



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年3月29日

电力

研究部

陈俊华

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207050043

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210020001

lijie@cicc.com.cn

审慎推荐

华电国际(600027.CH)

煤价压制短期利润

主要财务信息

(人民币 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	24,116	31,961	36,662	39,866	42,660
(+/- %)	63	33	15	9	7
主营业务利润	3,751	739	5,519	5,579	6,091
(+/- %)	33	(80)	647	1	9
营业利润	1,805	(3,414)	1,643	1,680	1,935
(+/- %)	(5)	(289)	148	2	15
净利润	1,362	(2,558)	1,162	1,222	1,329
(+/- %)	12	(288)	145	5	9
每股盈利 (元)	0.23	-0.42	0.17	0.18	0.20
(+/- %)	12	(288)	140	5	9
市盈率 (X)	22.1	-11.7	29.1	27.7	25.4
市净率 (X)	1.9	2.7	2.2	2.0	1.9
ROE (%)	8.6	-23.2	7.4	7.3	7.5
股息收益率 (%)	1.2	1.2	0.0	0.7	1.1

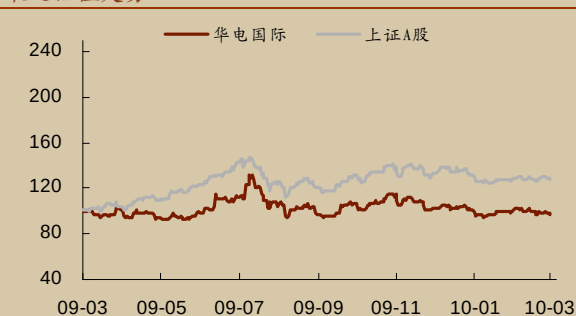
股票信息

H-股	A-股
1071.HK	股票代码 600027.CH
HK\$2.16	当前股价 Rmb4.99
HK\$2.4	目标价 -
9.85	日成交量 (百万股) 3.42
HK\$3.21/1.71	52周最高价/最低价 Rmb6.8/4.63
33,390	总市值 (百万元) 29,365
6,021	发行股数 (百万股) 6,771
1,431	流通股数 (百万股) 4,590
	主要股东 (持股比例) 中国华电集团 (47.2%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600027.CH]	+0.81	-2.16	-3.85	-7.08
[上证A股指数]	+2.23	+1.24	-2.63	-6.67
[电力板块指数]	-0.50	+1.10	-2.10	-3.20

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4月上旬2010 2010年一季度发电量

2009年业绩略低于预期:

华电国际2009年实现净利润11.6亿元,合每股收益0.17元,业绩略低于我们的预期。公司计划每股派发现金红利0.03元。

正面:

- 四季度,发电量环比提升2.6%至290亿kwh。
- 四季度,财务费用环比下降5%。

负面:

- 受燃料成本上升因素影响,四季度EBIT利润率下降至9.1%,为09年全年最低水平。

发展趋势:

2010年利润率稳中有降。预计公司2010年业绩小幅下降,主要源自燃料成本上升。维持现有电价水平,我们预计公司山东、宁夏地区平均标煤单价上涨6%。

2010年电量有望超预期。公司预计2010年电量将同比提升7%。我们认为,考虑宁夏和山东地区旺盛的电力需求以及公司新增机组投产贡献产能,公司2010年发电量增长有望达10%-15%,超过1200亿kwh。

收购煤炭意在稳定利润空间。公司现有控股煤炭资源集中在山西地区,2010年有望实现产能135万吨,参股煤炭资源规划产能超过7000万吨。短期内,煤炭资源产能、业绩释放仍待时间;长期来看,拥有煤炭资源,有助于稳定公司利润空间。

盈利预测调整:

预计2010、2011年的净利润分别为12.2亿元、13.3亿元;同比增长5.1%和8.8%;EPS分别为0.18和0.20元。敏感性分析显示:1%燃料成本上升,或利用小时下降,公司净利润下降13%或11%。

估值与建议:

A股:维持审慎推荐评级。公司业绩对于燃料成本高度敏感,2季度,若电煤价格季节性回落,公司业绩将出现大幅反弹。

图表 1: 2009 年业绩分析

(人民币 百万元)	年度数据			季度数据						中金点评
	FY08	FY09	YoY	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	QoQ	YoY	
发电量(亿千瓦时)	1,007	1,075	7%	242	258	283	290	3%	25%	2009年公司发电量同比增长7%，销售收入同比增长15%，主要由于08年下半年两次电价上调，公司平均电价增加7%左右
主营业务收入	31,961	36,662	15%	8,474	8,815	9,546	9,827	3%	21%	
主营业务成本	30,994	30,895	0%	7,059	7,270	7,971	8,596	8%	9%	
其中：燃料成本	22,660	22,776	1%							2009年公司EBIT利润率由08年的-1%提升至12%，主要归功于平均电价的上升及煤价的下滑。
折旧成本	3,669	4,052	10%							
主营税金附加	228	248	9%	90	61	59	38	-36%	-6%	
主营业务利润	739	5,519	647%	1,324	1,484	1,517	1,194	-21%	574%	
主营业务利润率	2%	15%		16%	17%	16%	12%			
管理费用	1,099	1,168	6%	278	272	317	300	-5%	-22%	
EBIT	-360	4,351	1308%	1,046	1,212	1,200	894	-26%	534%	
EBIT利润率	-1%	12%		12%	14%	13%	9%			
财务费用	2,965	2,948	-1%	775	734	738	702	-5%	-19%	
投资收益	-78	242	412%	48	79	33	82	150%	185%	
营业利润	-3,414	1,643	148%	319	557	494	272	-45%	123%	
营业利润率	-11%	4%		4%	6%	5%	3%			
营业外收入	276	77	-72%	2	24	16	35	126%	-80%	
营业外支出	24	18	-24%	1	3	10	5	-49%	-47%	
利润总额	-3,163	1,701	154%	320	578	500	302	-40%	130%	
所得税	-118	108	191%	83	95	-79	9	-112%	-98%	
实际税率	4%	6%		26%	17%	-16%	3%			
少数股东损益	-486	430	189%	47	127	218	38	-82%	116%	
净利润	-2,558	1,162	145%	191	355	361	255	-30%	121%	
净利润率	-8%	3%		2%	4%	4%	3%			
摊薄每股盈利(元)	(0.425)	0.172	140%	0.028	0.052	0.053	0.038	-30%	119%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 公司在建项目一览

在建项目	控股比例	机组结构	装机容量(MW)
灵武公司二期	65%	2*1000	2000
山东莱州项目	100%	2*1000	2000
六安公司	95%	1*600	600
漯河公司	75%	1*300	300
鹿华公司	81%	2*300	600
渠东公司	90%	2*300	600
淄博公司	100%	2*300	600
泸定水电公司	100%	4*230	920
杂谷脑水电	49%	168	168
开鲁风电	100%	300	300
科左中旗风电	100%	49.5	49.5
康保风电	100%	49.5	49.5
宁东风电	100%	12	12
宁夏西吉风电	100%	49.5	49.5
尚德太阳能	60%	10	10
合计			8258.5

注：2009年末，公司控股装机24,548 兆瓦，权益装机21,380兆瓦。

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 煤炭资源情况

华电国际煤炭资源	持股比例	注册资本(百万元)	年产(万吨)	储量(万吨)	目前进展
华电煤业	21%	2,560	7,380	3,000,000	2013年产能目标
银星煤业	45%	1,333	580	57,770	规划和探矿权办理阶段
其中: 银星一井			400	44,190	
银星二井			180	13,580	
支付对价					
朔州万通源二铺煤业	70%	398	90	7,285	2010年上半年竣工
山西东易忠厚	70%	363	45	12,801	2009年底投产

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 盈利预测及其主要假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主要假设					
发电量(亿千瓦时)	792	1,007	1,075	1,241	1,353
发电量增速	58%	27%	7%	15%	9%
平均电价(元/千瓦时)	0.31	0.33	0.35	0.34	0.34
平均燃料成本(元/千瓦时)	0.18	0.24	0.21	0.22	0.22
平均标煤单价(元/吨)	580	703	640	674	677
利用小时波动率	3%	6%	-10%	6%	2%
综合税率	19%	4%	7%	10%	15%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 5：历史和预测的财务指标

(单位：百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	24,116	31,961	36,662	39,866	42,660
主营业务成本	16,533	30,994	30,895	34,018	36,280
主营业务利润	3,751	739	5,519	5,579	6,091
减：管理费用	688	1,099	1,168	1,276	1,280
财务费用	1,382	2,965	2,948	3,103	3,372
利润总额	1,823	-3,163	1,701	1,680	1,935
所得税	276	-118	108	168	290
少数股东损益	385	-486	430	290	316
净利润	1,362	-2,558	1,162	1,222	1,329
每股盈利 (元)	0.23	(0.42)	0.17	0.18	0.20
每股股利 (元)	0.06	0.06	0.00	0.04	0.05
资产负债表					
货币资金	1,393	1,874	1,244	8,873	7,783
应收帐款	1,691	1,950	3,259	2,405	3,656
流动资产合计	4,288	6,556	7,558	15,164	14,890
长期投资	2,065	2,663	4,798	5,278	5,774
固定资产	52,433	60,815	63,763	63,395	76,362
资产合计	65,753	84,642	100,478	108,216	111,098
短期借款	9,524	12,006	16,793	16,793	16,793
流动负债合计	24,120	27,752	32,216	34,287	33,677
长期借款	22,552	40,370	42,439	47,237	49,450
负债合计	47,543	69,179	79,633	86,096	87,699
少数股东权益	3874	4445	5160	5451	5766
股本	6,021	6,021	6,771	6,771	6,771
储备和未分配利润	12,189	4,997	8,914	9,898	10,861
股东权益合计	18,210	11,018	15,685	16,669	17,632
负债及股东权益合计	65,753	84,642	100,478	108,216	111,098
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	5,242	1,911	6,232	10,831	8,241
投资活动产生的现金流量	-10,218	-13,607	-18,638	-4,653	-8,153
筹资活动产生的现金流量	5,332	13,882	13,759	1,451	-1,177
主要财务比率					
增长					
收入	63%	33%	15%	9%	7%
税前利润	12%	-250%	154%	-1%	15%
净利润	12%	-288%	145%	5%	9%
利润率					
毛利率	16%	2%	15%	14%	14%
息税前利润率	13%	-1%	12%	11%	11%
税前利润率	8%	-10%	5%	4%	5%
净利润率	6%	-8%	3%	3%	3%
资产周转比率					
总资产周转率	0.37	0.38	0.36	0.37	0.38
固定资产周转率	0.46	0.53	0.57	0.63	0.56
流动性比率					
速动比率	0.17	0.17	0.19	0.38	0.40
流动比率	0.20	0.24	0.23	0.44	0.44
杠杆比率					
净债务权益比率	2.37	5.01	3.99	3.61	3.62
息税前利润/净财务费用	2.2	-0.1	1.5	1.4	1.4

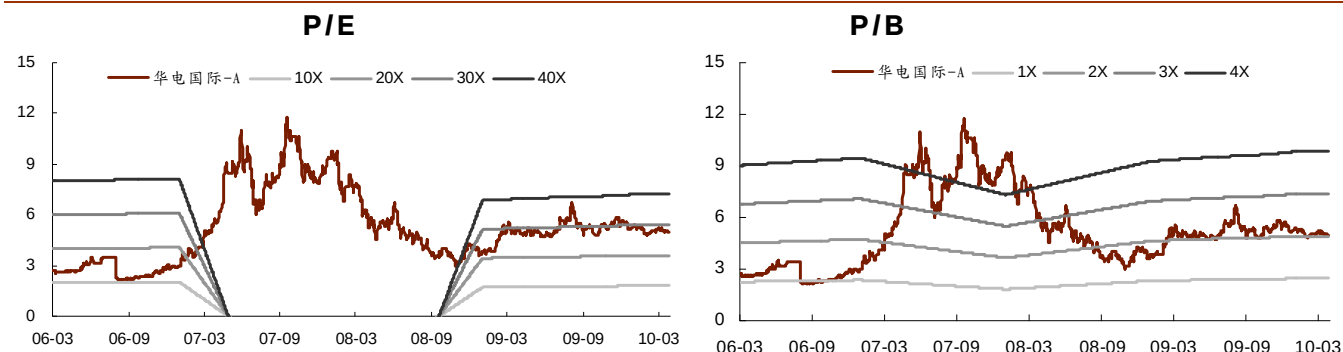
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值

	Price 2010-3-26	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	2009E	EPS 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E	2009E	P/B(x) 2010E	2011E	
A 股	(Rmb)						(Rmb)								
国电电力	7.68	审慎推荐	5,448	5,448	42	0.29	0.38	0.46	26.2	20.2	16.9	2.7	2.1	1.9	
华能国际	7.24	审慎推荐	12,055	2,878	77	0.42	0.40	0.44	17.2	18.2	16.5	2.1	1.8	1.7	
中能股份	10.42	审慎推荐	2,890	2,890	30	0.55	0.61	0.62	18.9	17.2	16.8	2.2	2.0	1.9	
深圳能源	13.09	审慎推荐	2,202	599	29	0.85	0.81	0.82	15.4	16.2	16.0	2.2	2.1	1.9	
粤电力A	7.57	中性	2,659	1,987	18	0.40	0.41	0.45	19.0	18.7	16.8	2.0	2.0	1.9	
华电国际	4.99	审慎推荐	6,771	4,590	29	0.17	0.18	0.20	29.1	27.7	25.4	2.2	2.0	1.9	
建投能源	7.27	中性	914	914	7	0.08	0.16	0.18	93.4	44.8	40.7	2.3	2.2	2.1	
国投电力	8.73	审慎推荐	1,995	1,055	17	0.22	0.30	0.40	40.4	28.7	21.8	1.5	1.4	1.4	
广州控股	7.30	中性	2,059	2,059	15	0.33	0.36	0.40	21.8	20.1	18.2	1.6	1.6	1.5	
长江电力	12.55	审慎推荐	11,000	4,909	138	0.41	0.62	0.67	30.4	20.3	18.8	2.3	2.1	2.0	
上海电力	5.82	中性	2,140	2,140	12	0.18	0.19	0.25	32.3	31.2	23.4	2.1	1.9	1.8	
内蒙华电*	7.82	中性	1,981	573	15	0.21	0.24	0.45	36.7	32.7	17.5	4.2	3.9	3.4	
大唐发电	8.15	中性	11,780	4,413	84	0.13	0.16	0.17	63.8	51.4	47.8	3.7	3.5	3.3	
平均值									34.2	26.7	22.8	2.4	2.2	2.1	
中间值									29.1	20.3	18.2	2.2	2.0	1.9	
H/B 股	(HK\$)	目标价 (HK\$)			(HK\$ bn)		(HK\$)								
华润电力	17.38	审慎推荐	19.90	4,683	4,683	81	1.14	1.23	1.36	15.3	14.1	12.8	2.1	1.9	1.8
华能国际	4.51	审慎推荐	6.00	12,055	3,055	88	0.48	0.46	0.52	9.4	9.7	8.6	1.2	1.0	0.9
华电国际	2.16	审慎推荐	2.40	6,771	1,431	33	0.20	0.21	0.23	11.1	10.3	9.2	0.8	0.8	0.7
大唐发电	3.54	中性	3.50	11,780	3,279	95	0.15	0.18	0.20	24.4	19.2	17.4	1.4	1.3	1.2
中国电力*	1.84			3,606	3,606	9	0.15	0.14	0.19	12.6	12.5	9.4	0.7	0.7	0.6
中电控股*	55.25			2,406	2,408	133	3.60	3.76	3.87	15.3	14.7	14.3	1.9	1.8	1.7
香港电灯*	45.85			2,134	2,134	98	3.17	3.24	3.31	14.5	14.2	13.9	1.9	1.8	1.7
平均值									20.4	15.6	14.2	1.6	1.4	1.3	
中间值									14.9	13.3	11.9	1.5	1.3	1.3	

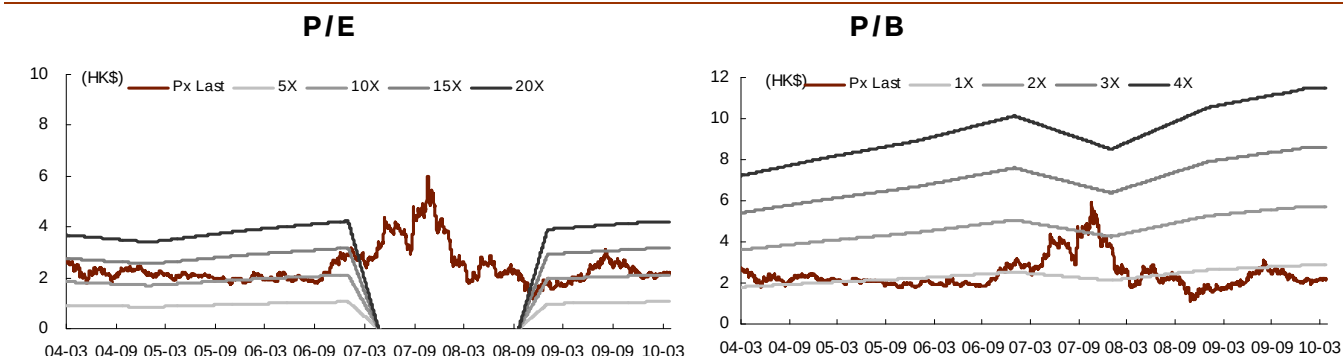
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 7: A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 8: H 股历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。