

电力

2009 年 9 月 25 日

华能国际(600011)

当前股价: 7.15 目标价: 8.1

盈利回升, 具备估值优势

投资要点:

- 作为装机规模最大的电力上市公司, 截至 2009 年 6 月 30 日, 公司拥有权益发电装机容量 3920 万千瓦, 可控装机容量 4094 万千瓦, 公司电厂广泛分布在辽宁、河北、河南、甘肃、山东、山西、江苏、浙江、江西、湖南、福建、广东、上海、重庆等全国 12 个省和 2 个直辖市; 在新加坡全资拥有一家营运电力公司。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%。虽然随着化德风电、甘肃风电、湘祁水电等电源项目陆续投产, 公司电源结构将有所优化。但公司电源结构仍相对单一, 火电占比较大, 对电煤依赖程度较高, 燃料成本的波动将对公司的盈利能力影响较大。
- 从发电机组运行水平看, 2008 年, 公司境内火电机组平均利用小时数为 5246 小时(不含燃机), 2009 年上半年为 2263 小时(不含燃机), 均高于全国火电平均水平, 体现出公司在发电资产质量、布局及营销等方面的优势。
- 05-08 年公司燃料成本持续上升, 而销售毛利率则持续下降, 在高煤价条件下, 成本优势成为维持盈利能力的关键因素, 公司电厂多分部在东南沿海, 燃料成本相对较高, 因此, 销售毛利率在五大发电公司中处于较低水平。为改善成本压力, 公司积极介入煤炭开采领域, 计划到 2010 年煤炭可控供应能力 5000 万吨/年; 港口煤炭储运、中转能力超过 4000 万吨/年, 煤炭海运能力超过 3000 万吨/年。公司对上游煤炭延伸的力度, 有利于平滑煤价涨跌对公司业绩的影响。目前公司主要参股两个煤矿: 山西西山晋兴能源公司、阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司。
- 09-11 年公司营业收入分别达到 677.66 亿、768.88 亿、885.20 亿, 实现每股收益分别为 0.38 元、0.41 元、0.55 元, 目前公司 2.19XPB 低于火电行业 2.6X 的平均 PB 水平, 09 年 24X 动态 PE 亦低于火电行业 27XPE 的平均水平, 维持“推荐”评级, 6 个月目标价位为 8.1 元。

研究员: 程鹏

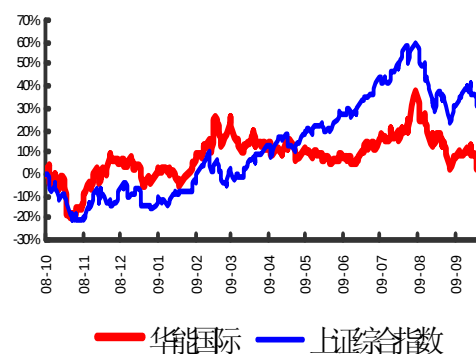
电话: 025-84457777-480

E-mail: mba05f1cp@hotmail.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

高煤价的最大受害者一年报点评

04/09

煤价回调助扭亏为盈—中报点评

09/09

一、发电装机全国布局

作为装机规模最大的电力上市公司，截至 2009 年 6 月 30 日，公司拥有权益发电装机容量 3920 万千瓦，可控装机容量 4094 万千瓦，全资拥有 17 家营运电厂、控股 13 家营运电力公司及参股 5 家营运电力公司。公司电厂广泛分布在辽宁、河北、河南、甘肃、山东、山西、江苏、浙江、江西、湖南、福建、广东、上海、重庆等全国 12 个省和 2 个直辖市；公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司。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%。

从发电机组运行水平看，2008 年，公司境内火电机组平均利用小时数为 5246 小时（不含燃机），2009 年上半年为 2263 小时（不含燃机），均高于全国火电平均水平，体现出公司在发电资产质量、布局及营销等方面的优势。

表格 1 公司在建项目一览表 单位：万千瓦、%、亿元

名称	装机容量	权益	投资总额	进展	预计投产时间
海门一期	2×104	100	92.1	核准	2009
井冈山二期	2×66	100	44.8	核准	2009
金陵二期	1×103	60	5	核准	2009
化德风电	4.95	99	52.4	核准	2009
甘肃风电	20	100	20.37	核准	2010
济宁热电	2×35	100	25.02	核准	2009-2010
营口热电	2×35	100	33.2	核准	2009-2010
湘祁水电	8	100	8.9	核准	2011
小计	611		311.49		

资料来源：华泰证券

虽然随着化德风电、甘肃风电、湘祁水电等电源项目陆续投产，公司电源结构将有所优化。但公司电源结构仍相对单一，火电占比较大，对电煤依赖程度较高，燃料成本的波动将对公司的盈利能力影响较大。

表格 2 2008 年公司与主要竞争对手基本情况 单位：万千瓦、亿千瓦时、亿元、%

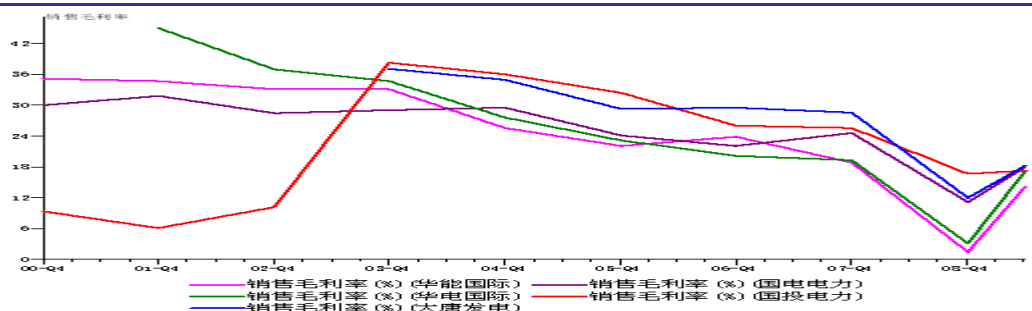
	华能国际	大唐国际	国电电力	华电国际
总装机容量	4094	2510	1361	2299
发电量	1846	1267	604	1007
营业收入	678	368	164	320
资产负债表	74.74	80.58	71.65	81.73

资料来源：华泰证券

二、电力龙头的燃煤之痛

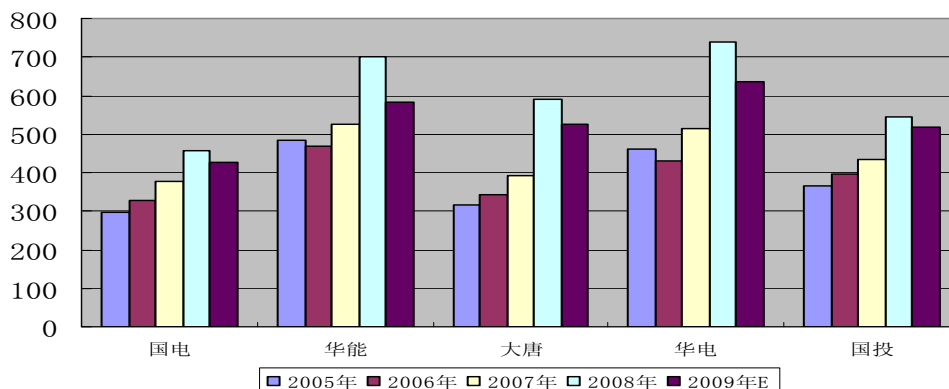
05-08 年公司燃料成本持续上升，而销售毛利率则持续下降，在高煤价条件下，成本优势成为维持盈利能力的关键因素，公司电厂多分部在东南沿海，燃料成本相对较高，因此，销售毛利率在五大发电公司中处于较低水平。

图表 1 五大电力上市公司销售毛利对比



资料来源: WIND、华泰证券

图表 2 五大电力上市公司标煤单价 单位: 元/吨



资料来源: 华泰证券

为改善成本压力, 公司积极介入煤炭开采领域, 计划到 2010 年煤炭可控供应能力 5000 万吨/年; 港口煤炭储运、中转能力超过 4000 万吨/年, 煤炭海运能力超过 3000 万吨/年。公司对上游煤炭延伸的力度, 有利于平滑煤价涨跌对公司业绩的影响。

目前公司主要参股两个煤矿: 山西西山晋兴能源公司、阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司。

表格 3 公司参股煤矿项目 单位: %、万吨

参股公司	权益	煤矿项目	产能
晋兴能源	10	斜沟煤矿 兴县煤矿	规划产能 2500 万吨, 2010 年供煤 1000 万吨
阳泉华能	49		2010 年供煤 5000 万吨

资料来源: 公司公告

三、盈利预测与评级

◆ 基本假设

- (1) 公司在建项目进展顺利, 如期投产;
- (2) 2009-2011 年下属电厂上网电价保持现行水平不变;
- (3) 2009 年公司发电量在 1846 亿千瓦时左右, 2010-2011 年火电机组利用小时同比上升 200-300 小时;
- (4) 2009 -2011 年标煤价格为 680 元/吨。

◆ 公司评级: 推荐

09-11 年公司营业收入分别达到 677.66 亿、768.88 亿、885.20 亿，实现每股收益分别为 0.38 元、0.41 元、0.55 元，目前公司 2.19XPB 低于火电行业 2.6X 的平均 PB 水平，09 年 24X 动态 PE 亦低于火电行业 27XPE 的平均水平，维持“推荐”评级，6 个月目标价位为 8.1 元。

。

表格 9 盈利预测 单位: 百万元

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	20018	19356	24600	32101	营业收入	67825	67766	76888	88520
现金	5766	6649	10200	15378	营业成本	66876	57307	64335	73028
应收账款	7128	7122	8081	9303	营业税金及附加	106	106	121	139
其它应收款	424	424	481	553	营业费用	3	0	0	0
预付账款	659	565	634	720	管理费用	1855	1853	2103	2421
存货	5170	3736	4254	5078	财务费用	3624	4774	4820	4851
其他	871	860	952	1068	资产减值损失	93	0	0	0
非流动资产	144569	149267	149077	148282	公允价值变动收益	-55	0	0	0
长期投资	8745	8750	8750	8750	投资净收益	185	1000	1300	1400
固定资产	91292	101279	104018	104726	营业利润	-4602	4725	6810	9482
无形资产	6801	6935	6852	6769	营业外收入	295	295	295	295
其他	37732	32302	29456	28038	营业外支出	126	126	126	126
资产总计	164588	168623	173677	180383	利润总额	-4433	4894	6979	9651
流动负债	51652	51211	51337	51778	所得税	-220	734	1256	1930
短期借款	28745	29027	28745	28745	净利润	-4213	4160	5723	7721
应付账款	2998	2545	2970	3296	少数股东损益	-512	565	806	1115
其他	19908	19638	19621	19737	归属母公司净利润	-3701	3594	4917	6606
非流动负债	71363	72350	73353	74355	EBITDA	6669	16381	19290	22632
长期借款	59027	60027	61027	62027	EPS (元)	-0.31	0.30	0.41	0.55
其他	12336	12323	12326	12328	主要财务比率				
负债合计	123015	123561	124690	126134	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	5326	5891	6697	7812	成长能力				
股本	12055	12055	12055	12055	营业收入	34.5%	-0.1%	13.5%	15.1%
资本公积	8669	8669	8669	8669	营业利润	-164.6%	2.7%	44.1%	39.2%
留存收益	16056	18445	21565	25712	归属于母公司净利润	-161.7%	-2.9%	36.8%	34.4%
归属母公司股东权益	36247	39170	42289	46437	获利能力				
负债和股东权益	164588	168623	173677	180383	毛利率	1.4%	15.4%	16.3%	17.5%
现金流量表					净利率	9.7%	-5.5%	5.3%	6.4%
单位: 百万元					ROE	-10.2%	9.2%	11.6%	14.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	-0.8%	7.0%	8.5%	10.3%
经营活动现金流	5186	12113	15680	17619	偿债能力				
净利润	-4213	4160	5723	7721	资产负债率	74.7%	73.3%	71.8%	69.9%
折旧摊销	7647	6882	7660	8300	净负债比率	76.67%	77.37%	77.25%	77.15%
财务费用	3624	4774	4820	4851	流动比率	0.39	0.38	0.48	0.62
投资损失	-185	-1000	-1300	-1400	速动比率	0.28	0.30	0.39	0.52
营运资金变动	-1615	896	-1294	-1905	营运能力				
其它	-72	-3599	72	53	总资产周转率	0.47	0.41	0.45	0.50
投资活动现金流	-47957	-6531	-6231	-6131	应收账款周转率	10	9	10	10
资本支出	27986	7500	7500	7500	应付账款周转率	26.67	20.68	23.33	23.31
长期投资	-243	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-20214	969	1269	1369	每股收益 (最新摊薄)	-0.31	0.30	0.41	0.55
筹资活动现金流	41255	-4698	-5899	-6309	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	1.00	1.30	1.46
短期借款	17075	282	-282	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.01	3.25	3.51	3.85
长期借款	25589	1000	1000	1000	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-23.13	23.81	17.41	12.96
资本公积增加	-2031	0	0	0					

其他	623	-5980	-6617	-7309	P/B	2.36	2.19	2.02	1.84
现金净增加额	-1746	883	3550	5179	EV/EBITDA	27	11	9	8

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。