

电力研究小组
 联系人: 彭全刚
 010-88087783
 pengqg@maschina.com.cn

2009年3月31日

华能国际(600011.SH)/7.95元

短期亏损难掩长期价值, 盈利能力逐步恢复

公用事业·电力

审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2373
总股本(万股)	1205538
已上市流通股(万股)	287821
总市值(亿元)	958
流通市值(亿元)	229
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	-2.9
资产负债率	73.5%
主要股东	华能国际电力开发公司
主要股东持股比例	42.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	12	-12
相对表现	-16	1	24



相关报告

- 1、《电力行业 3 月月报-利用小时继续下降, 煤炭价格开始回落》2008/03/23
- 2、《电力行业 2 月月报-对 2008 年各区域电力供需情况的判断》2008/02/28
- 3、《电力行业 08 年 1 月月报-2007 年电力供需和经营形势盘点》2008/01/31
- 3、《电力行业 08 年策略报告-精选具有“政策优势、区域优势、重组优势”的公司》2007/12/10

华能国际 2008 年净亏损 37.2 亿元, 折合每股收益-0.31 元, 公司拟以历史积累利润每股发放红利 0.1 元。公司四季度亏损 10.7 亿元, 约为三季度亏损额的一半, 亏损幅度明显减小。预计 09 年公司能够扭亏, 每股收益 0.3 元, 维持“审慎推荐-A”的投资评级。

- q 公司 2008 年出现首次亏损。2008 年公司实现营业收入 678 亿元, 同比增加 34%, 一方面来自于国内新增装机的贡献, 另一方面来自于收购大士能源的贡献。利润总额 -44 亿元, 同比下降 160%。实现净利润 -37 亿元, 同比下降 162%, 折合每股收益 -0.31 元。尽管亏损, 公司仍拟派红利每股 0.1 元。
- q 规模继续扩张, 盈利能力下降。2008 年公司境内投产火电机组 256 万千瓦, 境外收购大士能源燃油和燃气机组 267 万千瓦, 规模继续扩张。08 年主营业务成本同比增长 63%, 财务费用同比增长 87%, 均高于营业收入 34% 的增速, 是公司全年亏损的主要原因。
- q 主要经营指标环比出现好转。公司四季度环比指标出现有利趋势, 虽然受用电需求下降影响收入下降 8%, 但是成本下降更快, 降幅达到 17%。这导致公司四季度亏损额比三季度减少 50% 以上。不过, 公司四季度财务费用仍然出现环比上涨, 说明贷款压力依然较大。
- q 大士能源贡献一定利润。自收购日至 2008 年 12 月 31 日, 大士能源实现营业收入 104 亿元人民币, 实现权益净利润 5.5 亿元人民币, 对华能国际的业绩形成正面影响。如果没有这部分利润贡献, 华能国际境内电厂营业利润将亏损 51 亿元。
- q 维持“审慎推荐-A”的投资评级。公司 08 年出现大幅亏损, 主要是煤电联动执行不到位。随着煤炭供需紧张形势的缓解, 预计价格机制将逐步理顺, 公司盈利能力也将逐步得到恢复。预计 09、10 年每股收益分别为 0.3 元和 0.45 元, 维持“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	44434	50435	67825	82738	100332
同比增长	10%	14%	34%	22%	21%
营业利润(百万元)	8160	7125	-4602	4795	7650
同比增长	21%	-13%	-165%	-204%	60%
净利润(百万元)	5924	5997	-3701	3560	5476
同比增长	27%	1%	-162%	-196%	54%
每股收益(元)	0.49	0.50	-0.31	0.30	0.45
PE	16.2	16.0	-25.9	26.9	17.5
PB	2.2	2.1	2.6	2.5	2.3

资料来源: 招商证券

表1: 华能国际控股电厂分布

编号	电站名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益容量 (万千瓦)
1	大连电厂	燃煤	140	100%	140
2	丹东电厂	燃煤	70	100%	70
3	营口电厂	燃煤	184	100%	184
4	上安电厂	燃煤	250	100%	250
5	沁北发电	燃煤	240	60%	144
6	榆社发电	燃煤	80	60%	48
7	平凉发电	燃煤	120	65%	78
8	德州电厂	燃煤	265	100%	265
9	济宁电厂	燃煤	38	100%	38
10	威海电厂	燃煤	85	60%	51
11	辛店电厂	燃煤	45	100%	45
12	辛店二厂	燃煤	60	95%	57
13	南通电厂	燃煤	140.4	100%	140.4
14	南京电厂	燃煤	64	100%	64
15	金陵燃机	燃气	78	60%	46.8
16	太仓发电	燃煤	180	75%	135
17	淮阴发电	燃煤	22	90%	19.8
18	淮阴二厂	燃煤	132	64%	84
19	井冈山电厂	燃煤	60	100%	60
20	石洞口二厂	燃煤	120	100%	120
21	石洞口一厂	燃煤	127	100%	127
22	上海燃机	燃气	117	70%	81.9
23	长兴电厂	燃煤	26	100%	26
24	玉环电厂	燃煤	400	100%	400
25	福州电厂	燃煤	140	100%	140
26	汕头燃煤	燃煤	120	100%	120
27	岳阳发电	燃煤	132.5	55%	72.9
28	珞璜发电	燃煤	264	60%	158.4
29	日照二期	燃煤	136	100%	136
30	大士能源	燃油燃气	267	100%	267
合计			4093		3920

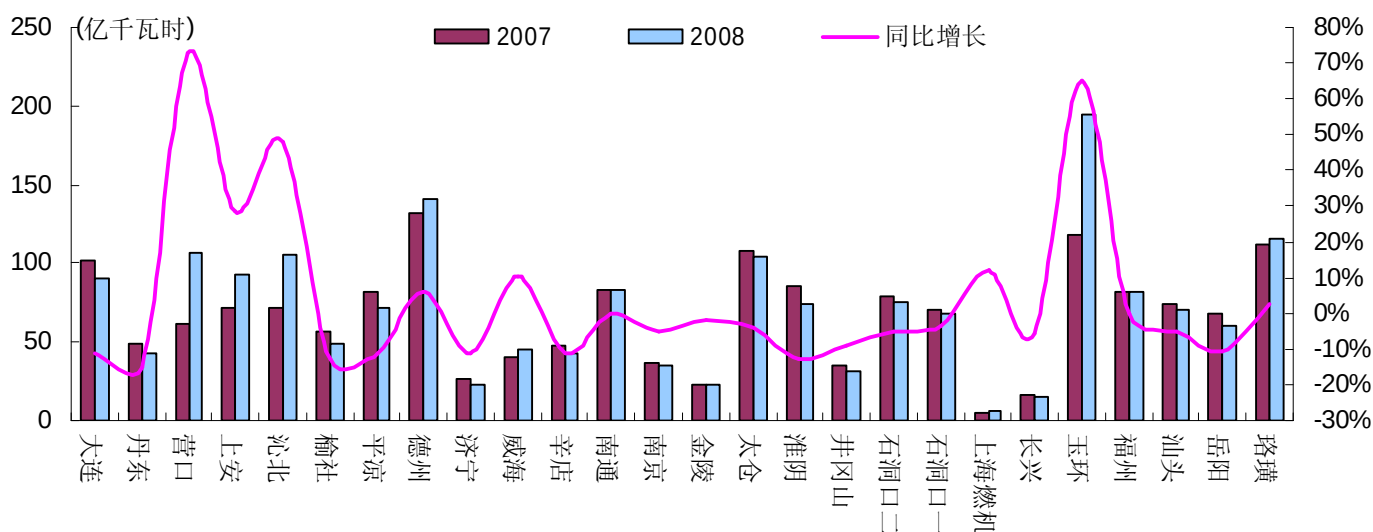
资料来源: 公司公告, 招商证券

表2: 华能国际在建项目情况

编号	电站(公司) 名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益容量 (万千瓦)
1	汕头电厂海门项目	燃煤	200	100%	200
2	金陵二期	燃煤	100	60%	60
3	井冈山二期	燃煤	60	100%	60
4	营口热电	燃煤	60	100%	60
5	永州湘祁	水电	8	100%	8
合计			564		524

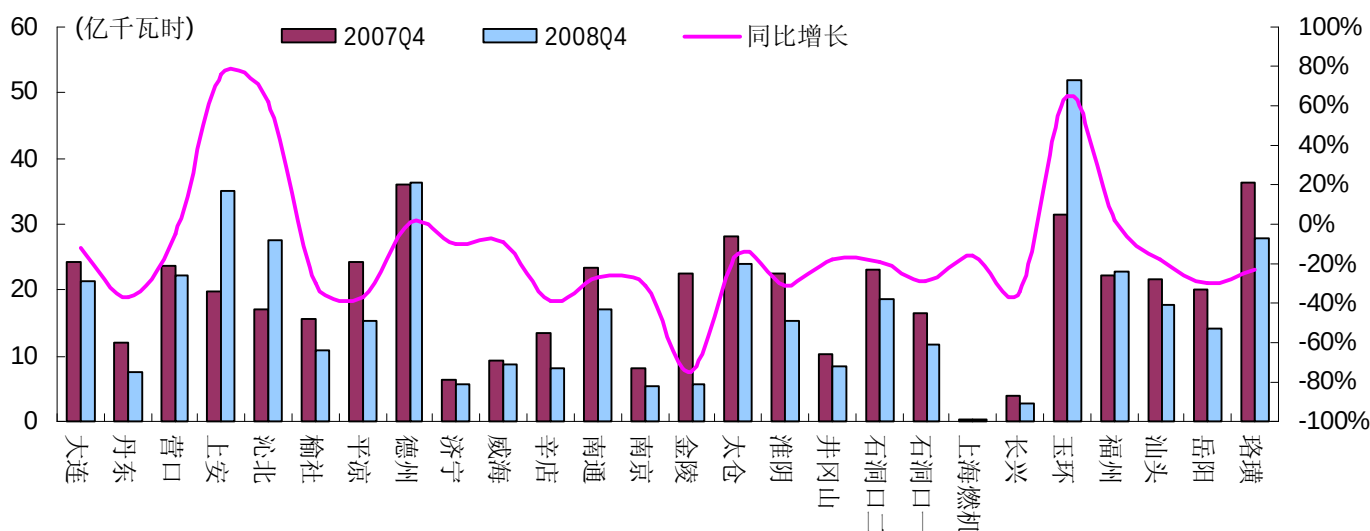
资料来源: 公司公告, 招商证券

图1: 华能国际各电厂年度发电量和增速比较



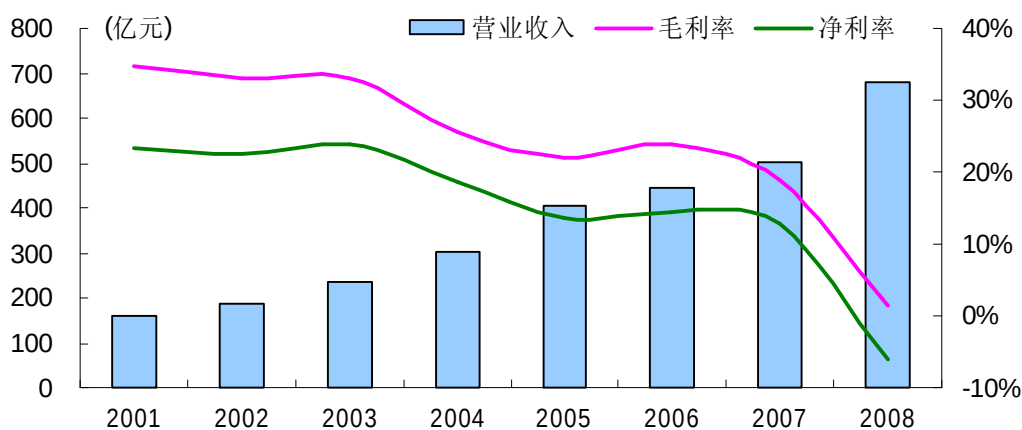
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 华能国际各电厂季度发电量和增速比较



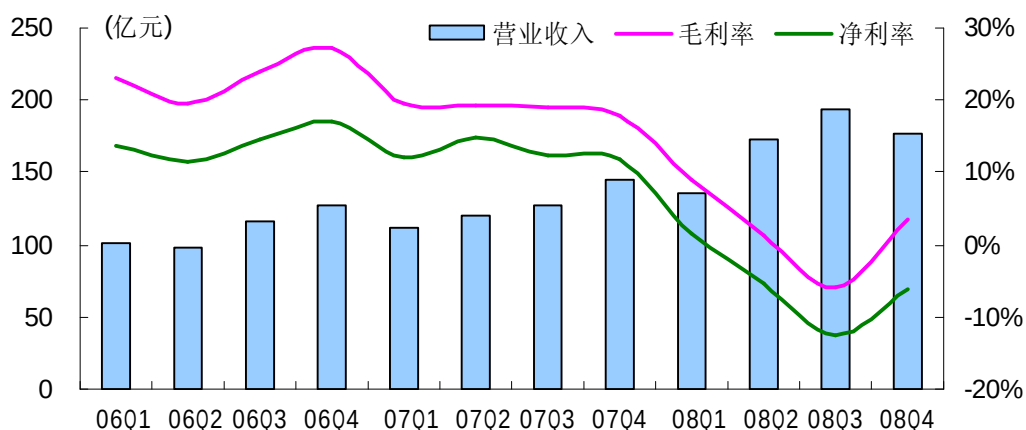
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 华能国际年度收入和利润率指标比较



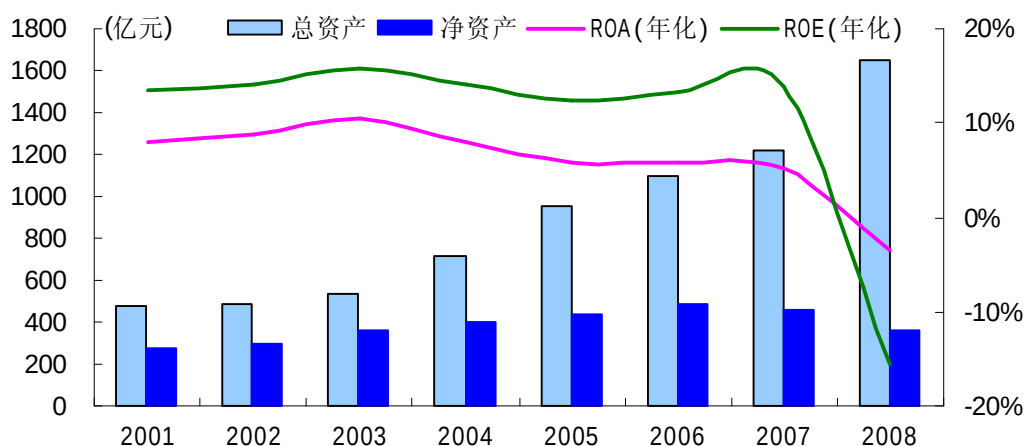
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 华能国际季度收入和利润率指标比较



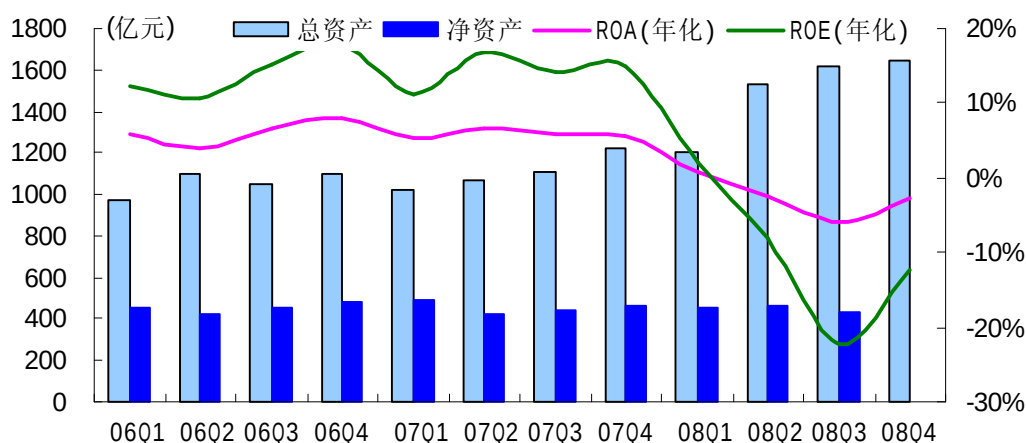
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 华能国际年度资产收益率指标比较



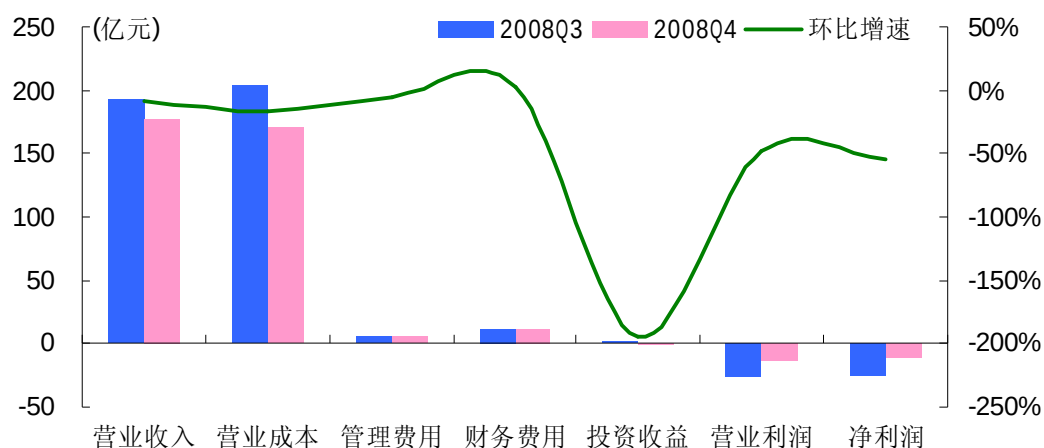
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 华能国际季度资产收益率指标比较



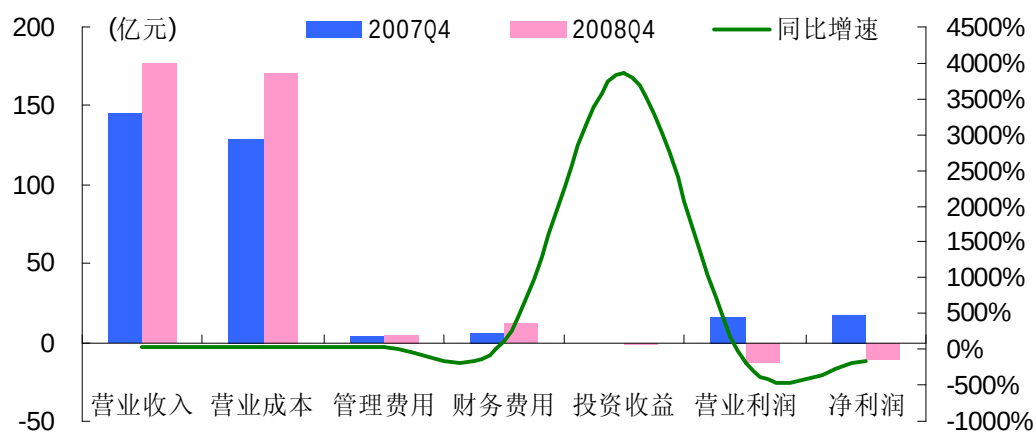
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：华能国际季度经营指标环比变动比较



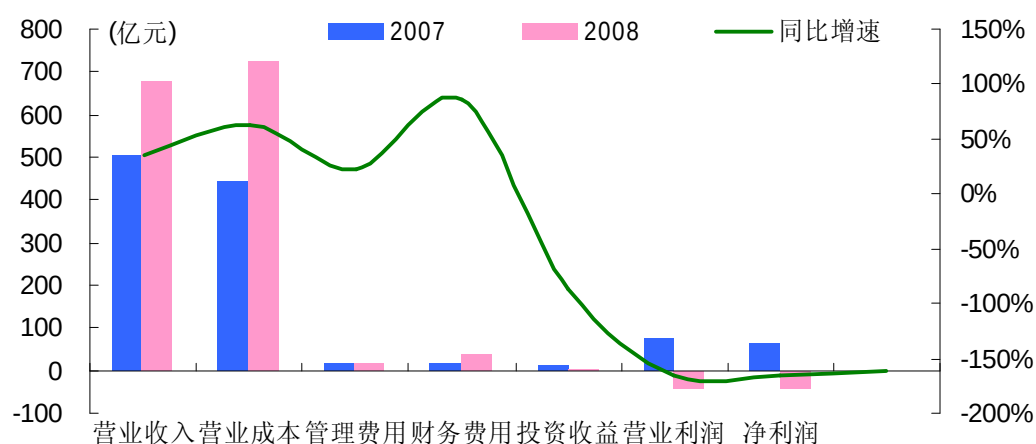
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：华能国际季度经营指标同比变动比较



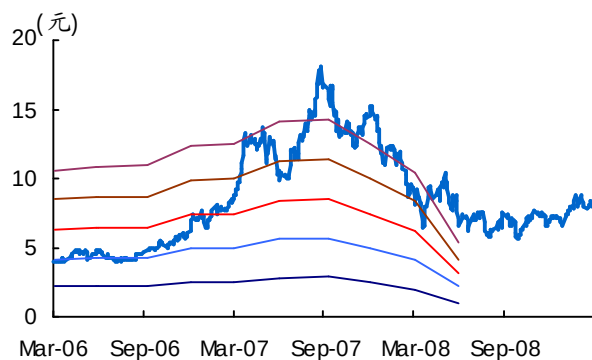
数据来源：公司公告，招商证券整理

图9：华能国际年度经营指标同比变动比较



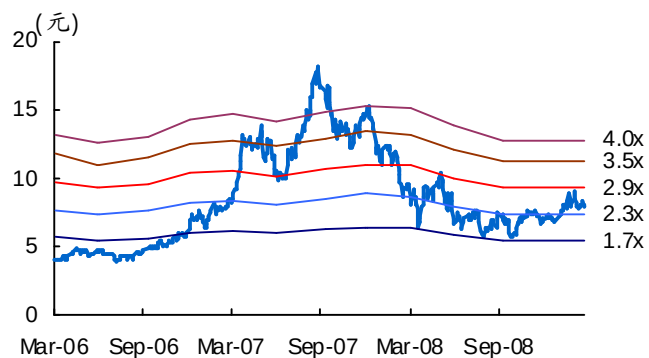
数据来源：公司公告，招商证券整理

图 10: 华能国际历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 11: 华能国际历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	13620	18551	20018	26622	30511
现金	3434	7533	5766	8000	8000
交易性投资	100	0	0	0	0
应收票据	1134	1675	666	2482	3010
应收款项	6204	6201	7128	10734	13017
其它应收款	213	282	424	414	502
存货	2134	2319	5170	4275	5124
其他	401	541	864	716	858
非流动资产	98532	103588	144569	127875	132862
长期股权投资	5426	8511	8745	8745	8745
固定资产	76142	76063	91292	98674	105096
无形资产	1849	2322	6801	6371	5984
其他	15116	16693	37732	14086	13038
资产总计	112152	122139	164588	154497	163373
流动负债	25830	30532	51652	39714	44180
短期借款	8162	11670	28745	19112	20733
应付账款	1290	2017	2998	2864	3433
预收账款	0	0	0	0	0
其他	16378	16844	19908	17738	20013
长期负债	36924	40841	71363	70322	70292
长期借款	36304	33439	59027	58997	58967
其他	620	7403	12336	11325	11325
负债合计	62753	71374	123015	110036	114472
股本	12055	12055	12055	12055	12055
资本公积金	10279	10701	8669	8669	8669
留存收益	20732	23364	15522	18014	21847
少数股东权益	6332	4646	5326	5722	6330
母公司所有者权益	43067	46120	36247	38739	42572
负债及权益合计	112152	122139	164588	154497	163373

现金流量表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	13859	12221	5186	13631	15560
净利润			-3701	3560	5476
折旧摊销			0	6416	6783
财务费用			0	4235	4287
投资收益			0	-550	-550
营运资金变动			0	-179	-1054
其它			8887	149	617
投资活动现金流	-17246	-17361	-47957	10255	-11770
资本支出			0	-10770	-11770
其他投资			-47957	21025	0
筹资活动现金流	3930	9227	41255	-21652	-3790
借款变动			0	-16179	1590
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	-1068	-1643
其他			41255	-4405	-3737
现金净增加额	542	4088	-1516	2234	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	44434	50435	67825	82738	100332
营业成本	33825	40943	66876	71610	85834
营业税金及附加	148	151	106	248	301
营业费用	0	0	3	0	0
管理费用	1450	1524	1855	2399	2809
财务费用	1707	1939	3624	4235	4287
资产减值损失	-31	-6	93	0	0
公允价值变动收益	100	-100	-55	0	0
投资收益	725	1341	185	550	550
营业利润	8160	7125	-4602	4795	7650
营业外收入	26	303	295	200	200
营业外支出	121	38	126	50	50
利润总额	8065	7390	-4433	4945	7800
所得税	1246	972	-220	989	1716
净利润	6819	6418	-4213	3956	6084
少数股东损益	896	421	-512	396	608
母公司所有者净利润	5924	5997	-3701	3560	5476
EPS (元)	0.49	0.50	-0.31	0.30	0.45

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	10%	14%	34%	22%	21%
营业利润	21%	-13%	-165%	-204%	60%
净利润	27%	1%	-162%	-196%	54%
获利能力					
毛利率	23.9%	18.8%	1.4%	13.4%	14.4%
净利率	13.3%	11.9%	-5.5%	4.3%	5.5%
ROE	13.8%	13.0%	-10.2%	9.2%	12.9%
ROIC	8.6%	7.9%	-0.7%	5.9%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	56.0%	58.4%	74.7%	71.2%	70.1%
净负债比率	42.6%	40.4%	57.3%	50.6%	48.8%
流动比率	0.5	0.6	0.4	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.5	0.3	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
存货周转率	15.2	18.4	17.9	15.2	18.3
应收帐款周转率	8.0	8.1	10.2	9.3	8.4
应付帐款周转率	27.7	24.8	26.7	24.4	27.3
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.50	-0.31	0.30	0.45
每股经营现金	1.15	1.01	0.43	1.13	1.29
每股净资产	3.57	3.83	3.01	3.21	3.53
每股股利	0.18	0.14	0.10	0.09	0.14
估值比率					
PE	16.2	16.0	-25.9	26.9	17.5
PB	2.2	2.1	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	2.7	2.7	6.8	2.9	2.4

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。