

日期：2009 年 9 月 24 日

行业：电力行业



牛品

021-53519888-1911

niupin@sigchina.com

## 火电龙头业绩弹性突出

### 基本数据 (Y09H1)

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 报告日股价 (元)         | 7.19      |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 9.70/5.47 |
| 总股本 (百万股)         | 12055.38  |
| 无限售 A 股/总股本       | 49.22%    |
| 流通市值 (百万元)        | 42663.00  |
| 每股净资产 (元)         | 3.19      |
| PBR (X)           | 2.25      |
| DPS (Y09 中期, 元)   | 无         |

### 主要股东 (Y09H1)

|               |        |
|---------------|--------|
| 华能国际电力开发公司    | 42.03% |
| 中国华能集团公司      | 8.92%  |
| 河北省建设投资公司     | 5.00%  |
| 江苏省投资管理有限责任公司 | 3.45%  |

### 收入结构 (Y09H1)

|      |        |
|------|--------|
| 电力生产 | 98.99% |
|------|--------|

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: NP09-CI07

### ■ 报告目的:

我们近期对公司进行了调研, 主要了解公司发电量情况、合同煤情况以及未来电价是否有上调空间等情况。

### ■ 主要观点:

#### 发电设备利用小时好于全国平均水平

从实际运行情况看, 公司机组的发电设备利用小时数高于本地平均水平, 我们预计公司全年发电设备利用小时数可以达到 4900 小时, 好于全国平均水平 (4550 小时)。

#### 动力煤供应宽松, 加大海外煤利用程度

上半年公司使用的合同煤量达 55.5%, 标煤单价 686.88 元/吨, 单位燃料成本下降 2.63%。09 年公司加大海外煤进口力度, 签订海外合同煤 1000 万吨, 占东南沿海电厂用煤量的 1/4 左右, 上半年进口煤实际使用量 381.5 万吨。我们认为, 国内动力煤供应总体宽松, 公司仍有大量海外煤合同可供使用, 预计下半年毛利率可与上半年持平。

#### 短期电价难言上调, 公司积极参与煤矿整合

我们认为, 销售电价和上网电价仍存在上调的空间, 但鉴于维稳需求, 短期内上调可能性不大。由于输配电价形成机制不完善等原因, 大用户直购电难以在全国范围内推广。公司通过参股煤矿等方式, 力争在 2010 年煤炭可控供应能力达到 5000 万吨/年。

### ■ 投资建议:

公司市盈率低于行业平均水平相当, 维持公司“跑赢大市”评级。

### ■ 风险因素

公司重点合同煤尚未签订, 动力煤价格仍存在不确定性。

### ■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2007A     | 2008A     | 2009E     | 2010E     |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入                | 50,434.61 | 67,825.14 | 73,800.79 | 84,206.70 |
| 年增长率 (%)            | 13.50     | 34.48     | 8.81      | 14.10     |
| 归属于母公司的净利润          | 5,997.06  | -3,701.23 | 3,959.27  | 4,495.52  |
| 年增长率 (%)            | 24.38     | 1.24      | 106.97    | 13.54     |
| 每股收益 (元)            | 0.50      | -0.00     | 0.33      | 0.37      |
| PER (X)             | 14.38     | -23.97    | 21.79     | 19.43     |

注: 有关指标按最新总股本为 12055.38 百万股计算

## 一、公司现有业务情况

### 1、发电设备利用小时数好于全国平均水平

2009 年上半年公司发电量同比下降 5.84%。其中，境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 861.07 亿千瓦时，同比下降 5.84%，主要原因是国内用电需求降低，以及新机组投产导致发电利用小时下降。大士能源累计完成发电量 47.23 亿千瓦时，同比下降 6.33%。

我们预计 09 年全国发电量同比增长 3%，全年发电设备利用小时数为 4350 小时，其中火电发电设备利用小时数为 4550 小时。上半年公司各地机组的发电设备利用小时数好于当地平均发电设备利用小时数，我们预计公司全年发电设备利用小时数可以达到 4900 小时，好于全国平均水平。

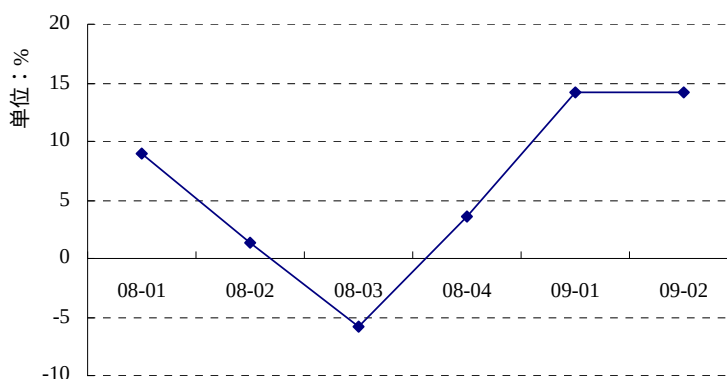
### 2、国内煤炭供应宽松，加大海外煤进口力度

尽管公司的重点合同煤尚未签订，但动力煤供应平稳。上半年公司合同煤价 512.43 元/吨，市场煤价 529 元/吨，合同煤量占比 55.5%，标煤税后单价为 686.66 元/吨。

华南、华东地区今年加大了进口煤力度，上半年公司签订海外合同煤 1000 万吨，占华东、华南地区实际用煤量的 1/4 左右。上半年公司实际使用进口煤 381.5 万吨，下半年将根据国内外煤炭价格情况继续加大使用进口煤。

我们预计，下半年煤炭供给仍处于宽松状态，而公司尚有很大一部分海外合同煤可供使用，预计公司毛利率可保持在二季度水平。

**图 1 华能国际近两年毛利率情况**



资料来源：公司定期报告 上海证券研究所

### 3、电价短期内难言上调

08年下半年，公司境内业务上网电价分别提高 19.32 元/千千瓦时、22.51 元/千千瓦时，上半年公司境内业务的平均结算电价为 415.97 元/千千瓦时，比上年同期提高 49.43 元/千千瓦时。我们认为，上网电价仍有上调空间，但鉴于近期维稳需求，电价短期内难以上调。

对于国家积极推行的大用户直购电政策，由于输配电价不成熟，目前很难在全国范围内推广。

### 4、装机容量继续快速增长

公司在建装机容量 1750 万千瓦，预计今年将投产 409.2 万千瓦机组，包括：海门电厂 2\*103.6 万 KW、金陵二期 1\*103 万 KW、井冈山二期 1\*66 万 KW、营口热电 1\*33 万 KW。

根据公司规划，2010 年公司装机容量将达到 6000 万千瓦，比现有装机容量增长 46.52%。

### 5、积极参股煤矿，加强煤炭供应能力控制

根据华能集团长期规划，2010 年华能集团煤炭产能达到 6000 万吨，华能国际计划 2010 年可控煤炭供应能力达到 5000 万吨。除公司自有煤矿外，还可充分利用华能集团的资源。

公司主要参股两个煤矿：一是山西西山晋兴能源公司，股权比例为 10%；二是阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司，股权比例 49%。

表 1 我国水电在建设规划

| 参股公司         | 煤矿项目 | 股权比例 | 煤矿产能                                 |
|--------------|------|------|--------------------------------------|
| 山西西山晋兴能源公司   | 斜沟煤矿 | 10%  | 一期 1000 万吨/年，二期 500 万吨/年             |
| 阳泉煤业集团       | 兴县煤矿 | 10%  | 1000 万吨/年，2*13.5 万 KW 和 2*60 万 KW 电厂 |
| 华能煤电投资有限责任公司 | —    | 49%  | —                                    |

资料来源：公司报告 上海证券研究所

### 6、所得税抵扣政策尚未用足

08 年公司确认递延所得税 13.8 亿元，未确认部分为 24.56 亿元。其中全资电厂可抵扣所得税金额为 6.58 亿元，控股电厂可抵扣所得

税金额为 7.98 亿元。上半年全资电厂可抵扣部分全部用完，控股电厂因部分电厂仍有亏损，上半年尚未抵扣完毕。

## 二、投资建议

### 1、公司业绩、估值及投资策略

预计 2009 年、2010 年公司可以实现营业收入 738.01 亿元、842.07 亿元，同比增长 8.81%、14.10%；实现归属母公司所有者净利润 39.59 亿元、44.96 亿元，同比增长 33.98%、13.54%，实现每股收益 0.33 元、0.37 元。公司 09 年、10 年动态市盈率为 21.79 倍、19.43 倍，市净率为 2.26 倍。

从行业内比较来看，公司估值低于行业平均水平，我们维持公司投资评级为：**未来六个月内，跑赢大市。**

### 2、风险因素

目前，公司动力煤重点合同仍未签订，煤价处于高位运行，煤炭市场依然存在不确定性和不稳定性，煤炭供应和煤炭价格可能会出现新的问题和挑战。

**附表 1 华能国际损益简表及预测（单位：百万元人民币）**

| 指标名称          | 2007 A    | 2008 A    | 2009 E    | 2010 E    |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入         | 50,434.61 | 67,825.14 | 73,800.79 | 84,206.70 |
| 营业成本          | 40,943.07 | 66,876.30 | 62,899.46 | 71,705.38 |
| 营业税金及附加       | 151.11    | 106.39    | 177.12    | 202.10    |
| 营业费用          | 0.00      | 2.51      | 0.00      | 0.00      |
| 管理费用          | 1,524.03  | 1,854.93  | 2,014.76  | 2,273.58  |
| 财务费用          | 1,939.09  | 3,624.42  | 4,870.85  | 5,473.44  |
| 资产减值损失        | -6.48     | 92.67     | -4.26     | 6.30      |
| 营业外收入         | -100.18   | -54.66    | -58.50    | 50.23     |
| 营业外支出         | 1,341.06  | 184.83    | 748.83    | 786.27    |
| 利润总额          | 303.21    | 294.62    | 260.18    | 286.20    |
| 所得税费用         | 38.02     | 125.77    | 53.15     | 61.12     |
| 净利润           | 7,389.87  | -4,433.04 | 4,735.97  | 5,613.79  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 972.26    | -219.82   | 236.80    | 505.24    |
| 少数股东权益        | 6,417.61  | -4,213.22 | 4,499.17  | 5,108.55  |
| 每股收益（元）       | 5,997.06  | -3,701.23 | 3,959.27  | 4,495.52  |

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 12055.38 百万股计

**附表 2 华能国际相对估值比较 (2009-9-23)**

| 公司名称          | 股票代码      | 股价    | EPS   |      |      | PE            |              |              | PBR         |
|---------------|-----------|-------|-------|------|------|---------------|--------------|--------------|-------------|
|               |           |       | 08A   | 09E  | 10E  | 08A           | 09E          | 10E          |             |
| 华能国际          | 600011.SH | 7.19  | -0.30 | 0.33 | 0.37 | -23.97        | 21.79        | 19.43        | 2.26        |
| 国投电力          | 600886.SH | 9.52  | 0.06  | 0.16 | 0.23 | 158.67        | 59.50        | 41.39        | 2.58        |
| 长江电力          | 600900.SH | 13.50 | 0.36  | 0.49 | 0.72 | 37.50         | 27.55        | 18.75        | 3.29        |
| 申能股份          | 600642.SH | 10.95 | 0.21  | 0.64 | 0.70 | 52.14         | 17.11        | 15.64        | 2.18        |
| 国电电力          | 600795.SH | 6.85  | 0.03  | 0.25 | 0.32 | 228.33        | 27.40        | 21.41        | 2.52        |
| 大唐发电          | 601991.SH | 9.19  | 0.07  | 0.14 | 0.21 | 131.29        | 65.64        | 43.76        | 4.27        |
| 粤电力A          | 000539.SZ | 7.82  | 0.01  | 0.28 | 0.30 | 782.00        | 27.93        | 26.07        | 2.38        |
| 华电国际          | 600027.SH | 5.01  | -0.42 | 0.21 | 0.28 | -11.93        | 23.86        | 17.89        | 2.60        |
| 桂冠电力          | 600236.SH | 7.48  | 0.02  | 0.13 | 0.28 | 374.00        | 57.54        | 26.71        | 2.85        |
| 广州控股          | 600098.SH | 6.20  | 0.17  | 0.28 | 0.31 | 36.47         | 22.14        | 20.00        | 1.53        |
| 深圳能源          | 000027.SZ | 11.86 | 0.47  | 0.80 | 0.76 | 25.23         | 14.83        | 15.61        | 2.16        |
| 建投能源          | 000600.SZ | 5.91  | 0.05  | 0.30 | 0.39 | 118.20        | 19.70        | 15.15        | 1.85        |
| 宝新能源          | 000690.SZ | 8.39  | 0.32  | 0.43 | 0.48 | 26.22         | 19.51        | 17.48        | 3.46        |
| 金山股份          | 600396.SH | 7.97  | 0.03  | 0.08 | 0.37 | 265.67        | 99.63        | 21.54        | 2.70        |
| <b>行业平均水平</b> |           |       |       |      |      | <b>157.13</b> | <b>36.01</b> | <b>22.92</b> | <b>2.62</b> |

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义               |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                    |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。