

彭全刚
010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn

2009年12月30日

华电国际(600027.SH)/5.19 元

加大煤炭投资，提升公司价值

投资评级: 审慎推荐-A

评级调整: 维持

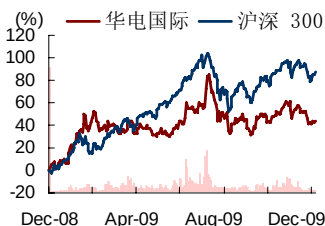
目标估值: 6-7 元

基础数据

总股本(万股)	677108
流通股本(万股)	459006
总市值(亿元)	355
流通市值(亿元)	241
52周股价	3.6-6.7 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	4	44
相对表现	-9	-7	-43



相关报告

我们近日对华电国际进行了调研，公司定向增发顺利完成，主业经营基本稳定，逐步加大对煤矿的投资，提高对成本的控制力。目前股价已经接近定向增发价，我们认为具有安全边际，建议长期价值投资者逐步建仓，静待诱发股价上涨催化剂的出现。

□ **定向增发顺利完成，募集资金 35.25 亿元。**公司以每股 4.7 元的价格向包括大股东华电集团在内的十家投资者发行 7.5 亿股，已经于 12 月 1 日发行完成。募集资金 35 亿余元将投向灵武二期 2 台 100 万千瓦火电站、四川泸定 4 台 23 万千瓦水电站、通辽北清河 30 万千瓦风电厂等项目，预期收益良好。值得关注的是，本次定向增发中，大亚湾核电财务公司参与认购 6700 万股，反映出业内专家对华电国际未来发展的认可。增发完成后，上海个人投资者刘益谦由于认购 1 亿股，持股比例达到 1.48%，成为公司第四大股东。

□ **加大对煤炭的投资，提高成本控制力。**09 年以来，华电国际利用各省小煤矿整合的机会，逐步加大对煤炭的投资规模，提高对火电成本的控制力度。根据公司规模，2013 年公司控制煤炭产能将达到 3000 万吨，占全部电煤消耗量的 30% 左右。目前公司已经公告的煤炭投资项目主要有：

- **参与山西小煤矿整合：**公司 7 月 7 日公告通过全资子公司山西茂华能源投资有限公司收购万通源二铺煤业公司和东易忠厚煤业公司各 70% 的股权。这两个煤矿一期产能 135 万吨，2010 年底前都将投产，未来能够扩展到 300 万吨。
- **参与宁夏银星煤业增资扩股：**公司 9 月 22 日公告参与宁夏发电集团下属银星煤业公司增资扩股，获得 45% 的股权。该公司负责宁东能源化工基地中银星一井、二井的建设，规划产能达到 580 万吨。
- **参股内蒙古煤矿，保证煤炭供应：**公司 11 月 4 日公告收购新矿内蒙古公司下属福城矿业 35% 的股权和长城煤业 25% 的股权，福城矿业和长城煤业的规划产能分别为 240 万吨和 60 万吨。通过参股，公司获得 200 万吨洗选后中煤的供应和未来新增产量 50% 的优先采购权。

通过上述控股和参股行动，公司将锁定 1000 万吨以上的煤炭供应量。加上山东兖州煤业和公司 1000 万吨左右的长期合同，公司保证煤炭供应量将达到 2000 万吨，达到公司全年用煤量的 30% ~ 40%。

□ **参与华电煤业增资扩股，保证煤炭供应和获取投资收益两面得利。**公司 12 月 24 日公告，以自有资金参与中国华电集团下属华电煤业公司的增资扩股，增资完成后，持有华电煤业 21.47% 的股权。华电煤业是华电集团旗下专门从事煤产品加工、销售、存储和运输等业务的专业化公司。2008 年华电煤业实现收入 37.44 亿元，实现净利润 2.8 亿元。据了解，华电煤业下属煤矿中仅 2010 年即将投产的内蒙古不连沟煤矿产能即达到 1000 万吨，按照吨煤净利 100 元计算，不连沟煤矿净利润将达到 10 亿元，公司持有 21.47% 的股权，分红收益将达到 2 亿元以上。

- **五大发电集团同时转型，拓展经营范围至煤炭产业。**3月25日，五大发电集团之一的中国大唐集团公司获得国务院国资委批准，主业范围增加了“与电力相关的煤炭源开发生产”，至此，五大发电集团都将业务范围拓展到了煤炭经营领域。据公开煤炭媒体报道，华电集团正在与十几个煤矿谈判收购事宜，改造完成后，煤炭产值有望达到200亿元。中电投、华能集团煤炭产量在2010年都将超过3500万吨。目前，五大集团对煤矿的投资还处在建设期，一旦这些产量投产，电力行业在电煤合同签订时的谈判能力将大大加强。
- **短期面临煤价上涨压力，发电企业燃料成本涨幅应低于秦皇岛煤价涨幅。**近期，秦皇岛电煤价格出现大幅上涨，5500大卡电煤最新价格已经接近800元/吨。但是，我们判断，发电企业都有一定比重的合同煤，企业实际燃料成本增速远低于秦皇岛煤价涨幅。以华电国际为例，公司近期标煤单价仅比1~9月份增加20元/吨左右。
- **股价接近定向增发价，具有一定安全边际。**公司定向增发价为4.7元，目前股价不到5.2元，仅比定向增发价高出10%左右。与定向增发相比，从二级市场买入具有更大的灵活性，不必锁定一年，因此具有一定的溢价是合理的。我们认为，目前股价具有安全边际，只是缺少上涨的催化剂，一旦对电力行业的预期转好，股价将出现明显补涨。
- **维持“审慎推荐”评级，目标价6~7元。**在合同煤价暂时没有确定前，暂时维持2009~2011年每股收益0.20、0.29、0.39元的业绩预测。我们在年度投资策略中提出，2010年证券市场对电力行业的预期将逐步转好。按照2010年20倍PE计算，合理价值为5.8元。考虑到公司收购煤矿贡献的收益，以及自有煤矿对电厂盈利能力的提升，给予目标价6~7元。
- **风险因素：**合同煤价涨幅过高，甚至再次出现煤荒，主要电力上市公司的业绩可能再次“失控”。

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。