

华能国际(600011)

一季度业绩取决于合同煤结算价格

王威

021-38676694



➤ 公司调研信息；一季报风险提示。

本报告导读：

事件：

- 近期我们对公司进行了调研，在核实了一些历年经营数据的同时，交流了对行业的看法。

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：¥8.60

上次预测：¥7.20

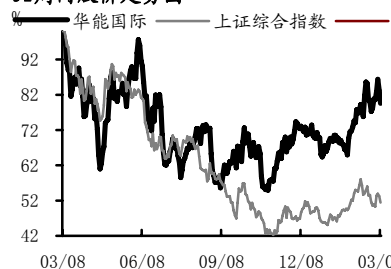
当前价格：¥8.21

2009.03.11

交易数据

52周内股价区间(元)	5.47~11.66
总市值(百万元)	98,975
总股本/流通A股(百万股)	12,055/5,934
流通B股/H股	
流通股比例	49.2%
日均成交量(百万股)	10.4
日均成交值(百万元)	81.3

52周内股价走势图



相关报告

三季度煤价控制令人失望, 09 业绩变数多

(08.10.23)

评论：

- 2008年四季度以来，全国电力需求增速出现迅速下滑，作为火电行业最具代表性公司的华能国际，下属电厂机组利用率亦不可避免的受到影响。根据公司公告的全年发电量计算，公司2008年全年境内火电机组利用率约5400小时左右，好于全国平均水平（约4911小时）。公司机组利用率受影响较小的主要原因包括：1、公司平均机组容量大于行业平均水平，高效低污染水平机组数量较多；2、公司下属电厂较少位于高耗能行业发达省份，而主要集中于华东地区、东北地区等电力需求受本次国际金融危机影响相对较小的地区，以及机组投产高峰期已过、利用率先于全行业见底的山东省。我们预计，2009年公司机组利用率变动趋势难以独立于整个行业之外，下降5%左右是我们的初步判断；
- 公司2009年将新增的业绩贡献点包括海门电厂2×100万千瓦机组（预计1、2季度各投产一台），日照二期也将于2009年全年贡献收益，此外石洞口二厂扩建工程也有望于2009年开始贡献业绩。2010年公司将有金陵电厂1×100万千瓦机组投产，福州、井冈山等电厂扩建工程是否能于2010年投产则需视审批进度而定。总体来说，公司存量资产规模庞大，按照目前的拟、在建项目数量计算，公司近年规模成长性将低于行业平均水平；
- 根据公司已发布的2008年前三季度经营状况进行及四季度市场煤价格走势进行测算，2008年公司煤炭成本占境内火电业务总成本的比重已由2007年的70%上升至接近78%，成本构成中单项比例如此之高，导致公司业绩对煤炭价格变动极为敏感——煤价快速上升过程中公司业绩急剧下滑，而08年10月之后的煤价下跌周期中，公司业绩亦将显著受益；
- 公司经过2008年两次电价调整（外加新投机组平均电价高于存量机组），华能国际平均含税电价已由07年的0.353元/千瓦时上升至08年的0.385元/千瓦时，09年平均电价约0.413元/千瓦时。但公司电价仍然低于机组集中于华东或广东的电力公司，这也是为何合同煤价上涨70甚至80元/吨，对于华能国际业绩的意义与对华东、华南电力公司的意义不可同日而语，进而导致在09年的重点电煤谈判过程中，南方发电公司对定额的煤炭价格上涨的承受能力好于五大集团；
- 按照我们的中性预测，09年公司综合单位电量燃煤成本将较08年下降10%左右，结合08年的两次电价上调及09年利用率下滑预期，我们预计公司2009年每股收益为0.28元（上述燃料成本下降15%的乐观预期下，09年每股收益为0.43元）。目前价格下的09年市盈率约30倍，已充分反映了中性假设下的业绩回升幅度，但对乐观假设下的业绩回升反应仍有所欠缺，暂时维持“谨慎增持”评级；

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- 风险提示：由于重点合同电煤价格尚未最终确定，目前包括华能国际的实际控制人华能集团在内的五大发电集团一季度重点合同电煤的结算价格仍充满不确定性，另外 08 年 11、12 月份储备的大量高价燃煤主要在 09 年 1、2 月份消化，以上两点可能导致五大集团下属上市公司乃至其他火电公司 09 年一季度业绩低于预期。

表 1：华能国际 2009 年每股收益敏感性分析

		公司 09 综合煤价较 08 年涨幅								
对应标煤价格		551	590	630	669	708	748	787	826	866
		-30%	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
公司 09 利 用率较 08 年降幅	-10%	0.793	0.658	0.522	0.386	0.230	0.069	-0.095	-0.272	-0.713
	-8%	0.817	0.678	0.540	0.401	0.244	0.080	-0.088	-0.266	-0.631
	-6%	0.840	0.699	0.558	0.416	0.259	0.091	-0.080	-0.261	-0.584
	-4%	0.864	0.720	0.575	0.431	0.275	0.102	-0.072	-0.256	-0.553
	-2%	0.888	0.741	0.593	0.446	0.287	0.113	-0.064	-0.251	-0.531
	0%	0.911	0.761	0.611	0.461	0.301	0.124	-0.057	-0.246	-0.515

数据来源：国泰君安证券

注：对应标煤价格为不含税到厂价，单位“元/吨”。

作者简介:

王 威:

2006年毕业于中央财经大学金融学院，获经济学硕士学位。2006年7月至2007年9月就职于天相投资顾问有限公司。2007年10月进入国泰君安证券研究所，任电力行业研究员。2008年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第二名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com