



2009 年 4 月 9 日

电力

业绩回顾

陈俊华

分析员

chenjunhua@cicc.com.cn

中性

华电国际(600027.CH)

09 年：所得税抵免收益不容忽视

主要财务信息

(人民币 百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	14,776	24,116	31,961	35,667	35,759
(+/- %)	11	63	33	12	0
主营业务利润	2,827	3,751	739	5,824	6,847
(+/- %)	(4)	33	(80)	688	18
营业利润	1,893	1,805	(3,414)	1,685	2,880
(+/- %)	18	(5)	(289)	(149)	71
净利润	1,212	1,362	(2,558)	1,201	1,685
(+/- %)	19	12	(288)	(147)	40
每股盈利 (元)	0.20	0.23	-0.42	0.20	0.28
(+/- %)	19	12	(288)	(147)	40
市盈率 (X)	23.9	21.3	-11.3	24.1	17.2
市净率 (X)	2.2	1.8	2.6	2.4	2.1
ROE (%)	9.1	8.6	-23.2	9.8	12.4
股息收益率 (%)	1.4	1.2	1.3	0.0	1.2
EV/EBITDA	16.0	10.3	19.9	7.4	6.6

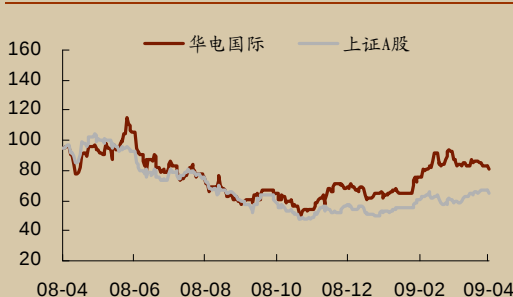
股票信息

H-股	A-股
1071.HK	股票代码 600027.CH
HK\$1.9	当前股价 Rmb4.81
HK\$2.4	目标价 -
6.59	日成交量 (百万股) 11.02
HK\$2.99/1.05	52周最高价/最低价 Rmb6.83/2.95
27.751	总市值 (百万元) 24,476
6,021	发行股数 (百万股) 6,021
1,431	流通股数 (百万股) 1,442
	主要股东 (持股比例) 中国华电集团 (50.6%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600027.CH]	-5.69	-7.50	+30.71	+25.92
[上证A股指数]	-1.14	+10.78	+24.95	+28.88
[电力板块指数]	+0.64	+4.80	+19.24	+24.13

52 周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009 年 4 月上旬 09 年 1 季度发电量
2009 年 4 月 29 日 09 年 1 季度业绩

08 年业绩大幅低于预期：

08 年公司下属电厂累计完成发电量 1,007 亿 kwh，同比增长 27%；实现收入 319.6 亿元，同比增长 32.5%；归属母公司所有者亏损额为 25.6 亿元，对应每股收益-0.425 元。公司业绩大幅低于市场和我们的预期（亏损 17 亿元），主要源自：1）四季度，出于审慎原则，增加未确认为递延所得税资产的暂时性差异 6.2 亿元；2）四季度财务费用较我们预期的增加 2 亿元。

正面：

- 2008 年：火电机组利用小时为 5,027 小时，同比上升 5.8%。
- 2009 年：公司预计火电机组利用小时为 4850 小时，同比下降 3.5%，降幅显著好于全国平均水平。

负面：

- 净负债率攀升至 374%。

发展趋势：

盈利能力显著回升：1）09 年 EBIT 利润率有望回升至 12%；源自：08 年下半年的两次电价提升及煤价回落；2）考虑扭亏为盈，所得税抵扣因素，预计公司 09 年综合所得税率显著低于 25%至 5%。

资产负债结构逐步改善：公司计划 09 年进行非公开定向增发融资不超过 35 亿元，用于补充在建项目资金投入和运营资金，融资成功后，公司负债率有望从当前的 82%降至 78%。

盈利预测调整：

小幅下调公司 2009、10 年盈利预测至 12 亿元，16.8 亿元，对应每股 EPS0.20 元和 0.28 元，下调幅度为 11%和 9%。

估值与建议：

目前 A 股股价对应 09、10 年的市净率分别为 2.4x 和 2.1x，估值属行业平均水平。我们看好公司在山东地区机组盈利能力的持续改善，但短期财务压力较大，业绩难有超预期的增长。维持“中性”投资评级。如若 09 年 2、3 季度煤炭价格加速回落，我们的业绩预测有上调的风险。

H 股：维持对于华电国际（1071.HK）推荐投资评级，12 个月目标价 2.4 港币，对应 2009 年市净率 1.0x，距当前股价 HKD1.90 有 26%的上涨空间。但一季度业绩（4 月 29 日公布）增长可能低于市场预期，短期内，股价存在回调风险。若股价出现回调，对于长期投资者来说，是介入的机会。

图表 1: 2008 年业绩分析

(人民币 百万元)	年度数据			季度数据						CICC Comments	
	FY07	FY08	YoY	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ		
发电量(亿千瓦时)	792	1,007	27%	261	224	252	300	231	-23%	-11%	两次上网电价上调, 提升平均电价水平约11.9%
主营业务收入	24,116	31,961	33%	7,858	6,477	7,277	10,070	8,136	-19%	4%	
主营业务成本	19,472	30,994	59%	6,431	5,762	7,281	10,032	7,918	-21%	23%	
主营税金附加	246	228	-7%	81	61	52	75	40	-47%	-51%	四季度主营利润率逐步恢复至2%, 符合预期。
主营业务利润	4,398	739	-83%	1,346	654	-55	-37	177	-578%	-87%	
主营业务利润率	18%	2%		17%	10%	-1%	0%	2%			
销售费用	0	0	n.a	0	0	0	0	0	n.a	n.a	
管理费用	775	1,099	42%	251	181	230	305	383	26%	53%	
EBIT	3,623	-360	-110%	1,095	474	-286	-342	-206	-40%	-119%	
EBIT利润率	15%	-1%		14%	7%	-4%	-3%	-3%			
财务费用	1,665	2,965	78%	509	518	604	975	868	-11%	70%	
资产减值损失	-7	-11	49%	-7	0	0	0	-11			
投资收益	144	-78	-154%	38	46	-7	-20	-97	377%	-355%	营业外收入中有2.1亿元来自于政府补助。
营业利润	2,095	-3,414	-263%	617	1	-897	-1,337	-1,181	-12%	-292%	
营业利润率	9%	-11%		8%	0%	-12%	-13%	-15%			
营业外收入	33	276	748%	7	7	83	14	171	1088%	2468%	
营业外支出	12	24	97%	4	0	4	10	9	-11%	153%	
利润总额	2,115	-3,163	-250%	620	8	-818	-1,333	-1,019	-24%	-265%	
所得税	368	-118	-132%	140	-21	-207	-306	416	-236%	196%	四季度, 出于审慎原则, 冲回部分电厂递延所得税资产的暂时性差异6.2亿元。
实际税率	17%	4%		23%	-267%	25%	23%	-41%			
少数股东损益	385	-486	-226%	102	7	-82	-168	-244	46%	-339%	
净利润	1,362	-2,558	-288%	377	22	-529	-860	-1,191	39%	-416%	
净利润率	6%	-8%		5%	0%	-7%	-9%	-15%			
全面摊薄每股盈利(元)	0.226	(0.425)	-288%	0.063	0.004	(0.088)	(0.143)	(0.198)	39%	-416%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 2008 年华电国际发电量情况

电厂	装机容量 (MW)	持股比例	2008 bn kwh	2007 bn kwh	YoY	4Q08 bn kwh	4Q07 bn kwh	YoY	3Q08 bn kwh	QoQ
邹县发电厂	2540	100%	14.6	17.5	-17%	2.9	5.7	-49%	3.8	-24%
邹县发电有限公司	2000	69%	12.0	0.0	n.a	3.3	0.0	n.a	3.4	-3%
十里泉发电厂	740	100%	5.0	6.5	-23%	1.1	1.7	-34%	1.3	-11%
莱城发电厂	1200	100%	7.0	6.2	13%	1.5	1.7	-11%	1.9	-19%
青岛公司	1200	55%	6.5	5.9	11%	1.4	1.4	-3%	1.7	-19%
潍坊公司	2000	45%	8.9	7.6	17%	2.2	2.3	-5%	2.0	11%
淄博热电公司	433	100%	2.7	2.6	3%	0.7	0.7	1%	0.6	2%
章丘公司	890	84%	4.5	4.0	12%	1.0	1.0	2%	1.0	2%
滕州新源热电公司	930	88%	5.5	4.8	13%	1.3	1.3	5%	1.4	-5%
四川广安公司	2400	80%	6.6	8.0	-18%	1.6	2.8	-42%	1.5	6%
华电新乡-宝山一期	1320	90%	5.5	2.5	122%	1.4	1.7	-19%	1.1	24%
灵武公司	1200	65%	7.6	3.5	114%	1.2	2.2	-44%	2.0	-37%
宿州电厂	1200	97%	5.5	1.2	366%	1.2	1.2	2%	1.4	-17%
安徽华电芜湖发电有限公司	1320	95%	0.6	0.0	n.a	0.2	0.0	n.a	0.4	-39%
华电宿州生物质能发电有限公司	25	78%	0.0	0.0	n.a	0.0	0.0	n.a	0.0	433%
华电宁东风电有限公司	45	100%	0.1	0.0	n.a	0.0	0.0	n.a	0.0	18%
华电莱州风电有限公司	40.5	55%	0.0	0.0	n.a	0.0	0.0	n.a	0.0	550%
杭州华电半山发电有限公司	1435	64%	5.2	5.6	n.a	1.0	0.0	n.a	4.2	-75%
河北华电石家庄热电有限公司	500	82%	2.8	3.3	n.a	0.7	0.0	n.a	2.1	-65%
河北华电混合蓄能水电有限公司	57	100%	0.1	0.0	n.a	0.0	0.0	n.a	0.0	-78%
四川华电杂谷脑水电开发有限责任公司	228	49%	0.3	0.0	n.a	0.3	0.0	n.a	0.0	n.a
本集团合计			100.7	79.2	27%	23.2	23.6	-2%	30.0	-22%

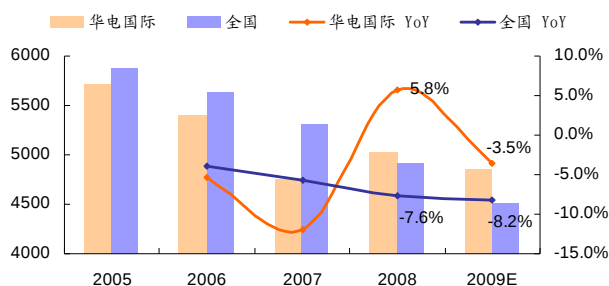
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

2008/09 年度机组利用小时降幅全国平均

2008 年：华电国际火电机组利用小时为 5,027 小时，同比上升 5.8%。主要源自山东地区的电力供需环境的改变，华电国际一半的权益装机分布于此。自 08 年以来，山东地区装机增速的迅速放缓，当地机组利用小时率先企稳。

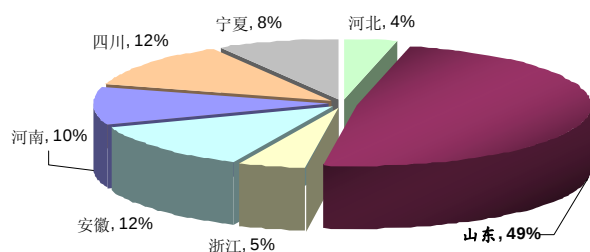
2009 年：预计华电火电机组利用小时为 4,850 小时，同比下降 3.5%，降幅显著少于全国平均水平。我们对于山东地区机组利用小时仍然乐观，但对宁夏、四川地区机组用小时持谨慎态度。宁夏地区主要源自高耗能产业集中，电力需求恢复缓慢。四川地区水电机组容量占比达 63%，二、三季度来水情况对于当地机组利用小时影响大。

图表 3：火电机组利用小时比较



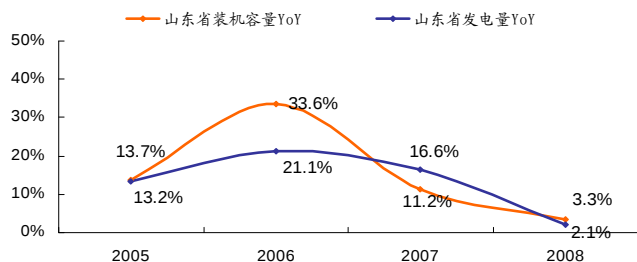
资料来源：中国电力新闻网，公司年报，中金公司研究部

图表 4：华电国际权益装机分布比例



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 5：山东地区电力供需变化



资料来源：中国电力新闻网，中金公司研究部

所得税计入方法调整对 2008/09 年业绩影响大

08 年四季度，公司出于审慎原则，增加未确认为递延所得税资产的暂时性差异 6.2 亿元。即公司未来五年内，发生扭亏为盈时，将享有 6.2 亿元的所得税抵免，以目前股本测算，可累计增厚 EPS 约 0.08 元。

但需指出的是：2009-2013 年，每一年具体抵扣的所得税数额仍有不确定性。

我们当前的盈利假设：考虑公司 09 年所得税抵免额约 4 亿元左右，其余在 2010 年抵扣完毕。

图表 6：2008 年所得税处理比较

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
利润总额	8	-818	-1,333	-1,019
所得税费用	-21	-207	-306	416
实际税率	-267%	25%	23%	-41%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

调升 2009/10 年财务费用预测值

08 年公司全年财务费用为 29 亿元，较我们的预期超过约 3 亿元，公司的综合贷款利率比我们预测的略高。考虑公司 09 年仍有超过 100 亿元的资本开支，资金需求迫切，短期内盈利恢复对偿债能力的改善作用有限。2009 年公司财务压力仍大。我们调升公司 2009、2010 年财务支出至 29 亿和 28 亿，调升幅度为 17% 和 10%。

下调 2009/10 年盈利预测

考虑上述两个因素，我们下调公司 2009、10 年盈利预测至 12 亿元，16.8 亿元，对应每股 EPS0.20 元和 0.28 元，下调幅度为 11% 和 9%。

图表 7：敏感性分析

	2009	2010
电价敏感度	21.17%	12.42%
燃料成本敏感度	-13.14%	-7.32%
利用率敏感度	8.63%	5.48%

资料来源：中金公司研究部

图表 8: 盈利预测主要假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主要假设					
发电量 (亿千瓦时)	500	792	1,007	1,083	1,092
发电量增速	1%	58%	27%	7%	1%
平均电价 (元/千瓦时)	0.32	0.37	0.34	0.35	0.35
平均燃料成本 (元/千瓦时)	0.24	0.25	0.31	0.27	0.26
平均标煤单价 (元/吨)	471	514	719	622	592
利用小时波动率	-7%	3%	-8%	-4%	-2%
综合税率	28%	17%	4%	5%	22%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9: 财务简表

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	14,776	24,116	31,961	35,667	35,759
主营业务成本	11,792	16,533	30,994	29,589	28,657
主营业务利润	2,827	3,751	739	5,824	6,847
减: 管理费用	597	688	1,099	1,227	1,230
财务费用	455	1,382	2,965	2,951	2,827
营业利润	1,893	1,805	-3,414	1,685	2,880
利润总额	1,890	1,823	-3,163	1,685	2,880
所得税	520	276	-118	84	634
少数股东损益	158	385	-486	400	562
净利润	1,212	1,362	-2,558	1,201	1,685
每股盈利 (元)	0.20	0.23	(0.42)	0.20	0.28
每股股利 (元)	0.06	0.06	0.06	0.00	0.06
资产负债表					
货币资金	1,333	1,393	1,874	19,828	22,248
应收帐款	1,519	1,691	1,950	2,480	1,962
流动资产合计	3,804	4,288	6,556	23,759	26,889
长期投资	1,832	2,065	2,663	2,701	2,791
固定资产	36,013	52,433	60,815	57,042	56,316
资产合计	54,880	65,753	84,642	86,674	87,458
短期借款	10,120	9,524	12,006	12,006	12,006
流动负债合计	19,065	24,120	27,752	27,430	28,397
长期借款	19,096	22,552	40,370	41,370	39,302
负债合计	38,979	47,543	69,179	69,610	68,508
少数股东权益	2,407	3,874	4,445	4,845	5,407
股本	6,021	6,021	6,021	6,021	6,021
储备和未分配利润	9,879	12,189	4,997	6,198	7,522
股东权益合计	15,900	18,210	11,018	12,219	13,543
负债及股东权益合计	54,880	65,753	84,642	86,674	87,458
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	3,505	5,242	1,911	8,753	9,663
投资活动产生的现金流量	-14,077	-10,218	-13,607	10,856	-2,000
筹资活动产生的现金流量	10,757	5,332	21,977	-1,655	-5,243
主要财务比率					
增长					
收入	11%	63%	33%	12%	0%
税前利润	17%	12%	-250%	-153%	71%
净利润	19%	12%	-288%	-147%	40%
利润率					
毛利率	19%	16%	2%	16%	19%
息税前利润率	15%	13%	-1%	13%	16%
税前利润率	13%	8%	-10%	5%	8%
净利润率	8%	6%	-8%	3%	5%
资产周转比率					
总资产周转率	0.27	0.37	0.38	0.41	0.41
固定资产周转率	0.41	0.46	0.53	0.63	0.63
流动性比率					
速动比率	0.16	0.17	0.17	0.84	0.89
流动比率	0.20	0.20	0.24	0.87	0.95
杠杆比率					
净债务权益比率	2.28	2.37	5.01	3.17	2.53
息税前利润/净财务费用	4.9	2.2	-0.1	1.6	2.0

资料来源：公司数据、中金公司研究部

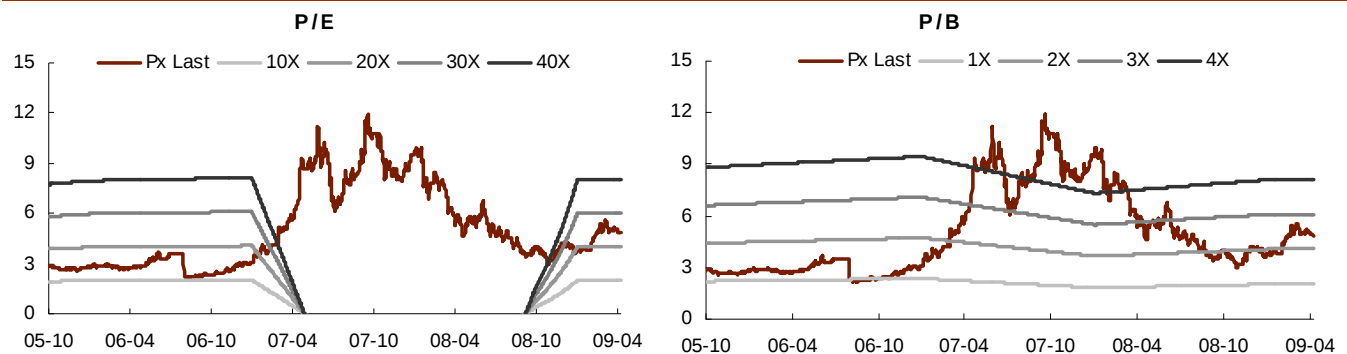
图表 10: 可比估值

	Price 09-4-8	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	EPS			P/E(x)			P/B(x)		
A 股电力公司	(Rmb)					2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
长江电力	14.35	推荐	9,412	4,909	135	0.50	0.52	0.66	28.7	27.5	21.8	3.1	2.3	2.2
国电电力	6.10	审慎推荐	5,448	4,133	33	0.02	0.19	0.30	272.7	31.4	20.6	2.5	2.3	2.1
华能国际	7.72	审慎推荐	12,055	2,878	84	(0.31)	0.31	0.33	(25.1)	24.8	23.2	2.6	2.2	2.1
国投电力	10.03	审慎推荐	1,055	1,055	11	0.16	0.46	0.51	61.1	21.8	19.6	2.6	2.4	1.6
建投能源	6.45	审慎推荐	914	547	6	0.05	0.29	0.36	127.4	22.2	18.0	2.1	2.0	1.9
华电国际	4.81	中性	6,021	1,442	24	(0.42)	0.20	0.28	(11.3)	24.1	17.2	2.6	2.4	2.1
深圳能源	11.02	中性	2,202	599	24	0.40	0.79	0.77	27.6	14.0	14.3	2.1	1.9	1.8
广州控股	5.80	中性	2,059	2,059	12	0.16	0.34	0.40	36.6	17.0	14.5	1.3	1.3	1.2
中能股份*	7.65	中性	2,890	2,890	22	0.25	0.41	0.51	30.8	18.6	15.1	1.5	1.5	1.5
粤电力A	6.44	中性	2,659	757	14	0.00	0.22	0.28	2411.6	28.6	23.1	1.9	1.8	1.8
大唐发电	7.13	中性	11,780	4,413	71	0.07	0.24	0.27	102.1	30.0	26.9	3.2	3.0	2.8
上海电力*	4.21	中性	2,140	644	9	(0.82)	(0.00)	0.28	(5.2)	n.a	15.3	1.0	1.0	0.9
内蒙华电*	4.44	中性	1,981	573	9	0.01	0.05	0.06	444.0	88.8	79.3	n.a	n.a	n.a
平均值									n.a	29.1	23.8	2.2	2.0	1.8
中间值									n.a	24.5	19.6	2.3	2.1	1.8

H/B 股电力公司	(HK\$)		(HK\$ bn)			(HK\$)								
粤电力-B	2.81	审慎推荐	2,659	665	16	0.00	0.26	0.31	926.0	11.0	9.1	0.7	0.7	0.7
华电国际	1.90	推荐	6,021	1,431	28	(0.48)	0.23	0.31	(3.9)	8.4	6.2	0.9	0.8	0.8
华能电力	5.21	审慎推荐	12,055	3,055	95	(0.35)	0.35	0.37	(14.9)	14.7	14.2	1.5	1.3	1.3
华润电力	16.50	中性	4,213	4,161	70	0.41	0.74	1.05	40.0	22.3	15.7	2.6	2.3	2.1
大唐发电	3.72	中性	11,780	3,279	81	0.08	0.27	0.29	46.9	13.8	12.7	1.5	1.4	1.3
中国电力*	1.85		3,606	3,606	7	0.23	0.30	0.38	8.2	6.2	5.0	0.6	0.5	0.5
中电控股*	52.90		2,406	2,408	127	3.44	3.63	3.72	15.4	14.6	14.2	1.9	1.8	1.8
香港电灯*	45.95		2,134	2,134	98	2.92	3.04	3.08	15.8	15.1	14.9	1.9	1.8	1.8
平均值									n.a	13.3	11.5	1.4	1.3	1.3
中间值									n.a	14.2	13.5	1.5	1.4	1.3

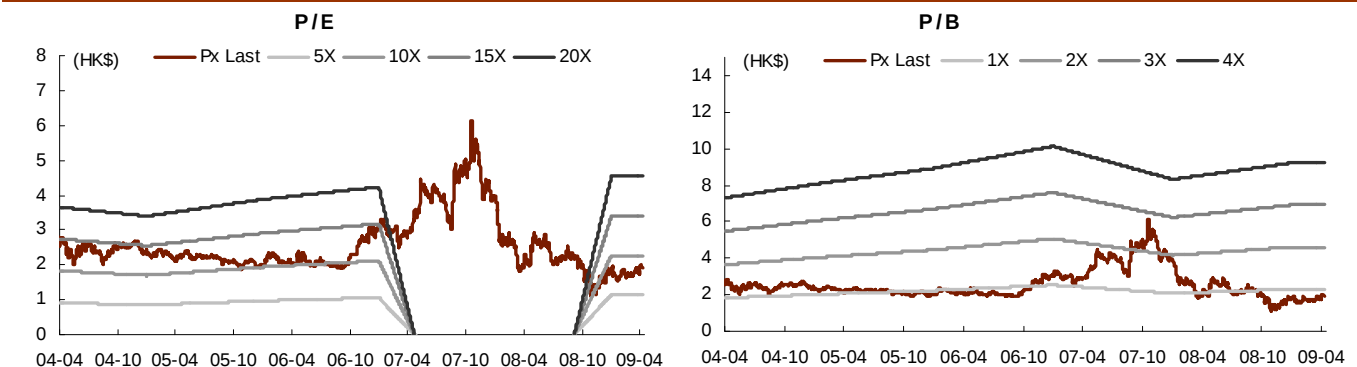
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 11: A 股历史 P/E and P/B bands



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 12: H 股历史 P/E and P/B bands



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。