

电力行业

报告原因：年报点评

2009 年 4 月 1 日

市场数据：2009 年 4 月 1 日

收盘价（元）	8.03
一年内最高/最低（元）	19.2/4.26
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值（百万元）	

基础数据：2009 年 4 月 1 日

每股净资产（元）	3.01
资产负债率%	74.74%
总股本/流通 A 股（亿）	121/28.8
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

华能国际（600011）

增 持

09 年业绩回升确定 具备长期投资价值

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	504	13.5	64.17	1.24	0.5	14	13	16
2008A	678	34.8	-42.1	-161	-0.31	-0.6	-10.2	-
2009E	725	6.8	236	216	0.36	0.83	8	22
2010E	778	7.3	285	52.4	0.54	0.12	10	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

●08 年公司经营业绩：08 年公司境内电厂累计完成发电量 1,846 亿千瓦时，同比增长 6.3%；实现收入 678 亿元，同比增长 35%；归属母公司所有者亏损额为 37 亿元，同比减少 162%，对应每股收益-0.31 元。

●煤炭成本及财务费用严重侵蚀公司利润：2008 年归属母公司所有者亏损额为 37 亿元，同比减少 162%，主要源于煤价上涨和电价滞后调整。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。

●四季度业绩环比出现较大幅度回升：四季度公司业绩较三季度环比显著回升，毛利率又第三季度的-5.87%回升到第四季度 3.6%。经测算四季受用电需求下降影响收入下降 8%，但成本下降约 17%，四季度公司燃料压力减小。

●08 年公司煤炭成本上涨近 50%，预计 09 年降幅超 10%：经我们测算公司 08 年标煤价格在 750 元左右，较 06 年上升了近 50%。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%（详见下文）。

●盈利预测：我们认为 09 年公司平均标煤价格下降 10%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 09 年的每股收益约为 0.36 元。

●长期价值分析：由于目前火电行业发电小时处于历史低位，盈利虽然较 08 年有很大好转，但仍不能恢复到历史正常水平。了测算公司的长期价值，我们假设公司发电小时 5500 小时，按目前的电价和煤价（标煤价格 675 元/吨）测算对应每股收益约 0.6，给予 20 倍 PE，公司长期每股价值约 12 元，公司具备长期投资价值。

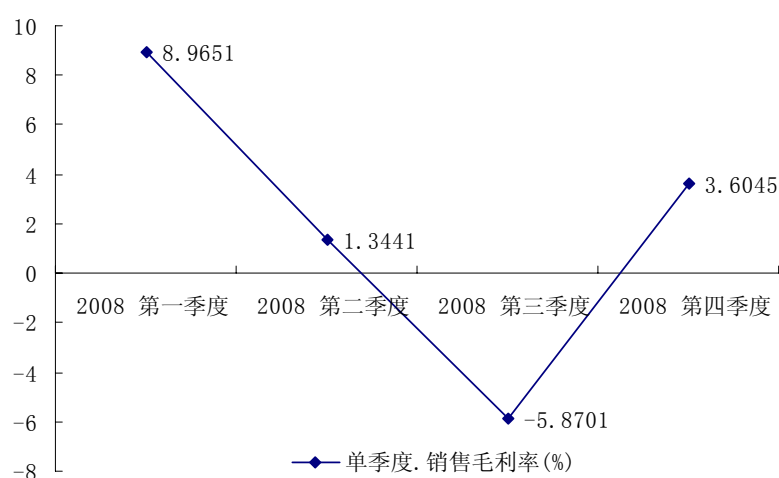
●投资建议：公司 09 年每股收益实现 0.36 元的情况下，对应动态市盈率为 22 倍，目前 PB 约为 2.5 倍，估值基本合理，鉴于公司是火电行业龙头，对煤价极其敏感，一旦煤价出现超预期下跌，公司业绩将出现较大幅度反弹，此外考虑到公司的长期投资价值，给予“增持”的投资评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

一、公司业务及盈利概况

- **08年出现较大幅度亏损：**08年公司境内电厂累计完成发电量1,846亿千瓦时，同比增长6.3%；实现收入678亿元，同比增长35%；归属母公司所有者亏损额为37亿元，同比减少162%，对应每股收益-0.31元。
- **收入增长源于新电厂投产及新并表公司：**收入增长34%，其中一半以上来源于中新电力的并表贡献，其余来自电量（新电厂投产）与电价的提升。
- **煤炭成本及财务费用严重侵蚀公司利润：**2008年归属母公司所有者亏损额为37亿元，同比减少162%，主要源于煤价上涨和电价滞后调整。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。
- **四季度业绩环比出现较大幅度回升：**四季度公司业绩较三季度环比显著回升，毛利率又第三季度的-5.87%回升到第四季度3.6%。经测算四季受用电需求下降影响收入下降8%，成本下降约17%。但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。
- **装机容量增长较快：**截至08年年底权益装机达到3920万千瓦，07年同期为3211万千瓦，增长22%，主要有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。公司09年计划投产371.2万千瓦装机，同比08年增长约10%。
- **公司09年经营目标：**公司力争全年境内发电量达到1900亿千瓦时（08年为1846），对应公司燃煤机组平均利用小时数4900小时；09年计划投产371.2万千瓦装机，同比08年增长约10%。

图1：公司单季度毛利率情况



资料来源：山西证券

表1：公司在建电厂情况

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)
汕头电厂海门项目	燃煤	200	100%	200
金陵二期	燃煤	100	60%	60
井冈山二期	燃煤	60	100%	60
营口热电	燃煤	60	100%	60
永州湘祁	水电	8	100%	8
合计		564		524

资料来源：山西证券

二、09 年公司煤炭价格分析

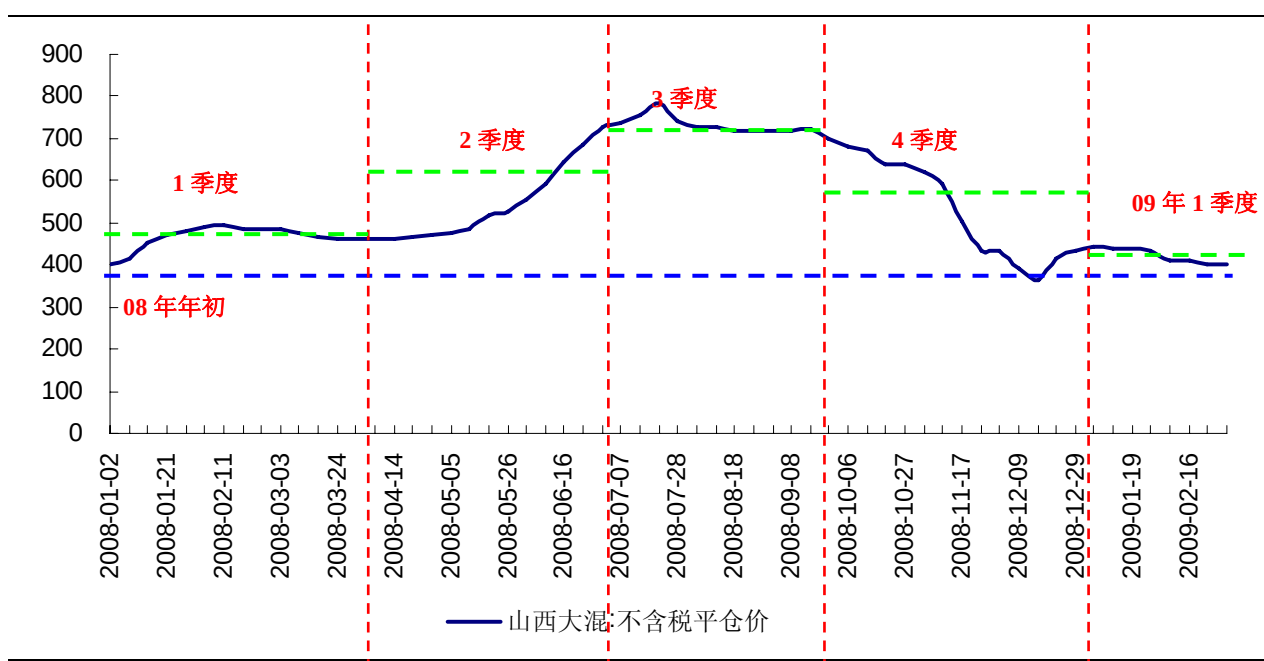
- **08年公司煤炭成本上涨近50%：**经我们测算公司08年标煤价格在750元左右，较06年上升了近50%。
- **市场煤09年1季度基本回到08年一季度水平：**从秦皇岛市场煤不含税价格走势来看，09年一季度煤炭价格基本回到08年一季度水平（同比下降-1.98%）。
- **市场煤价格09年一季度环比下降超过20%：**根据我们测算，09年1季度市场煤较08年四季度环比下降-21.03%。
- **合同煤尚未签订，预计涨幅在5%左右：**目前重点合同煤尚未签订，但预计涨幅在10%以内。
- **市场煤09年一季度均价较08年全年均价同比下降23%：**经我们测算市场煤09年一季度均价较08年全年均价同比下降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。
- **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，公司09年煤炭成本较08年下降-12.45%。

表2：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、公司 09 年业绩的弹性测算及分析

- 按照公司09年发电量指引4900小时对应1900亿千瓦时发电量，如煤价回落10%则每股收益可恢复至0.36元；回落15%则每股收益恢复到0.51。
- 我们认为发电小时是09年中性偏乐观的业绩预期，预计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3%-8%之间，我们均对相应煤价变化进行了敏感性测试，见下表。
- 我们认为09年公司平均标煤价格下降10%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0.36元。
- 在较为悲观的情况（发电小时偏差8%；煤价下降10%）的情况下，公司每股收益约0.2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。

图3：华能国际业绩敏感性测试

		发电小时				
		5047 (+3%)	4900	4753 (-3%)	4655 (-5%)	4373 (-8%)
煤价变动	-20%	0.74	0.67	0.6	0.55	0.48
	-15%	0.58	0.51	0.45	0.41	0.34
	-10%	0.42	0.36	0.30	0.26	0.20
	-5%	0.26	0.20	0.15	0.11	0.05

资料来源：山西证券

四、长期价值分析

- **行业仍处盈利低点：**由于目前火电行业发电小时处于历史低位，盈利虽然较08年有很大好转，但仍不能恢复到历史正常水平。
- **公司长期投资价值测算：**为了测算公司的长期价值，我们假设公司发电小时5500小时，按目前的电价和煤价（标煤价格675元/吨）测算对应每股收益约0.6，给予20倍PE，公司长期每股值约12元，公司长期投资价值可期。

五、投资评级

- 在公司09年每股收益实现0.36元的情况下，对应动态市盈率为22倍，目前PB约为2.5倍，估值基本合理，鉴于公司是火电行业龙头，为对煤价极其敏感，一旦煤价出现超预期下跌，公司业绩将出现较大幅度反弹，故给予“增持”的投资评级。

六、业绩测算

预测假设

- 发电小时4900小时
- 标煤价格较08年下降10%

表4：主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E
发电量（亿千瓦时）	1633	1846	1900	1938
发电量增速	2%	13%	1%	2%
平均电价（元/千瓦时）	0.325	0.386	0.401	0.401
平均标煤电价（元/吨）	525	750	675	650
供电煤耗（克/千万时）			330	330
平均燃料成本（元/千瓦时）	0.19	0.25	0.22275	0.2145
厂电利用率			5%	5%

资料来源：山西证券

表5：利润表

单位：百万元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
营业收入	50,434.61	67,825.14	72459.92	77799.07
毛利	18.82%	1.40%	15.37%	19.70%
营业成本	40,943.07	66,876.30	61322.50	62470.10
营业税金及附加	151.11	106.39	110	110
销售费用		2.51	0	0
管理费用	1,524.03	1,854.93	2,000.00	2,500.00
财务费用	1,939.09	3,624.42	3000	3000
资产减值损失	-6.48	92.67	0	0
公允价值变动净收益	-100.18	-54.66	0	0
投资净收益	1,341.06	184.83	0	0
营业利润	7,124.68	-4,601.90	6,027.42	9,718.97
营业外收入	303.21	294.62	0	0
营业外支出	38.02	125.77	0	0
利润总额	7,389.87	-4,433.04	6,027.42	9,718.97
所得税	972.26	-219.82	1205.48	2429.74
净利润	6,417.61	-4,213.22	4,821.94	7,289.23
少数股东损益	420.55	-511.99	500	700
归属于母公司所有者的净利润	5,997.06	-3,701.23	4,321.94	6,589.23
基本每股收益(元)	0.5	-0.31	0.36	0.54

资料来源：山西证券

七、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。

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。