

收购资产摊薄短期业绩，提升长期价值

华能国际快报

报告摘要：

- 华能国际公告：公司将以86.25亿元的现金代价收购山东电力集团和鲁能发展持有的9家公司股权和有关前期项目（包括日照岚山4×660兆瓦火电项目、罗源湾2×660兆瓦火电项目）的开发权。
- 收购的9家公司中包括2家煤电联营公司、1家热电公司、1家生物质发电公司、4家港口公司和1家海运公司，具体情况见表1。本次收购完成后，公司在电、煤、港、运等多方面获得重大发展，包括：（1）电力：已投产容量333万千瓦，在建容量71.6万千瓦，前期项目容量1293万千瓦，“上大压小”已关停容量27万千瓦；（2）煤炭：增加公司煤炭地质储量合计27.3亿吨，可采储量合计18.0亿吨，规划产能合计800万吨/年；（3）港口：港口两个，拥有码头10座，其中已运营码头6座，年吞吐能力合计669万吨，在建码头3座，年设计吞吐能力合计1295万吨，前期码头1座；（4）海运：增加2万吨级运能的船舶5艘。
- 本次收购对公司战略方面的影响主要体现在：（1）扩大公司的经营规模和地域范围，公司首次进入云南省的电力市场，并进一步巩固在山东电力市场的市场地位；（2）公司业绩对煤价的敏感性较强，在近几年吃亏较大，本次收购使公司煤电联营的规模快速增加，提高公司的竞争能力和盈利稳定性；（3）本次收购的资产除了煤、电项目外，还有港口和海运资产，将有利于公司改善资产结构，延伸产业链。
- 截至09年11月底，本次收购资产的账面价值为42.55亿元，收购代价为86.25亿元，收购PB为2.05倍，价格略贵。
- 收购资产的重点是滇东能源和滇东雨汪2家煤电联营公司，由于其配套煤矿在2012和2013年才投产，因此在煤矿投产前的2010~2012年收购资产盈利能力较差。例如2009年1-11月，收购资产的盈利为亏损6700万元，主要亏损来自沾化热电。我们预计公司将关停沾化热电的2台现有机组，加上尚未利用的“上大压小”关停指标，可用于后续新项目的发展。在考虑沾化热电关停后，我们粗略估计在2010~2012年期间收购资产每年的盈利可能在2亿元之内，在煤矿投产后盈利将大幅提升至7~8亿元。如果考虑到收购带来的财务费用增加4亿元，我们估计本次收购不但不能提高公司2010~2012年业绩，反而将有所拖累，预计减少EPS在0.01~0.02元左右，幅度不大，但从长远来看对公司的发展和投资价值是有利的。总的来说，我们认为本次收购对公司的长远价值有利，但对公司近3年的业绩有负面影响。
- 我们过去的盈利预测中假设公司2010年煤价与2009年持平，从目前的情况来看，煤价上涨幅度可能将超过10%，因此我们在不考虑电价调整的情况下，下调公司2010~2011年盈利预测到0.31元、0.47元，同时下调公司评级至“中性-A”，目标价8.5元。

评级：
中性-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
8.50元

期限： 6个月 上次预测： 11.00元

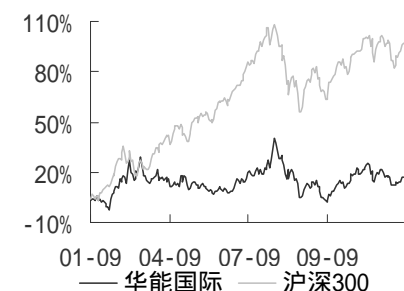
现价： 8.01元

报告日期：
2010-01-04

市场数据

总市值(百万元)	96,563.62
流通市值(百万元)	23,054.49
总股本(百万股)	12,055.38
流通股本(百万股)	2,878.21
12个月最高/最低	6.67/9.70元
十大流通股东(%)	39.99%
股东户数	148,120

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.38)	(5.71)	(79.47)
绝对收益	(3.24)	13.29	17.24

研究员

张龙

021-68766113

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn

诸勤秒

021-68765175

助理行业分析师

zhuqm@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	50,434.6	67,825.1	72,500.4	84,653.8	103,297.4
Growth(%)	13.5%	34.5%	6.9%	16.8%	22.0%
净利润	6,417.6	-4,213.2	5,865.8	3,770.2	6,012.7
Growth(%)	1.2%	-161.7%	-248.6%	-32.1%	51.2%
毛利率(%)	11.7%	-7.0%	17.3%	11.8%	13.3%
净利润率(%)	11.9%	-5.5%	7.6%	4.4%	5.5%
每股收益(元)	0.50	-0.31	0.46	0.31	0.47
每股净资产(元)	3.83	3.01	3.48	3.55	3.83
市盈率	16.1	-26.1	17.6	25.9	17.1
市净率	2.1	2.7	2.3	2.3	2.1
净资产收益率(%)	12.6%	-10.1%	12.0%	7.2%	10.5%
ROIC(%)	8.2%	-0.9%	6.7%	4.2%	5.2%
EV/EBITDA	11.9	233.7	10.8	12.1	8.8
股息收益率	3.5%	3.7%	1.2%	2.8%	1.9%

前期研究成果

华能国际：利用小时和煤价超预期	2009-10-21
华能国际：境外业务盈利好转	2009-08-13
华能国际：业绩大幅反弹	2008-12-25

表 1 待收购 9 家公司的财务指标 (单位: 亿元)

公司名称	公司性质	权益	净资产	净利润	2009 年 1-11 月 权益对应净资产	权益对应净利润	收购 价格
滇东能源	煤电联营	100%	16.99	1.47	16.99	1.47	
滇东雨汪	煤电联营	100%	11.16	-0.23	11.16	-0.23	
沾化热电	热电	100%	0.6	-2.14	0.60	-2.14	
鲁能生物	生物质发电	100%	1.01	-0.02	1.01	-0.02	
罗源湾海港	港口	100%	6.77	0.17	6.77	0.17	
罗源湾码头	港口	58.3%	1.08	0.15	0.63	0.09	
陆岛码头	港口	73.46%	1.85	0.03	1.36	0.02	
鲁能胶南港	港口	100%	3	0.00	3.00	0.00	
鲁能海运	海运	53%	1.94	-0.05	1.03	-0.03	
合计			44.40	-0.63	42.55	-0.67	86.25

数据来源: 公司公告, 安信研究中心整理

表 2 待收购电力资产汇总 (单位: 万千瓦)

公司	电厂	已投产	在建	前期	“上大压小” 关停指标	投产时间
滇东能源	滇东电厂	240 (4×60)		240(4×60)		06、07 年
滇东雨汪	雨汪电厂	60 (1×60)	60 (1×60)	120(2×60)		09、10 年
	长底水电		1.6 (4×0.4)			
沾化热电	沾化热电	33 (2×16.5)		332(2×66 + 2×100)	27(2×13.5)	05 年
	农安生物质		5			
鲁能生物质	九台生物质		5			
	规划生物质			5		
鲁能胶南港	规划火电			200 (2×100)		
日照岚山火电				264 (4×66)		
罗源湾火电				132 (2×66)		
合计		333	71.6	1293	27	

数据来源: 公司公告, 安信研究中心整理

表 3 待收购煤炭资产汇总

	地质储量	可采储量	规划产能	在建煤矿	规划煤矿	投产时间
滇东能源	19.72 亿吨	13.47 亿吨	500 万吨	白龙山煤矿: 300 万吨	细冲煤矿: 240 万吨; 鲁依煤矿: 240 万吨	2012 年
滇东雨汪	7.58 亿吨	4.57 亿吨	300 万吨	雨汪煤矿: 300 万吨	雨汪二号矿井: 180 万吨	2013 年
合计	27.3 亿吨	18.04 亿吨	800 万吨	600	660	

数据来源: 公司公告, 安信研究中心整理

表 4 待收购港口和海运资产汇总

公司	码头	码头说明	吞吐能力 (万吨)	
			运营	在建
	福州港罗源湾港区碧里作业区 4#泊位	5 万吨级通用码头	192	
	福州港罗源湾港区碧里作业区 5#泊位	5 万吨级通用码头	137	
	福州港罗源湾港区将军帽作业区一期工程	15 万吨级通用码头		1000
罗源湾海港	牛坑湾港口 (前期)			
罗源湾码头	福州港罗源湾港区狮岐码头	3 万吨级多用途码头	160	
	罗源鸡笼屿岛陆岛交通码头	3000 吨级客货码头		
	罗源松山陆岛交通码头	3000 吨级客货码头	180	
陆岛码头	罗源县淡头交战码头	5000 吨级码头		
	青岛港董家口港区	5 万吨级通用泊位		185
鲁能胶南港	青岛港董家口港区	3.5 万吨级通用泊位		110
港口合计			669	1295
鲁能海运		2 万吨级煤炭运输船 5 艘		

公司快报

数据来源：公司公告，安信研究中心整理

表 5 收购公司资产的评估增值情况

公司名称	账面净资产 (亿元)	评估值 (亿元)	增值率	转让方权益评估值 (亿元)
滇东能源	16.99	35.30	107.77%	35.30
滇东雨汪	11.16	13.06	17.03%	13.06
沾化热电	0.60	3.27	445.00%	3.27
鲁能生物	1.01	1.12	10.89%	1.12
罗源湾海港	6.77	9.06	33.83%	9.06
罗源湾码头	1.08	1.62	50.00%	0.94
陆岛码头	1.85	2.40	29.73%	1.76
鲁能胶南港	3.00	3.66	22.00%	3.66
鲁能海运	1.94	2.10	8.25%	1.11
合计	44.40	71.59	61.24%	69.28

数据来源：公司公告

表 6 收购公司 09 年 1-11 月财务简表

	滇东能源	滇东雨汪	沾化热电	鲁能生物	罗源湾海港	罗源湾码头	陆岛码头	鲁能胶南港	鲁能海运	合计
资产	1,187,721	603,357	121,888	45,409	245,141	24,485	20,775	51,755	33,032	2,333,563
负债	1,017,842	491,799	115,878	35,259	178,247	13,708	2,255	21,755	13,680	1,890,423
净资产	169,880	111,558	6,010	10,149	66,894	10,776	18,520	30,000	19,352	443,139
营业收入	306,517	35,447	62,971		7,348	5,721	2,886		8,465	429,355
营业利润	13,249	-2,342	-21,200	-216	1,698	1,949	366		-1,615	-8,111
税前利润	14,681	-2,342	-21,364	-221	1,698	1,949	363		-503	-5,739
税后利润	14,681	-2,342	-21,364	-221	1,698	1,478	281		-503	-6,292

数据来源：公司公告

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-1-4

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	50,434.6	67,825.1	72,500.4	84,653.8	103,297.4	成长性					
减: 营业成本	44,550.8	72,557.2	59,927.0	74,675.5	89,597.0	营业收入增长率	13.5%	34.5%	6.9%	16.8%	22.0%
营业税费	151.1	106.4	149.2	201.0	344.8	营业利润增长率	-12.7%	-164.6%	-251.5%	-37.3%	63.0%
销售费用	-	2.5	5.0	5.0	5.0	净利润增长率	1.2%	-161.7%	-248.6%	-32.1%	51.2%
管理费用	1,524.0	1,854.9	1,720.6	1,945.2	2,196.5	EBITDA 增长率	-3.2%	-93.0%	2334.4%	-4.0%	28.2%
财务费用	1,939.1	3,624.4	4,572.9	4,304.6	4,944.7	EBIT 增长率	-17.2%	-222.0%	-273.4%	-24.9%	39.1%
资产减值损失	-6.5	92.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	-5.7%	-111.8%	-1138.2%	-23.3%	36.7%
加: 公允价值变动收益	-100.2	-54.7	-	-	-	投资资本增长率	3.6%	45.2%	21.7%	10.7%	-7.1%
投资和汇兑收益	1,341.1	184.8	844.8	846.7	912.0	净资产增长率	2.8%	-18.1%	17.3%	7.2%	9.5%
营业利润	7,124.7	-4,601.9	6,970.4	4,369.2	7,121.3	利润率					
加: 营业外净收支	265.2	168.9	50.0	50.0	50.0	毛利率	11.7%	-7.0%	17.3%	11.8%	13.3%
利润总额	7,389.9	-4,433.0	7,020.4	4,419.2	7,171.3	营业利润率	14.1%	-6.8%	9.6%	5.2%	6.9%
减: 所得税	972.3	-219.8	1,154.6	649.0	1,158.6	净利率	11.9%	-5.5%	7.6%	4.4%	5.5%
净利润	6,417.6	-4,213.2	5,865.8	3,770.2	6,012.7	EBITDA/营业收入	24.9%	1.3%	29.3%	24.1%	25.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.8%	-9.8%	15.9%	10.2%	11.7%
货币资金	7,532.8	5,765.9	5,800.0	6,772.3	10,932.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	543	444	497	513	452
应收帐款	6,483.1	7,552.2	11,336.8	13,268.1	16,230.6	流动营业资本周转天数	-1	10	34	47	46
应收票据	1,674.9	666.3	496.6	579.8	707.5	流动资产周转天数	115	102	107	107	110
预付帐款	537.2	659.1	719.1	793.7	883.3	应收帐款周转天数	46	36	43	46	45
存货	2,319.3	5,169.8	4,915.7	6,125.4	7,349.4	存货周转天数	16	20	25	24	24
其他流动资产	3.8	204.8	-137.8	-137.8	-137.8	总资产周转天数	836	761	891	880	758
可供出售金融资产	3,346.6	1,262.0	2,515.5	2,515.5	2,515.5	投资资本周转天数	695	645	792	784	652
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	8,511.1	8,745.0	8,795.0	8,845.0	8,895.0	ROE	12.6%	-10.1%	12.0%	7.2%	10.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	-2.6%	3.0%	1.7%	2.8%
固定资产	76,062.5	91,291.6	108,859.2	132,231.3	127,149.8	ROIC	8.2%	-0.9%	6.7%	4.2%	5.2%
在建工程	8,803.5	13,640.8	25,716.5	26,829.9	20,897.9	费用率					
无形资产	2,321.7	6,800.9	6,129.8	5,706.7	5,311.7	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	4,543.0	22,829.1	18,962.6	16,184.5	14,509.7	管理费用率	3.0%	2.7%	2.4%	2.3%	2.1%
资产总额	122,139.4	164,587.7	194,109.0	219,714.5	215,244.7	财务费用率	3.8%	5.3%	6.3%	5.1%	4.8%
短期债务	11,670.4	28,745.5	45,279.9	56,468.7	51,468.7	三费/营业收入	6.9%	8.1%	8.7%	7.4%	6.9%
应付帐款	7,719.6	9,352.3	4,597.1	5,728.5	6,873.2	偿债能力					
应付票据	332.5	12.1	820.9	1,023.0	1,227.4	资产负债率	58.4%	74.7%	74.9%	75.7%	72.5%
其他流动负债	10,809.5	13,541.9	14,464.0	14,679.3	15,543.7	负债权益比	140.6%	295.9%	298.1%	312.1%	263.1%
长期借款	33,438.6	59,027.2	67,027.2	72,027.2	62,027.2	流动比率	0.61	0.39	0.35	0.35	0.48
其他非流动负债	7,402.8	12,335.9	13,158.9	13,204.4	13,390.8	速动比率	0.53	0.28	0.28	0.27	0.38
负债总额	71,373.6	123,014.9	145,348.0	163,131.1	150,531.0	利息保障倍数	2.81	-1.84	2.52	2.02	2.44
少数股东权益	4,646.1	5,326.2	6,760.5	9,513.3	11,023.8	分红指标					
股本	12,055.4	12,055.4	12,055.4	12,055.4	12,055.4	DPS(元)	0.28	0.30	0.10	0.23	0.15
留存收益	34,064.3	24,725.6	29,945.2	30,704.5	34,144.0	分红比率	56.3%	-97.7%	21.9%	73.7%	33.1%
股东权益	50,765.7	41,572.8	48,761.1	52,273.2	57,223.2	股息收益率	3.5%	3.7%	1.2%	2.8%	1.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	6,417.6	-4,213.2	5,865.8	3,770.2	6,012.7	EPS(元)	0.50	-0.31	0.46	0.31	0.47
加: 折旧和摊销	7,169.4	7,646.5	9,725.8	11,753.4	14,131.0	BVPS(元)	3.83	3.01	3.48	3.55	3.83
资产减值准备	-6.5	92.7	-	-	-	PE(X)	16.1	-26.1	17.6	25.9	17.1
公允价值变动损失	100.2	54.7	-	-	-	PB(X)	2.1	2.7	2.3	2.3	2.1
财务费用	1,754.6	1,991.0	3,684.5	4,572.9	4,304.6	P/FCF	9.7	208.7	-126.2	-23.5	591.8
投资收益	-1,341.1	-184.8	-844.8	-846.7	-912.0	P/S	1.9	1.4	1.3	1.1	0.9
少数股东损益	420.5	-512.0	364.1	36.0	367.3	EV/EBITDA	11.9	233.7	10.8	12.1	8.8
营运资金的变动	-1,956.1	-1,078.2	-5,912.6	-687.1	-986.4	CAGR(%)	-16.2%	-212.6%	2.4%	23.8%	7.0%
经营活动产生现金流量	12,221.4	5,185.9	13,771.2	18,330.4	23,557.4	PEG	-1.0	0.1	7.2	1.1	2.4
投资活动产生现金流量	-17,360.9	-47,957.1	-36,445.5	-18,203.3	-7,138.0	ROIC/WACC	1.2	-0.1	0.9	0.6	0.7
融资活动产生现金流量	9,227.4	41,255.3	20,455.2	8,133.4	-22,811.8	REP	1.3	-10.8	1.4	2.2	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4年证券从业经验。2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034