

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

2009年4月8日

华电国际(600027.SH)/4.83元

四季度业绩低于预期, 期待09年业绩回升

公用事业·电力

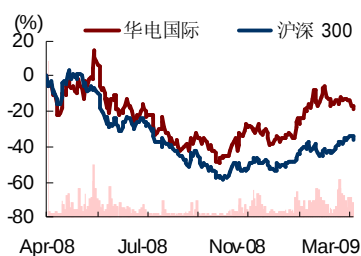
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2347
总股本(万股)	602108
已上市流通股(万股)	144195
总市值(亿元)	290
流通市值(亿元)	69
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	-8.2
资产负债率	81.1%
主要股东	中国华电集团公司
主要股东持股比例	49.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	27	-11
相对表现	-26	4	22



相关报告

华电国际 2008 年实现净利润 -25.6 亿元, 折合每股收益 -0.425 元, 公司将不进行利润分配。公司四季度毛利率已经开始恢复, 但是净利率仍然呈下降趋势, 一方面体现了煤价下跌的好处, 同时也体现的发电量下降的不利影响。维持 09、10 年每股收益 0.20、0.32 元的业绩预测, 并维持“审慎推荐-A”的投资评级。

q 煤价上涨、费用增加导致公司 08 年大幅亏损。2008 年公司实现营业收入 319.6 亿元, 同比增加 32.5%, 主要是机组规模扩大和电价上调所致。营业成本 353 亿元, 同比增长 59%, 主要是煤价上涨和用煤量增加所致。管理费用同比增加 42%, 主要是公司规模扩张所致。财务费用同比增加 78%, 主要是新机组投产后财务费用损益化和人民币贷款利率上调所致。上述因素共同作用, 公司净利润-25.6 亿元, 同比下滑 288%, 折合每股收益-0.425 元。由于业绩大幅亏损, 公司不进行利润分配。

q 四季度为盈利能力最差, 单季每股亏损 0.2 元。公司四个季度的每股收益分别为 0.0、-0.09、-0.14、-0.2 元, 四季度是最差的一个季度。从各项经营指标环比变化来看, 营业成本的下降幅度快于收入的下降幅度, 但是管理费用和财务费用仍维持上涨趋势, 投资收益大幅下降, 导致四季度业绩比三季度业绩更差。

q 单季度毛利率开始回升, 但是净利率仍呈下降趋势。公司四季度毛利率已经恢复为 3%, 说明煤价下跌的正面影响已经开始显现。但是净利率仍然为负, 说明由于发电量下降导致单位固定成本负担加大, 制约公司盈利能力的回升。

q 公司拟非公开发行 7.5 亿股, 融资 35 亿元用于项目建设。公司目前负债率高达 82%, 通过非公开增发, 公司负债率有望下降到 78% 左右。增发募集资金, 将投向宁夏灵武二期、四川泸定水电等项目。

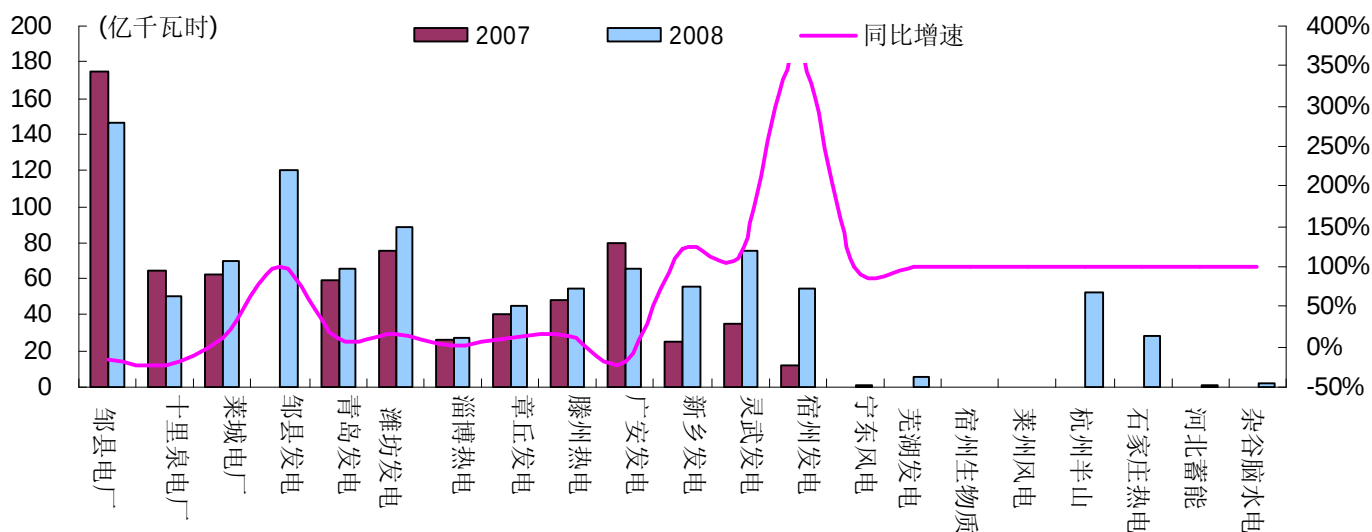
q 维持“审慎推荐-A”的投资评级。公司主要是火电机组, 业绩受煤价变动影响巨大。从图 3 可以看出, 公司标煤单价 09 年以来明显下降, 推动公司盈利回升。公司综合贷款利率 09 年有望比 08 年下降 1 个百分点左右, 财务费用下降明显。维持 09、10 年 0.20 元和 0.32 元的业绩预测, 并维持“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	14776	20492	31961	36190	43428
同比增长	11%	39%	56%	13%	20%
营业利润(百万元)	1893	1805		1907	3037
同比增长	20%	-5%	-289%	-156%	59%
净利润(百万元)	1212	1226	-2558	1223	1944
同比增长	23%	1%	-309%	-148%	59%
每股收益(元)	0.20	0.20	-0.42	0.20	0.32
PE	24.0	23.7	-11.4	23.8	15.0
PB	2.2	2.0	2.6	2.4	2.2

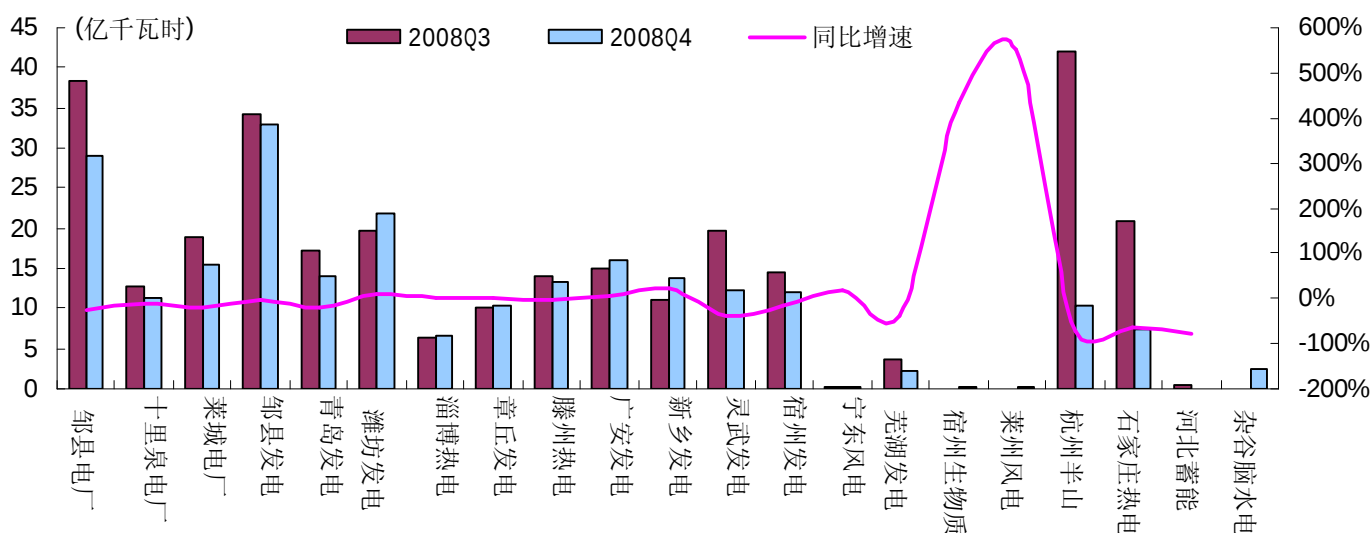
资料来源: 招商证券

图1: 华电国际控股参股公司利润贡献情况



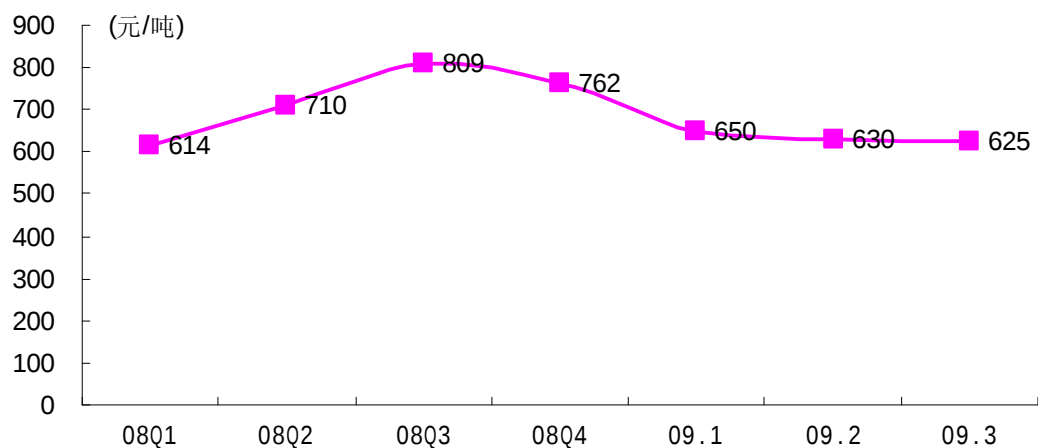
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 华电国际年度收入和利润率指标比较



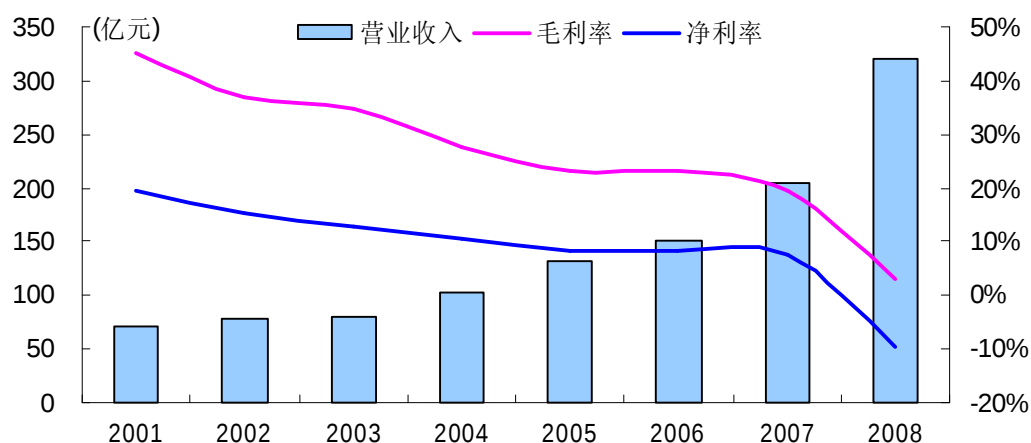
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 华电国际入炉标煤单价走势比较



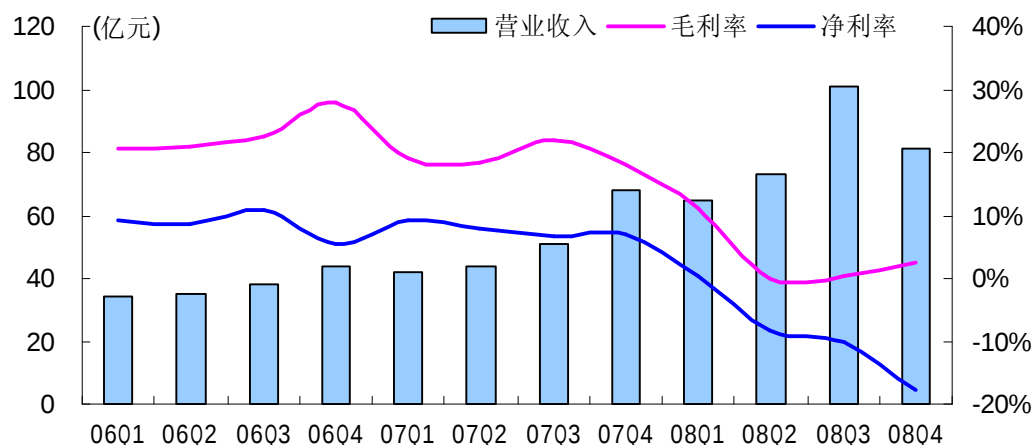
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 华电国际年度收入和利润率指标比较



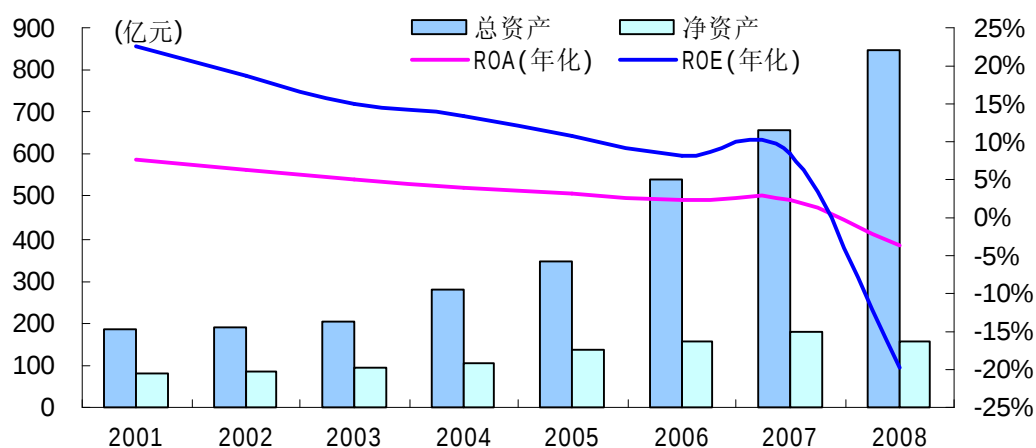
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 华电国际季度收入和利润率指标比较



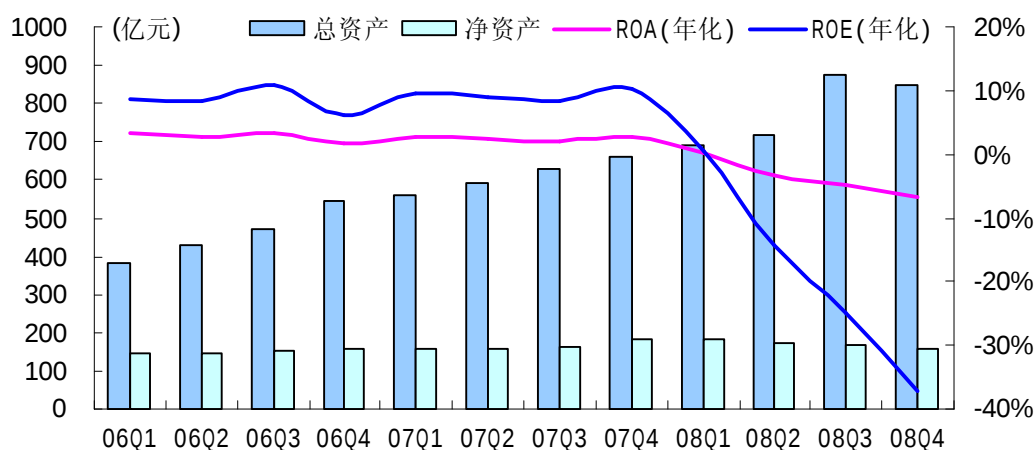
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 华电国际年度资产收益率指标比较



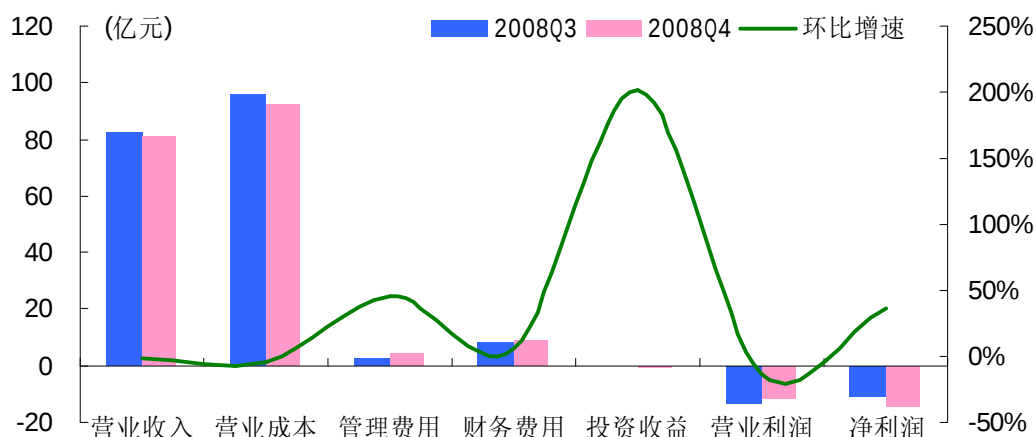
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：华电国际季度资产收益率指标比较



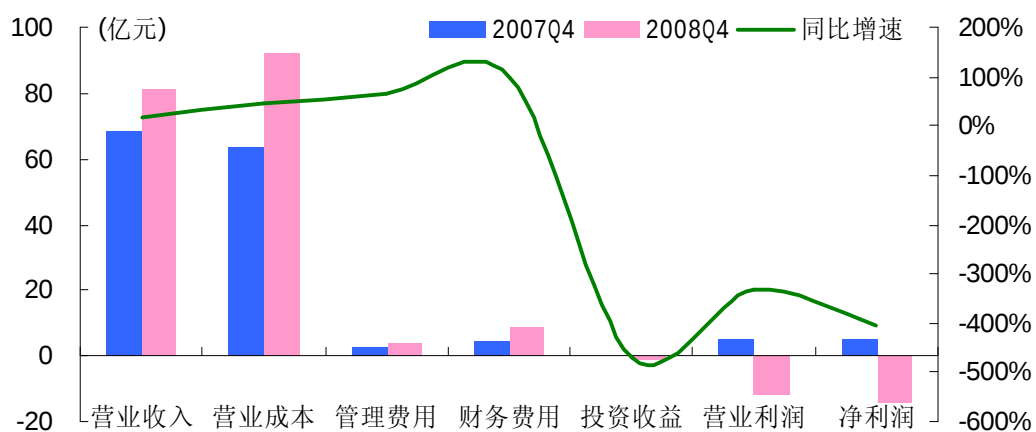
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：华电国际季度经营指标环比变动比较



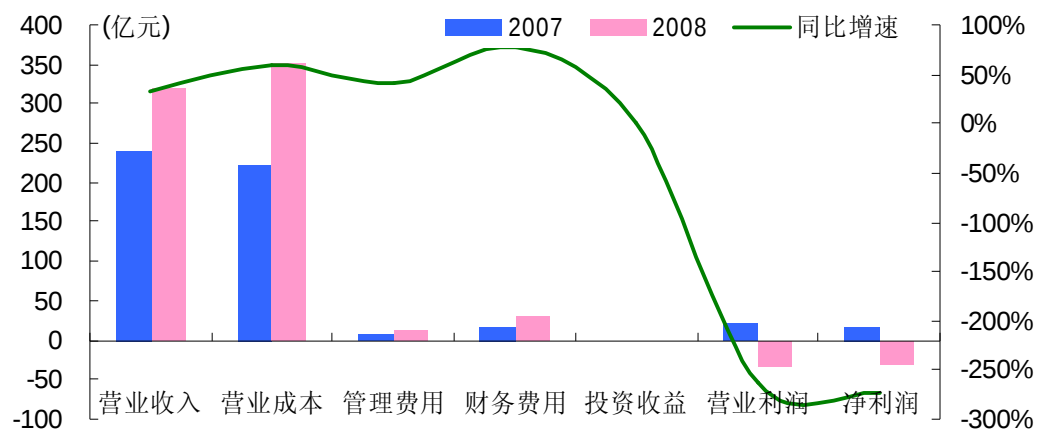
数据来源：公司公告，招商证券整理

图9：华电国际季度经营指标同比变动比较



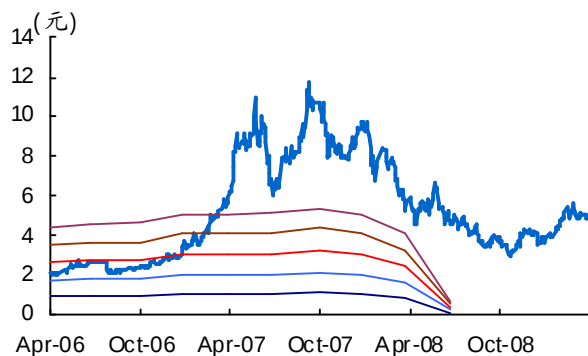
数据来源：公司公告，招商证券整理

图10: 华电国际年度经营指标同比变动比较



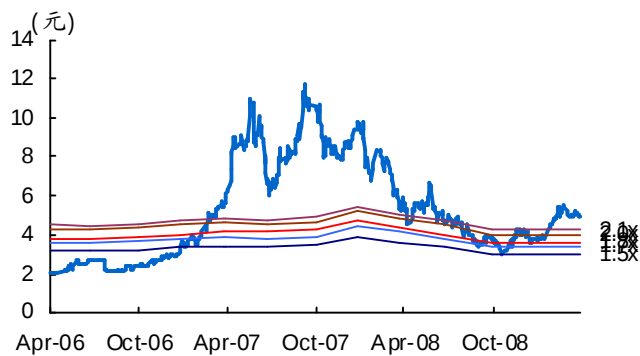
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图 11: 华电国际历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 12: 华电国际历史 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	3804	4288	6556	10026	7995
现金	1333	1393	1874	4692	1600
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	271	19	0	0
应收款项	1519	1691	1950	3583	4299
其它应收款	147	22	210	362	434
存货	731	650	1782	1087	1300
其他	67	261	721	302	361
非流动资产	51075	61465	78085	79156	86798
长期股权投资	1832	2065	2663	3000	3500
固定资产	36013	52433	60815	64652	71808
无形资产	788	772	1194	1166	1146
其他	12442	6195	13413	10338	10343
资产总计	54880	65753	84642	89182	94793
流动负债	19065	24120	27752	23577	25584
短期借款	10120	9524	12006	9000	8641
应付账款	3015	4141	3464	7548	9027
预收账款	0	0	0	0	0
其他	5930	10455	12282	7029	7916
长期负债	19914	23424	41427	49070	50970
长期借款	19096	22552	40370	43270	45170
其他	818	872	1057	5800	5800
负债合计	38979	47543	69179	72647	76554
股本	6021	6021	6021	6021	6021
资本公积金	2072	2062	1504	1504	1504
留存收益	5400	6253	3493	4349	5710
少数股东权益	2407	3874	4445	4661	5004
母公司所有者权益	13493	14336	11018	11874	13235
负债及权益合计	54880	65753	84642	89182	94793

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	3505	5242	3516	10665	10126
净利润			-2558	1223	1944
折旧摊销			0	3883	4210
财务费用			0	2662	2529
投资收益			0	-200	-200
营运资金变动			0	2701	1274
其它			6074	395	369
投资活动现金流	-14077	-10218	-12762	-5088	-11847
资本支出			0	-7691	-11347
其他投资			-12762	2603	-500
筹资活动现金流	10757	5333	9597	-2759	-1372
借款变动			0	-4684	1541
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	-367	-583
其他			9597	2291	-2329
现金净增加额	185	356	352	2818	-3092

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	14776	20492	31961	36190	43428
营业成本	11792	16533	30994	30193	36108
营业税金及附加	157	208	228	362	434
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	597	688	1099	1267	1520
财务费用	455	1382	2965	2662	2529
资产减值损失	1	7	11	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	118	131	-78	200	200
营业利润	1893	1805	-3414	1907	3037
营业外收入	6	27	276	20	20
营业外支出	9	9	24	8	8
利润总额	1890	1823	-3163	1919	3049
所得税	520	276	-118	480	762
净利润	1370	1547	-3044	1439	2287
少数股东损益	158	321	-486	216	343
母公司所有者净利润	1212	1226	-2558	1223	1944
EPS (元)	0.20	0.20	-0.42	0.20	0.32

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	11%	39%	56%	13%	20%
营业利润	20%	-5%	-289%	-156%	59%
净利润	23%	1%	-309%	-148%	59%
获利能力					
毛利率	20.2%	19.3%	3.0%	16.6%	16.9%
净利率	8.2%	6.0%	-8.0%	3.4%	4.5%
ROE	9.0%	8.6%	-23.2%	10.3%	14.7%
ROIC	3.6%	5.2%	-0.6%	5.0%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	71.0%	72.3%	81.7%	81.5%	80.8%
净负债比率	57.6%	51.4%	67.4%	58.7%	56.9%
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	18.3	23.9	25.5	21.0	30.3
应收帐款周转率	10.6	12.8	17.6	13.1	11.0
应付帐款周转率	6.0	4.6	8.2	5.5	4.4
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.20	-0.42	0.20	0.32
每股经营现金	0.58	0.87	0.58	1.77	1.68
每股净资产	2.24	2.38	1.83	1.97	2.20
每股股利	0.18	0.14	0.00	0.06	0.10
估值比率					
PE	24.0	23.7	-11.4	23.8	15.0
PB	2.2	2.0	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	10.1	7.2	12.7	5.0	4.4

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。