

燃料成本压力依旧较大,长线值得关注

给予增持评级

收市价 (港元)	1.81
12 个月内目标价 (港元)	2.10
52 周高低位(港元)	3.21/1.52
一月内日均交易量(股)	6.14 mn

主要资料

市值 (百万港元)	26521.2
已发行股 (百万股)	1431.0
FY10F 市盈率 (x)	17.7
FY10F 市净率 (x)	1.1
FY10F 股本回报率 (%)	10.5
FY10F 息率 (%)	2.6
主要股东	中国华电集团

恒指与股价绝对变动(%)

	1 个月	3 个月	12 个月
恒生指数	0.97%	-4.21%	10.33%
华电国际	0.00%	-17.05%	-81.53%

资料来源: Bloomberg, 时富证券研究

1 年股价走势图



资料来源: Bloomberg, 时富证券研究

*截止到 2010 年 06 月 17 日

时富证券研究部

Tel: 852-2287-8846

Henry.li@cash.com.hk

2010 年 06 月 18 日

华电国际 2009 年全年营业额达人民币 354.5 亿元, 同比增长 21.51%。公司业绩好转主要是因为网上电费于 2008 年两度向上调整, 及净发电量相对 2008 年提高。股东应占溢利达人民币 11.57 亿元, 每股盈利为人民币 0.19 元。公司 2010 年盈利增长仍然面临燃料成本上升的压力, 但是随着电价机制理顺, 以及华电国际对公司业务结构的优化, 公司长期稳定增长的趋势值得看好, 给予公司增持评级。

➡ **公司一季度发电量同比上升, 但燃料成本仍旧制约盈利能力。**公司一季度发电量为 297.91 亿千瓦时, 同比增长约 23.01%; 上网电量为 276.85 亿千瓦时, 同比增长约 22.94%。公司营业收入因此大幅提高, 同比增长 25%。分地区看, 山东、四川、河南、宁夏等地区的发电量同比大幅增长, 而安徽地区发电量出现下降。但是受煤价上涨因素影响, 公司营业成本同比飙升了 38%, 直接导致季度毛利率大幅下降至 8.45%。近期市场煤价格依然坚挺, 我们预计在没有电价调整的情景下, 公司盈利能力短期内难以明显回升。

➡ **收购山东百年电力加速主业扩张。**公司以 23.6 亿元收购正大能源持有的百年电力 84.31% 的股权, 百年电力账面总资产 24.52 亿, 净资产 11.81 亿元, 此次收购市净率为 2.4 倍, 对应单位机组收购价格仅 4111 元/kw。百年电力所属电厂均为坑口电厂, 上网电价和机组利用小时高于当地平均水平, 盈利能力较强, 电厂位于山东电网末端, 目前华电国际在山东省境内装机容量已达 1200 万千瓦, 占省内装机总量约 20%, 此次收购完成后, 该比重将提升 1.7 个百分点, 同时百年电力电场紧邻煤矿且拥有专用煤码头, 可部分采购神华煤, 电煤价格低于省内同行, 我们预计此次收购可增厚华电净利 1.8 至 2.1 亿元。

➡ **煤电一体化, 未雨绸缪降成本。**公司 2009 年收购了位于山西、内蒙古和宁夏地区的几处煤矿, 可采储量共 9.32 亿吨, 设计产能超过 1000 万吨/年, 公司力争到 2013 年占有 20 亿吨煤炭资源, 并实现年产规模 3000 万吨, 煤炭自给率达到 30%, 这将极大的增强公司在煤炭企业面前的议价能力, 有效控制燃料成本, 增强公司未来盈利增长的确性。

➡ **风险因素。**公司机组分布区域电力需求下滑, 动力煤现货价格大幅上涨, 在建及规划发电项目投产日期低于预期等。

➡ **给予增持评级, 目标价 2.10 港元。**我们预计 2010 至 2012 年公司的 EPS 分别为 0.09 元、0.25 元和 0.31 元, 对应的动态 PE 为 17.7 倍、6.4 倍和 5.1 倍, 给予公司增持评级, 12 个月目标价 2.10 港元。

投资评级说明

股票

买入	预期未来 6 个月股价表现强于相关指数 15%以上
增持	预期未来 6 个月股价表现强于相关指数 5-15%
持有	预期未来 6 个月股价表现强于或弱于相关指数 5%之内
减持	预期未来 6 个月股价表现弱于相关指数 5-15%
沽出	预期未来 6 个月股价表现弱于相关指数 15%以上

行业

优于大市	预期行业内大部分股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月持续改善
与大势同步	预期行业内大部分股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月保持不变
逊于大市	预期行业内大部分股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月持续恶化
选择性	预期行业内股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月逐渐分歧

时富金融服务集团有限公司

总行

香港中环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 9 楼

电话: (852) 2287 8788

传真: (852) 2287 8700

上海咨询服务处 (静安区)

邮编: 200040

电话: (86-21) 3227 9888

传真: (86-21) 6232 5881

北京咨询服务处 (朝阳区)

邮编: 100020

电话: (86-10) 6597 8099

传真: (86-10) 6597 8699

深圳咨询服务处 (罗湖区)

邮编: 518001

电话: (86-755) 2216 5888

传真: (86-755) 2216 5899

厦门咨询服务处 (思明区)

邮编: 361001

电话: (86-592) 202 6813

传真: (86-592) 202 6863

重庆咨询服务处 (江北区)

邮编: 400020

电话: (86-23) 6787 3337

上述数据均由时富证券有限公司（「时富证券」）提供及分发。时富证券乃根据证券及期货条例注册之持牌法团。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见并不对任何产品买卖有明示或暗示的建议、招揽、推介或表述。此述资料均为从相信为准确的来源搜集，但时富证券或其附属公司（「时富」）对任何直接或间接因信赖或参考有关内容所导致的损失，概不负责。此述数据如有任何更改，恕不另行通知。报告中所提及的证券只限于合法的司法权内交易。客户不得以任何方式将任何此述数据分发予他人。