

华能国际（600011）：09 年 1 季度发电量同比下降 9.28%

增持（维持）

电力行业 2009 年 4 月 16 日

联系人：天相煤炭电力组

事件描述：

华能国际发布公告称，截止2009年3月31日，公司境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量418.24亿千瓦时，同比下降9.28%，环比下降5.59%，符合我们的预期（我们此前预计1季度利用小时在1200小时左右，折合发电量约为400亿千瓦时）。

评论：

- 1季度发电量的“翘尾”现象掩盖了发电利用小时的下滑程度。公司1季度有七家电厂发电量同比为正增长，分别为河北上安电厂、浙江玉环电厂、河南沁北电厂、江苏南京电厂、江苏太仓电厂、上海燃机电厂以及江苏金陵燃机电厂。其中上安电厂在08年7-8月分别有两台60万kw机组投产，这直接推动了该电厂发电量同比增加。而玉环、沁北和营口都各自在07年年底有新机组投产，由于达产时间滞后，这些新增机组的出力程度在08年以后才有所体现。这意味着华能国际1季度发电量的同比增速还没有完全反应华能下辖各电厂的发电利用小时的下滑程度。
- 我们预计华能国际09年1季度的EPS在0.05元左右。我们盈利预测是基于以下假设：（1）发电量418亿千瓦时，对应利用小时数1265小时；（2）电价维持去年水平；（3）煤耗比325克/千瓦时，综合标煤煤价为830元/吨。我们认为华能国际1季度盈利不理想是正常的。在合同煤价谈妥之前，华能国际合同煤的煤价暂时按08年年底的价格入账，由于当时煤价高于现在，华能1季度的煤炭成本压力还没有完全得到释放。此外，因为涉及到煤电双方的博弈，我们认为华能有动机压制1季度的业绩，以作为谈判的筹码，一旦合同煤价落实之后，华能国际业绩有可能出现一定的反弹。
- 我们预计华能国际2009、2010和2011年的每股收益分别为0.38元和0.50元和0.51元，09-11年对应的动态市盈率为21x、16x和16x，位于电力行业的估值中枢上，我们维持“增持”的评级。
- 作为火电行业最具行业代表性的公司，华能国际09年1季度发电量数据的下滑幅度，昭示了火电行业1季度业绩将处于全年低点的事实。此外，至少在在09年1季度，煤价大幅下跌这一预期并没有实现（如果经济真的复苏，寄望于煤价大幅下跌将更不现实）。在经历了几个月的时间之后，煤价下跌这一概念对电力板块的支撑作用可能已经耗尽，而在短期内我们又很难看到推动电力板块股价上行的力量出现，因此电力板块跑输大盘的情形恐怕将继续延续。

图表 1 华能国际 09 年 1 季度发电量

电厂	所在地	装机结构	装机容量 (MW)	权益比例	权益装机 (MW)	09Q1 (亿千瓦时)	08Q1 (亿千瓦时)	YoY (%)	08Q4 (亿千瓦时)	QoQ (%)
大连	辽宁	4×350	1400	100%	1400	18.17	24.05	-24.45%	21.19	-14.25%
丹东	辽宁	2×350	700	100%	700	8.48	10.55	-19.62%	7.58	11.87%
营口	辽宁	2×320+2×600	1840	100%	1840	20.45	26.08	-21.59%	22.34	-8.46%
南通	江苏	2×352+2×350	1404	100%	1404	16.32	21.6	-24.44%	17.08	-4.45%
金陵发电	江苏	2×390	780	60%	468	5.22	4.38	19.18%	6	-13.00%
南京	江苏	2×320	640	100%	640	9.06	8.55	5.96%	5.59	62.08%
淮阴	江苏	1×220+2×330+2×330	1540	90% 63.64%	1038	15.83	19.76	-19.89%	15.42	2.66%
太仓	江苏	2×300+2×600	1800	75%	1350	25.18	24.94	0.96%	23.91	5.31%
辛店	山东	2×225 2×300	450 600	100% 95%	1050	8.15	11.8	-30.93%	8.2	-0.61%
德州	山东	1×330+1×320+2×300 +2×700	2650	100%	2650	31.83	34.3	-7.20%	36.36	-12.46%
济宁	山东	2×135+1×110	380	100%	380	6.32	6.54	-30.93%	5.81	8.78%
日照二期	山东	2×680	1360	100%	1360	13.18	—	—	—	—
威海	山东	2×125+2×300	850	60%	510	8.93	10.63	-15.99%	8.58	4.08%
石洞口二厂	上海	2×600	1200	100%	1200	18.38	22.94	-19.88%	18.58	-1.08%
石洞口一厂	上海	2×325+1×320+1×300	1270	100%	1270	17.1	20.95	-18.38%	11.7	46.15%
上海燃机	上海	3×390	1170	70%	819	0.32	0.17	88.24%	0.16	100.00%
长兴	浙江	1×125+1×135	260	100%	260	3.48	4.5	-22.67%	2.64	31.82%
玉环	浙江	2×1000+2×1000	4000	100%	4000	39.05	33.68	15.94%	52.04	-24.96%
榆社	山西	2×100+2×300	800	60%	480	9.39	14.12	-33.50%	10.87	-13.62%
沁北	河南	2×600+2×600	2400	60%	1440	29.94	21.67	38.16%	27.65	8.28%
珞璜	重庆	2×360+2×360+2×600	2640	60%	1584	24.87	32.47	-23.41%	28.05	-11.34%
岳阳	湖南	2×362.5+2×300	1325	55%	729	11.25	20.01	-43.78%	14.07	-20.04%
井冈山	江西	2×300	600	100%	600	6.75	8.02	-15.84%	8.34	-19.06%
平凉	甘肃	4×300	1200	65%	780	14.06	23.74	-40.78%	15.2	-7.50%
福州	福建	4×350	1400	100%	1400	19.21	20.4	-5.83%	22.77	-15.63%
上安	河北	2×300+2×350+2×600	2500	100%	2500	23.45	16.28	44.04%	35.16	-33.30%
汕头燃煤	广东	2×300+1×600	1200	100%	1200	13.87	18.9	-26.61%	17.7	-21.64%
太士能源	新加坡	2×600+4×367.5	2670	100%	2670	20.77	24.52	-15.32%	23	-9.70%
境内总计						418.24	461.03	-9.28%	442.99	-5.59%
总计						439.01	485.55	-9.59%	465.99	-5.79%
境内总计（剔除日照二期）						405.06	461.03	-12.14%	442.99	-8.56%
总计（剔除日照二期）						425.83	485.55	-12.30%	465.99	-8.62%

图表 2 华能国际 09 年 1 季度分地区发电量

华能国际装机的区域分布		09Q1 (亿 千瓦时)	08Q4 (亿千瓦时)	QoQ (%)
东部沿海	辽宁	47.1	51.11	-7.85%
	江苏	71.61	68	5.31%
	山东	68.41	58.95	16.05%
	上海	35.8	30.44	17.61%
	浙江	42.53	54.68	-22.22%
	福建	19.21	22.77	-15.63%
	广东	13.87	17.7	-21.64%
内陆地区	山西	9.39	10.87	-13.62%
	河南	29.94	27.65	8.28%
	重庆	24.87	28.05	-11.34%
	湖南	11.25	14.07	-20.04%
	江西	6.75	8.34	-19.06%
	甘肃	14.06	15.2	-7.50%
	河北	23.45	35.16	-33.30%

附表 1 华能国际盈利预测表

单位 (万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表					
营业收入	5,043,461	6,782,514	8,013,952	8,715,468	9,053,983
减: 营业成本	4,094,307	6,687,630	6,915,752	7,270,966	7,523,355
营业税金	15,111	10,639	51,553	84,255	110,916
营业费用	0	251	148	161	167
管理费用	152,403	185,493	212,370	230,960	239,931
财务费用	193,909	362,442	394,133	403,812	408,530
加: 投资收益	134,106	18,483	58,000	65,000	66,000
营业利润	712,468	-460189.73	497996.59	790,314	837,083
加: 营业外净支出	26519.2552	16885.41	8709.62	8709.617682	8709.617682
利润总额	738,987	-443304.32	506706.21	799,024	845,793
减: 所得税	97,226	-21982.45	0.00	159,805	186,074
净利润	641,761	-421321.86	506706.21	639,219	659,719
归属于母公司所有者的净利润	599,706	-370122.98	473516.95	597,350	616,507
少数股东损益	42,055	-51198.88	33189.26	41,869	43,212
EPS (元/股票)	0.50	-0.31	0.38	0.50	0.51
资产负债表					
货币资金	753,276	576,587	681,273	740,910	769,687
应收利息	225	201	2,264	2,643	305
应收帐款	620,138	712,824	913,816	954,891	1,012,194
其他应收款	28,176	42,398	50,096	54,481	56,597
存货	231,929	516,985	463,187	524,529	523,309
长期股权投资	851,105	874,500	918,225	964,137	1,012,343
固定资产	8,894,568	11,642,449	12,210,809	15,096,521	14,900,452
无形资产	232,167	680,089	612,080	544,071	476,062
总资产	12,213,935	16,457,749	17,297,835	20,305,425	20,205,523
短期借款	1,167,040	2,874,549	2,135,024	1,476,608	1,566,369
一年内到期的非流动负债	421,952	654,542	813,328	1,101,645	1,316,602
应付帐款	201,723	299,791	320,918	329,438	344,993
应交税金	95,533	42,046	49,680	54,029	56,128
其他流动负债	522,804	588,274	610,852	630,488	638,328
长期借款	3,343,865	5,902,718	7,197,422	10,012,852	8,767,692
其他非流动负债	46,972	141,024	51,296	16,560	2,414
负债	7,137,361	12,301,486	12,547,227	14,873,730	14,070,899
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1,205,538	1,205,538	1,205,538	1,205,538	1,205,538
资本公积	1,070,053	866,942	866,942	866,942	866,942
未分配利润	1,722,142	991,386	664,905	728,827	794,799
所有者权益	5,076,574	4,157,280	4,750,619	5,431,707	6,134,637
负债及所有者权益	12,213,935	16,458,766	17,297,846	20,305,437	20,205,536
现金流量表					
经营活动产生现金流	1,222,140	518,589	821,025	1,518,327	2,198,010
投资活动产生现金流	-1,736,088	-4,795,707	-2,545,725	-2,734,911	-2,142,207
融资活动产生现金流	922,744	4,125,529	1,829,386	1,276,220	-27,025
现金净增 (减)	408,796	-151,588	104,686	59,637	28,777

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014