

电力行业

报告原因：年报点评

2009 年 4 月 9 日

市场数据：2009 年 4 月 9 日

收盘价（元）	4.83
一年内最高/最低（元）	12.4/2.38
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值（百万元）	

基础数据：2009 年 4 月 9 日

每股净资产（元）	1.83
资产负债率%	
总股本/流通 A 股（亿）	60.2/14.4
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

华电国际(600027)

中性 A

扩张正逢行业盈利低谷，承担巨大财务压力

公司研究

盈利预测：

单位：亿元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产收 益率	市盈率
2007A	204	32.68	12.3	1.16	0.20	8.81	8.82	23
2008A	319	38.68	-25.6	-287	-4.3	-10.7	-19.21	-
2009E	337	5.3	11.9	147	0.20	4.6	6.2	24
2010E	354	5.0	15.7	32	0.26	7.23	8.2	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **公司亏损超出市场预期：**公司 08 年实现营业收入 319.6 亿元，营业成本 309.9 亿元，分别同比上涨 32%、59%，实现归属于母公司所有者的利润-25.6 亿元，同比下降 288%，超出市场预期。主要原因是四季度财务费用降幅低于预期以及四季度出于审慎原则，公司增加未确认为递延所得税资产的暂时性差异 6.2 亿元。

● **发电小时远好于平均水平：**2008 年公司燃煤发电机组利用小时完成 5,027 小时，同比增长 274 小时，同比增长 5.7%，远好于全国平均水平的-8%。公司 2009 年力争燃煤机组平均利用小时数力争完成约 4700 小时，该目标意味发电小时同比下降 3.5%，预计显著好于行业平均水平，由于公司机组主要位于山东地区，当地供需形势较好，预计如果经济能够逐步好转达到该目标是大概率事件。

● **08 年公司煤炭成本上涨近 40%，预计 09 年降幅超 10%：**公司单位发电燃料成本为 0.249 元/千瓦时，同比增长 38.38%。剔除供电煤耗下降因素，测算公司燃料成本上涨约 40%。按照合同煤占比 50%的假设测算，我们预计公司 09 年煤炭成本较 08 年下降-12.45%左右（详见下文）

● **2007-2008 年投产机组较多，正当行业盈利低谷：**公司 2007 年投产装机容量 659 万千瓦；2008 年投产装机容量 124 万千瓦，2007-2008 年公司装机容量增长较快。机组投产后财务费用将要损益化直接计入当期损益，而 2007-2008 年行业盈利由于政策原因逐步恶化，使得公司新投产机组回收投资减慢，在巨大的财务费用压力下盈利能力被严重侵蚀。

● **投资建议：**在我们的假设下公司 2009-2010 年分别实现每股收益 0.20 元、0.26 元，对应动态市盈率分别为 24 倍、18 倍；公司 09、10 年的市净率分别为 2.4 倍和 2.1 倍，估值较为合理。考虑到公司 07-08 年集中投产机组较多，行业盈利低谷造成投资回收较差，财务压力较大，未来用电需求是否以及多大幅度的回暖仍需观察，如若中短期当地发电小时不能有效回升，投资回收期有可能再次延长，进而对公司的经营业绩和偿债能力产生一定的不利影响，故给予“中性 A”的投资评级。

一、公司业务及盈利概况

- **公司亏损超出市场预期：**公司08年实现营业收入319.6亿元，营业成本309.9亿元，分别同比上涨32%、59%，实现归属于母公司所有者的利润-25.6亿元，同比下降288%，超出市场预期。主要原因是财务费用和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。
- **发电小时远好于平均水平：**2008 年公司完成发电量1,006.76 亿千瓦时，同比增长27.12%；公司燃煤发电机组利用小时完成5,027 小时，同比增长274 小时，同比增长5.7%，远好于全国平均水平的-8%。主要有：1、公司主要机组分布在山东地区，而当地供需相对平衡，发电小时较为稳定。2、公司多数为大参数、大容量机组，在调度中占绝对优势。
- **09年发电目标显著好于平均水平：**公司2009 年力争完成发电量约1,000 亿千瓦时，公司燃煤机组平均利用小时数力争完成约4,700小时，该目标意味发电小时同比下降3.5%，预计显著好于行业平均水平（1-2 月份火电发电小时平均下降15%，我们预计09 年火电发电小时下降10%左右），显示出公司对09年发电小时较为乐观，由于公司机组主要位于山东地区，当地供需形势较好，预计如果经济能够逐步好转达到该目标是大概率事件。
- **财务费用涨幅较高：**2008年公司发生财务费用29.65 亿元，比去年上涨78.09%，主要是新机组投产后的利息损益化所致，以及国家调息导致利息增加。
- **上网电价上调情况：**受全国电煤价格大幅上涨影响，2008 年7、8 月，国家发改委先后两次调整了燃煤发电机组上网电价。根据调整方案，公司平均上网电价（含增值税）两次调价合计上调3.973 分/千瓦时，涨幅约10.64%（按装机容量加权平均计算）。
- **谨慎处理亏损引起的递延所得税资产，未来可能增厚收益：**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。税法规定，企业某一纳税年度发生的亏损可以用下一年度的所得税弥补，下一年度不足以弥补的，可以逐年延续弥补，但最长不得超过5年。预计2009-2013年行业应该可以盈利，2008年末计提的6.2亿递延所得税的暂时性差异未来可能可以确认，预计增厚每股收益约0.1 元。
- **2007-2008年投产机组较多，正当行业盈利低谷：** 公司2007年投产装机容量659万千瓦；2008年投产装机容量124万千瓦，2007-2008年公司装机容量增长较快。机组投产后财务费用将要损益化直接计入当期损益，而2007-2008年行业盈利由于政策原因逐步恶化，使得公司新投产机组收回投资减慢，在巨大的财务费用压力下盈利能力被严重侵蚀。

图1：08年公司单季度财务费用

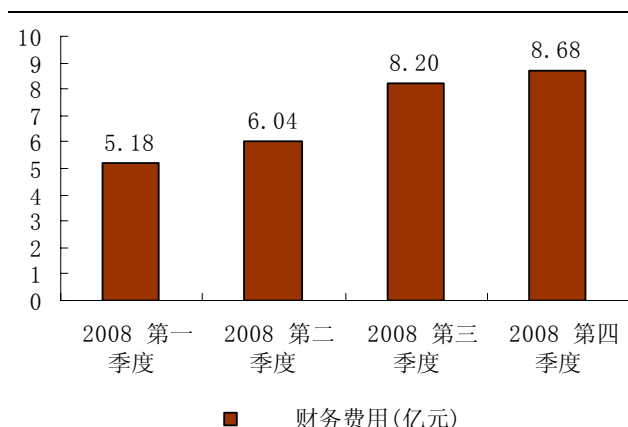
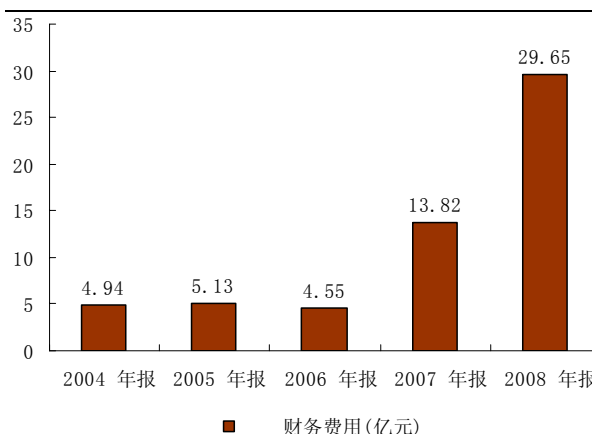
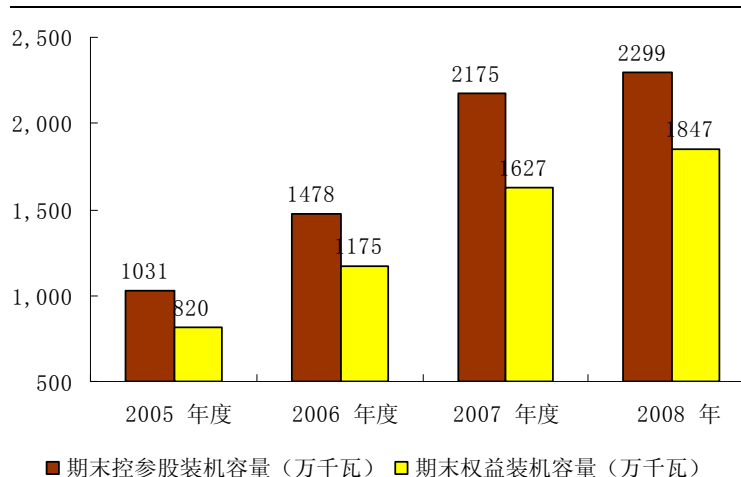


图2：公司近几年财务费用情况



资料来源：山西证券

图3近几年公司装机容量增长情况



资料来源：山西证券

二、09 年公司煤炭价格分析

- **燃料成本上涨40%：**2008 年度公司发生营业成本为309.94 亿元。其中煤炭成本226.89 亿元，占总成本的73.21%；单位发电燃料成本为0.249 元/千瓦时，同比增长38.38%。公司全年供电标准煤耗完成333.25 克/千瓦时，比去年降低5.9克/千瓦时，下降1.73%，主要是大机组容量比例上升所致。剔除供电煤耗下降因素，测算公司燃料成本上涨约40%。
- **市场煤09年1季度基本回到08年一季度水平：**从秦皇岛市场煤不含税价格走势来看，09年一季度煤炭价格基本回到08年一季度水平（同比下降-1.98%）。
- **市场煤价格09年一季度环比下降超过20%：**根据我们测算，09年1季度市场煤平均价格（490元/吨）较08年四季度（621元/吨）环比下降

-21.03%。

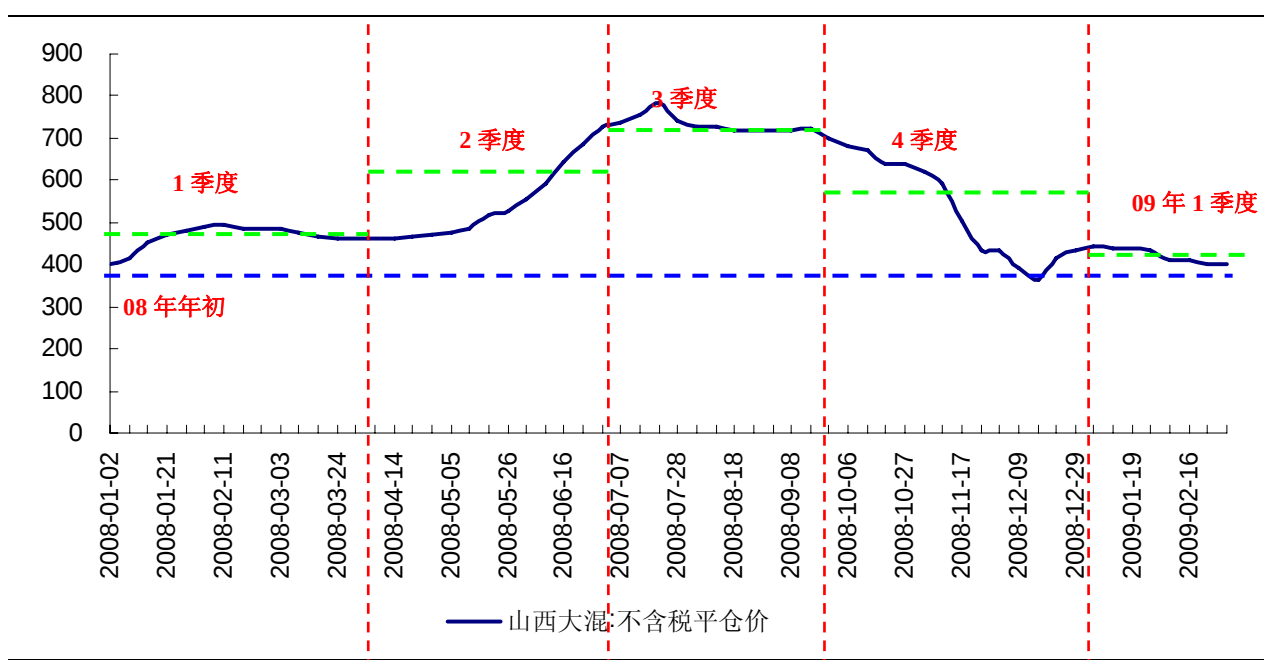
- **市场煤09年一季度均价较08年全年均价同比下降23%：**经我们测算市场煤09年一季度均价（490元/吨）较08年全年均价（638元/吨）同比下降23%，预计未来市场煤价可能还会有一定幅度的下降，09年市场煤均价较08年下降幅度在25%左右是大概率事件。
- **合同煤尚未签订，预计涨幅在5%左右：**目前重点合同煤尚未签订，但预计涨幅在5%以内。
- **公司09年煤炭成本测算，降幅超过10%：**按照合同煤占比50%的假设测算，如果市场煤较08年回落25%，合同煤上涨5%，预计公司09年煤炭成本较08年下降幅度在13%左右。

表1：市场煤价格分季度同比环比比较

指标名称	08年一季度	08年二季度	08年三季度	08年四季度	09年一季度
山西优混平仓价不含税价	500.31	620.49	811.58	621.00	490.38
环比涨幅	18.27%	24.02%	30.80%	-23.48%	-21.03%
同比涨幅	21.34%	57.39%	98.90%	46.81%	-1.98%

资料来源：山西证券 Wind 测算方法：按周平均

图2：2008年秦皇岛山西大混不含税价格走势（分季度煤炭平均价格）



资料来源：山西证券 Wind

三、盈利预测

- **假设：**1、2008年单位燃料成本下降13%；2009年单位燃料成本同比下降3%；2、2008年发电小时4700小时，2009年同比增长5%；3、2009年公司有效税率4%，考虑到08年亏损的递延所得税资产可能得以确认。

- **盈利预测结果：**在我们的假设下公司2009-2010年分别实现每股收益0.20元、0.26元，回升幅度较大。
- **公司业绩对煤价极为敏感：**我们测得公司2009年对煤炭的敏感度为-14.12%，即煤价下降1%，公司业绩上涨14.12%；我们测得公司2009年对发电小时的敏感度为7.45%，及发电小时上涨1%，公司业绩上涨7.45%。

表 2：盈利预测主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E
发电量（亿千瓦时）	703	1007	1010	1061
上网电量（亿千瓦时）	654	936.23	939	986
平均电价（元/千瓦时）	0.3133	0.3414	0.3584	0.3584
平均燃料成本（元/千瓦时）	0.1900	0.2490	0.2166	0.2117
厂电利用率	6.97%	7.03%	7%	7%

资料来源：山西证券

表 3：盈利预测

单位：百万元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
营业收入	20,492.46	31,960.78	33668.86	35352.31
毛利	19.32%	3.03%	17.19%	19.54%
营业成本	16,533.17	30,993.92	27879.63	28445.48
营业税金及附加	207.9	227.94	240.12	252.13
销售费用			0	0
管理费用	687.79	1,099.13	1,200.00	1,300.00
财务费用	1,381.91	2,965.13	2800	2800
资产减值损失	7.41	11.05	0	0
公允价值变动净收益			0	0
投资净收益	130.61	-77.61	0	0
营业利润	1,804.89	-3,414.00	1,549.11	2,554.69
营业外收入	26.56	275.55	0	0
营业外支出	8.5	24.06	0	0
利润总额	1,822.95	-3,162.51	1,549.11	2,554.69
所得税	275.94	-118.35	61.96	587.58
净利润	1,547.01	-3,044.16	1,487.15	1,967.11
少数股东损益	320.74	-486.07	297.43	393.42
归属于母公司所有者的净利润	1,226.27	-2,558.10	1,189.72	1,573.69
基本每股收益(元)	0.204	-0.425	0.20	0.26

资料来源：山西证券

表 4：公司业绩敏感性系数

	2009	2010
电价敏感性	21.57%	12.07%
燃料成本敏感性	-14.12%	-8.07%
发电小时敏感性	7.45%	4.71%

资料来源：山西证券

四、公司09年业绩的弹性测算及分析

- 按照公司09年发电量目标4700小时，在煤价回落13%则每股收益可恢复至0.20元；回落15%则每股收益恢复到0.26元。
- 公司发电小时可能较目标出现一定幅度的偏差，预计偏差幅度在-5%-5%之间，我们均对相应煤价变化进行了敏感性测试，见下表5。
- 我们认为09年公司平均标煤价格下降13%是大概率事件，如果宏观经济下半年能够好转，公司发电小时实现预定目标4900小时也是较为可能的，在该种情况下公司的每股收益约为0.20元。
- 在较为悲观的情况（发电小时偏差3%；煤价下降10%）的情况下，公司每股收益约0.06元，我们认为不出现其他突发事件，这是公司09年业绩的底线。

表 5：敏感性测试

		发电小时				
		4935 (+5%)	4841 (+3%)	4700	4695 (-3%)	4465 (-5%)
煤价	-15%	0.34	0.31	0.26	0.22	0.19
	-13%	0.27	0.24	0.2	0.15	0.12
	-10%	0.17	0.14	0.01	0.06	0.03
	-5%	0	-0.02	-0.06	-0.1	-0.12

资料来源：山西证券

注：发电小时根据公司目标发电情况偏差进行测试

五、投资建议：

- 在我们的假设下公司2009-2010年分别实现每股收益0.20元、0.26元，对应动态市盈率分别为24倍、18倍；公司09、10年的市净率分别为2.4倍和2.1倍，估值较为合理。
- 考虑到公司07-08年集中投产机组较多，行业盈利低谷造成投资回收期差，财务压力较大，未来用电需求是否以及多大幅度的回暖仍需观察，如若中短期当地发电小时不能有效回升，投资回收期有可能再次延长，进而对公司的经营业绩和偿债能力产生一定的不利影响，故给予“中性A”的投资评级。

六、投资风险

- **煤炭市场风险：**2009 年电煤重点合同尚未签订，煤炭市场存在不确定性和不稳定性，煤炭的稳定供应和煤炭价格会出现新的问题和挑战。
- **利率上调风险：**公司目前资产负债率高达80%，面临巨大的财务费用压力，如果下半年出现流动性过剩，国家可能上调利率，对公司的盈利造成较大影响。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。