

电力行业

报告原因: 业绩公布

2009 年 10 月 21 日

市场数据: 2009 年 10 月 21 日

收盘价 (元)	7.75
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 10 月 21 日

每股净资产 (元)	3.19
资产负债率%	
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

业绩超出预期, 估值优势明显

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	790	6.8	60	216	0.50	0.83	8	15
2010E	857	7.3	61	52.4	0.51	0.12	10	15

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩超出预期, 盈利能力恢复到 07 年水平:** 三季度, 华能国际实现净利润 21.7 亿元, 每股收益 0.18 元, 环比提升 54%。1-9 月累计 EPS0.34 元, 前三季度业绩基本达到年初市场预计全年业绩, 业绩高于市场预期。三季度业绩环比大幅提升主要原因是由于发电量的提升以及煤炭成本的微降。三季度单季度毛利率已经达到 19%, 和 07 年的水平接近, 但全年毛利率预计在 16%左右, 仍较 07 年有较大差距。

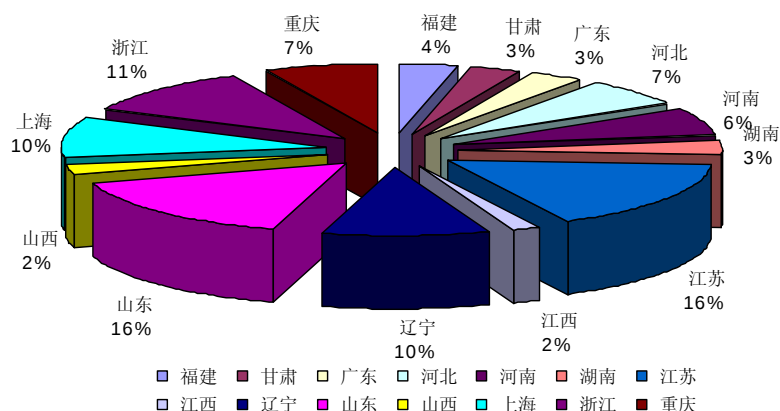
● **市场传闻电价存在下调的可能性, 公司电厂沿海偏多, 综合影响可能有限:** 目前市场传闻沿海地区点火价差较高地区可能存在电价下调风险, 我们统计了公司装机分布, 公司一半以上机组集中在山东、江苏、浙江、上海, 目前看该类地区的点火价差相对较为可观, 基于市场传闻可能存在下调的风险, 公司未来业绩预期可能受此影响。我们认为在目前的发电小时下, 再考虑到未来海运费恢复性上涨的影响, 沿海地区火电企业并没有获得超额利润, 预计下调的可能性较小, 即使下调幅度也比较有限。此外公司也有部分企业位于甘肃、山西等地区, 未来存在较大幅度上调电价的可能, 综合电价下调幅度可能进一步缩小, 预计在 1%以内。我们测算了公司电价下调 1%, 公司每股收益降低 11%左右。

● **背靠大集团成长性好于平均:** 长期看, 随着经济结构的调整用电需求增速可能不能继续维持 2006、2007 年 15%左右的增速, 电力弹性系数可能趋向于 1, 可能是因为这一点市场给予电力行业较低的估值水平。但是公司背靠大集团在项目获得、煤炭价格谈判等方面具备优势, 此外公司可以通过收购集团资产或者集团资产注入的方式获得规模上的扩张, 今年公司从集团收购了杨柳青电厂、北京热电等优质资产。基于此, 我们认为公司应该享受一定的估值溢价。

● **投资建议:** 我们预计 2009-2010 年公司每股收益分别为 0.50、0.51 元, 对应 2009 年业绩 PE 水平仅为 15 倍左右, 具备较大的估值优势。即使假设 2010 年公司综合电价下调 1%, 公司每股收益也在 0.45 元左右, 对应目前股价仍具备较大估值优势, 我们给予公司“增持”的投资评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

图 18：华能国际火电装机区域分布



资料来源：公司公告

盈利预测

- 我们未假设电价下调
- 其他假设见下表

表1：盈利预测主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E
发电量（亿千瓦时）	1633	1846	2080	2246
发电量增速	2%	13%	13%	8%
平均电价（元/千瓦时）	0.325	0.386	0.401	0.401
平均标煤电价（元/吨）	520	750	675	675
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	0.22275
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	2008 年	2009E	2010E
营业收入	50,434.61	67,825.14	78990.55	85670.51
毛利	18.82%	1.40%	16.66%	16.96%
营业成本	40,943.07	66,876.30	65832.00	71138.56
营业税金及附加	151.11	106.39	160	200
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	4000	4000
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	800	900
营业利润	7,124.68	-4,601.90	7,798.55	8,731.95
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	7,798.55	8,731.95
所得税	972.26	-219.82	1247.77	1921.03
净利润	6,417.61	-4,213.22	6,550.78	6,810.92
少数股东损益	420.55	-511.99	500	700
归属于母公司净利润	5,997.06	-3,701.23	6,050.78	6,110.92
基本每股收益(元)	0.5	-0.31	0.50	0.51

资料来源：山西证券

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。