

华电国际 (600027)

中性/维持评级

股价: RMB3.74

分析师

周衍长

SAC 执业证书编号:S1000510120024

(0755)8236 4464

zhouyc@mail.htlhsc.com.cn

主营扭亏无望，惟有政策破局

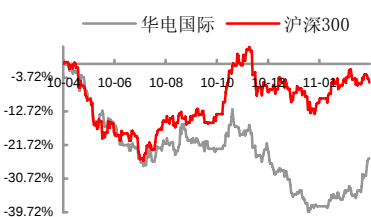
- **艰难盈利。**2010 年公司完成发电量 1303 亿千瓦时，同比增长 21.23%；实现营业收入 454.49 亿元，同比增长 23.97%；发生营业成本 421.21 亿元，同比增长 36.33%；毛利率为 7.32%，同比下降 8.41 个百分点；营业利润亏损 6.11 亿元，同比下降 137.21%；实现归属母公司股东的净利润为 2.08 亿元，同比下降 81.94%。其中，收购收益 6.21 亿元，处置长期股权产生的投资收益为 4.57 亿元。
- **2011 年主营自行扭亏无望。**由于公司发电资产分布结构不尽合理，2010 年山东地区营业收入占总收入比例为 52%，山东地区煤价大幅上涨使公司业绩严重受损。公司度电成本为 264.92 元/千千瓦时，同比增长 19.84%。经测算，2010 年公司主营业务营业利润亏损 10.68 亿元。随着 2011 年国内经济复苏，预计煤价将继续攀升，同时又面临重点煤合同兑现率和到货燃煤热值存在下降的风险，煤炭成本压力急剧加大。另外，公司资产负债率高达 83.11%，利率已步入加息通道，利率上调将对公司业绩产生显著的负面影响。我们认为，2011 年公司通过自身努力实现扭亏的可能性极低。
- **积极向上游渗透，平抑煤价风险。**公司在优化发展高参数火电、新能源发电项目的同时，积极拓展煤炭产业，成效初步显现。2010 年公司耗资 40.7 亿元收购或参股煤矿，其中蒙西上海庙矿区部分煤矿已投产，山西朔州部分煤矿已开工。
- **维持“中性”评级。**假设 2011-2013 年公司综合煤价分别上涨 5%、2%、0%，维持目前上网电价政策，我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 -0.15、0.01、0.09 元（2011 年不考虑收购收益及处置长期股权产生的投资收益），目前每股净资产为 2.23 元，目前股价对应的 PB 为 1.6 倍。维持“中性”评级。
- **风险提示。**煤价超预期上涨。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	6,771
流通 A 股 (百万股)	5,340
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	19,972

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	45448.8	52721.0	60101.0	67314.0
(+/-%)	24.0	16.0	14.0	12.0
归属母公司净利润(百万元)	207.8	-1018.2	62.5	600.7
(+/-%)	-82.1	-589.9	106.1	861.1
EPS(元)	0.03	-0.15	0.01	0.09
P/E(倍)	121.8	-	391.1	40.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	9605	9695	11287	13067	营业收入	45449	52721	60101	67314
现金	1266	2109	2404	2693	营业成本	42121	49139	54824	60555
应收账款	3862	3661	4472	5342	营业税金及附加	186	211	240	269
其他应收款	601	312	355	398	营业费用	0	0	0	0
预付账款	860	737	822	908	管理费用	1324	1476	1563	1750
存货	1760	1966	2193	2422	财务费用	3289	3929	4525	4692
其他流动资产	1137	911	1040	1304	资产减值损失	-15	0	0	0
非流动资产	11825	11501	11392	11265	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	9513	5000	6000	8000	投资净收益	846	350	800	450
固定资产	74558	78878	79943	79198	营业利润	-611	-1685	-251	497
无形资产	9543	9543	9543	9543	营业外收入	0	300	350	400
其他非流动资产	271	21590	18440	15910	营业外支出	9	10	12	14
资产总计	12786	12470	12521	12571	利润总额	233	-1395	87	883
流动负债	46660	49862	49385	48297	所得税	127	-42	3	71
短期借款	24299	30526	27567	24111	净利润	106	-1353	83	813
应付账款	5532	5405	6031	6661	少数股东损益	-102	-335	21	212
其他流动负债	0	13931	15787	17525	归属母公司净利	208	-1018	63	601
非流动负债	59613	54610	55510	56290	EBITDA	2678	6628	9062	10261
长期借款	50160	50160	50160	50160	EPS (元)	0.04	-0.15	0.01	0.09
其他非流动负	903	4450	5350	6130	主要财务比率				
负债合计	10627	10447	10489	10458	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	5660	5326	5346	5558	成长能力				
股本	6771	6771	6771	6771	营业收入	24.0%	16.0%	14.0%	12.0%
资本公积	4512	4512	4512	4512	营业利润	0.0%	-375.6	-114.9	98.0%
留存收益	4643	3625	3688	4288	归属母公司净利	-82.1%	-589.9	-93.9%	861.0
归属母公司股	15927	14909	14971	15572	获利能力				
负债和股东权	12786	12470	12521	12571	毛利率(%)	0.0%	6.8%	8.8%	10.0%
现金流量表					净利率(%)	0.5%	-1.9%	0.1%	0.9%
单位: 百万元					ROE(%)	1.3%	-6.8%	0.4%	3.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	2.8%	2.1%	4.1%	4.8%
经营活动现金	6059	195	9179	11097	偿债能力				
净利润	106	-1353	83	813	资产负债率(%)	83.1%	83.8%	83.8%	83.2%
折旧摊销	0	4384	4788	5071	净负债比率(%)	113.97	82.02	79.15	76.27
财务费用	3289	3929	4525	4692	流动比率	0.21	0.19	0.23	0.27
投资损失	-846	-350	-800	-450	速动比率	0.17	0.16	0.18	0.22
营运资金变动	0	0	-92	-311	营运能力				
其他经营现金	3616	-4804	675	1282	总资产周转率	0.40	0.42	0.48	0.54
投资活动现金	-19082	2716	-3220	-4390	应收账款周转率	13	14	15	14
资本支出	13469	2800	3000	2800	应付账款周转率	9.10	8.99	9.59	9.54
长期投资	0	-4496	1000	2000	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	1021	780	410	每股收益(最新)	0.04	-0.15	0.01	0.09
筹资活动现金	13018	-2069	-5664	-6418	每股经营现金流	1.13	0.03	1.36	1.64
短期借款	7506	6226	-2959	-3456	每股净资产(最	4.04	2.20	2.21	2.30
长期借款	7721	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	96.09	-24.01	391.07	40.70
资本公积增加	254	0	0	0	P/B	0.93	1.64	1.63	1.57
其他筹资现金	-2463	-8295	-2705	-2962	EV/EBITDA	39	16	12	11
现金净增加额	0	842	295	288					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn