文件，准备上报国家发改委。丹东金山二期 2 台 30 万千瓦热电机组扩建项目和苏家屯金山二期 2 台 30 万千瓦热电机组项目正在项目前期材料的整理，为下一步开展项目申报做好准备。

（3）白音华首台机组投产，利用率是关键

白音华首台机组于 8 月投产。白音华煤电一体化项目优势在于煤炭成本低廉，上网电价执行“蒙东送辽宁”的电价水平，电量消费地为经济发达的辽宁省。我们假设，2011 年，白音华电厂执行 0.3317 元/千瓦时的含税上网电价，不含税标煤单价 240 元/吨，机组利用率 4200 小时，白音华发电项目全年净利润 2.5 亿元，对公司的权益净利润贡献 7700 万元，折合每股收益 0.23 元（利润贡献体现在投资收益中）。

由于白音华电厂各项成本费用均体现出刚性特征，因此电厂盈利能力与机组利用率密切相关。影响白音华电厂利用率的因素有两点，电网接入进度和辽宁省电力供需状况。白音华第二台机组投产进度仍在一定程度上受制于电网接入进度，同时 2010 年辽宁省电源投产较为集中，对 2011 年区域内机组利用率产生压力。基于此，我们给出了 2011 年 4200 小时的保守的利用率假设。如果电网接入进度加快，辽宁省电力需求旺盛，则白音华电厂盈利有望超预期。

3. 投资建议

由于南票煤矿亏损问题仍未得到解决，我们下调对公司 2010 年的每股收益预测至 0.18 元。2011 年开始，白音华项目将贡献较丰厚的投资收益，我们预计 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 0.51 元和 0.77 元。

公司目前已投运权益装机容量 79 万千瓦，在建权益装机容量 134 万千瓦，拟建权益容量 150 万千瓦。公司定位清晰后，各方面因素逐步理顺，规模成长性逐步释放。公司具备突出成长性，可以给予高一些的估值水平，维持“推荐”的投资评级。

表 1: 公司已投运、在建、拟建机组情况

全资及控股	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	机组构成
恒仁热电	热电	2.40	80.00%	1.92	2×1.2
康平、彰武	风电	4.93	51.00%	2.51	58×0.085
阜新煤矸石发电	煤矸石	60.00	51.00%	30.60	4×15
合营、联营及参股					
沈海热电	热电	60.00	26.00%	15.60	3×20
南票劣质煤热电一期	燃煤	20.00	50.00%	10.00	2×10
金山白音华电厂首台机组	燃煤	60.00	31.00%	18.60	1×60
合计				79.23	
在建					
南票劣质煤热电二期	燃煤	30.00	50.00%	15.00	2×15
金山白音华电厂	燃煤	60.00	31.00%	18.60	1×60
沈阳苏家屯热电	热电	40.00	100.00%	40.00	2×20
丹东热电	热电	60.00	100.00%	60.00	2×30
合计				133.60	
拟建					
金山白音华电厂二期	燃煤	132.00	31.00%	40.92	2×66
沈阳苏家屯热电二期	热电	60.00	100.00%	60.00	2×30
丹东热电二期	热电	60.00	100.00%	60.00	2×30
合计				160.92	

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)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	394	489	117	135	176	营业收入	1810	1906	1465	1689	2196
应收票据	134	0	0	0	0	营业成本	1420	1510	1161	1339	1740
应收账款	44	149	80	93	120	营业税金及附加	22	18	15	17	22
预付款项	658	1136	788	788	788	销售费用	2	2	1	1	2
其他应收款	29	17	13	15	20	管理费用	120	140	60	80	100
存货	180	61	99	114	148	财务费用	227	194	172	195	223
其他流动资产	1	12	12	12	12	资产减值损失	36	18	0	0	0
长期股权投资	387	776	776	776	776	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	3922	2938	2757	4509	4261	投资收益	45	50	30	144	198
在建工程	198	469	469	469	469	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	14	14	14	14	营业利润	27	73	86	201	307
无形资产	75	136	122	109	95	营业外收支净额	-1	-12	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	1	税前利润	26	62	86	201	307
资产总计	6056	6242	5292	7078	6923	减: 所得税	-2	13	14	14	27
短期借款	938	1445	546	537	359	净利润	28	48	72	187	280
应付票据	125	218	168	193	251	归属于母公司的净利润	11	41	61	174	263
应付账款	136	171	111	128	167	少数股东损益	17	8	12	13	17
预收款项	53	59	59	59	59	基本每股收益	0.03	0.12	0.18	0.51	0.77
应付职工薪酬	27	5	5	5	5	稀释每股收益	0.03	0.12	0.18	0.51	0.77
应交税费	21	9	9	9	9	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	214	35	35	35	35	成长性					
其他流动负债	119	66	88	88	88	营收增长率	19.16%	5.32%	-23.12%	15.30%	30.00%
长期借款	2628	2676	2676	4276	3976	EBIT 增长率	-37.74%	-4.04%	-2.92%	10.56%	31.58%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-89.82%	258%	49%	187%	51.40%
负债合计	4532	4851	3864	5497	5115	盈利性					
股东权益合计	1523	1391	1428	1580	1808	销售毛利率	21.50%	20.75%	20.75%	20.75%	20.75%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	1.55%	2.54%	4.93%	11.07%	12.75%
净利润	28	48	72	187	280	归属 ROE	1.15%	3.91%	5.69%	14.44%	18.60%
折旧与摊销	139	162	171	262	262	ROIC	4.96%	3.25%	3.97%	3.58%	4.80%
经营活动现金流	338	380	681	513	597	估值倍数					
投资活动现金流	-816	-2019	30	-1856	198	PE	594.12	46.47	52.63	18.34	12.11
融资活动现金流	482	1734	-1083	1361	-755	P/B	6.84	1.82	2.99	2.65	2.25
现金净变动	4	95	-372	18	41	P/S	3.73	0.99	2.18	1.89	1.45
期初现金余额	391	394	489	117	135	股息收益率	0.07%	0.36%	0.38%	1.09%	1.65%
期末现金余额	394	489	117	135	176	EV/EBITDA	27.74	15.20	17.06	16.34	13.30

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