

评级：中性

电力行业

公司点评

第一创业证券研究所
分析师：刘波、郭强
电话：0755-82485029
邮件：liubo2@fcsc.cn

华能国际（600011）

——巨资扩版图 “霸业” 尤可期

事件：

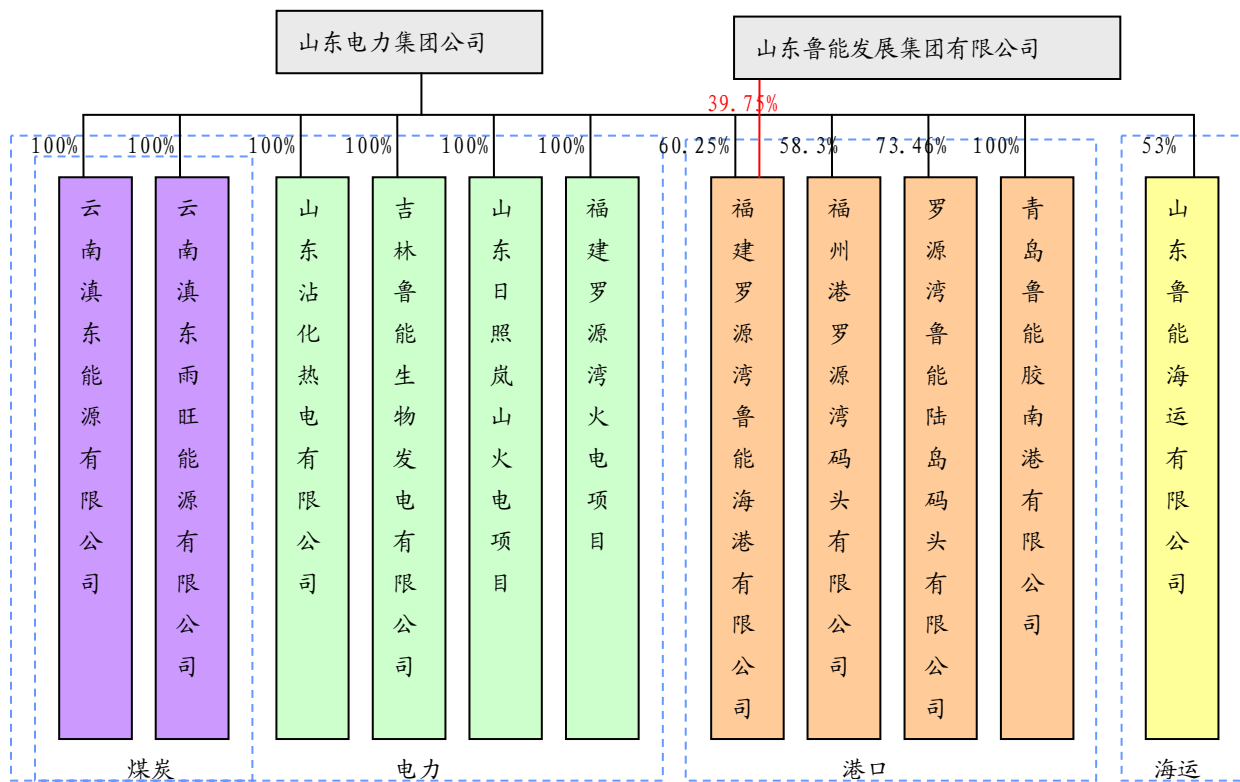
公司计划以 86.25 亿元的对价收购山东电力集团公司、山东鲁能发展集团有限公司拥有的 9 家电力、港口、货运企业的相关权益，以及部分前期项目的开发权。公司通过此次收购进入云南电力市场，并进一步巩固公司在山东电力市场的地位。公司拟以自筹资金支付收购对价。

我们认为此次拟收购价较评估价 69.3 亿元有 24% 的溢价，但收购若能完成，将优化公司电源区域和结构布局，夯实公司煤电路港运一体化基础，巩固公司行业内龙头地位，为公司带来显著效益。

点评：

- 具有战略意义，夯实煤电路港运一体化。

图 1：对价收购资产结构



数据来源：第一创业研究所

- 公司通过此次收购进入云南电力市场，并进一步巩固公司在山东电力市场的地位。
- 作为国家规划的 13 个大型煤炭基地之一的云贵基地担负向西南、中南地区供给煤炭，并作为“西电东送”南通道电煤基地。在此大背景下，我们认为此次公司通过收购滇东能源“煤电联营”资产进入云南电力市场的战略意图并不仅限于电力资产的收购。

➤ 煤电路港运一体化降低火电运营成本，在动力煤持续涨价的不利局面下，提高火电盈利能力。

表 1: 对价收购资产详情

比例	资产	地点	类型	主要资质	状态	说明
100%	云南滇东能源有限公司	云南·富源	煤电联营	4×600MW 500万吨/年	运营 建设	一期滇东电厂 白龙山煤矿
100%	云南滇东雨旺能源有限公司	云南·富源	煤电联营	1×600MW 1×600MW 300万吨/年	运营 建设 建设	二期雨旺电厂#1 二期雨旺电厂#2 雨汪煤矿
100%	山东沾化热电有限公司	山东·沾化	热电联营	2×165MW 2×660MW	运营 筹建	沾化热电 沾化热电二期
100%	吉林鲁能生物发电有限公司	吉林·长春	生物质发电	50MW 50MW	建设 建设	农安县 九台县
100%	山东日照岚山火电项目	山东·日照	发电	4×660MW	筹建	
100%	福建罗源湾火电项目	福建·罗源	发电	2×660MW	筹建	
100%	福建罗源湾鲁能海港有限公司	福建·罗源	散货码头	5万吨	运营	碧里作业区
			多用途码头	5万吨	建设	碧里作业区
			散货码头	15万吨	建设	将军帽作业区
58.3%	福州港罗源湾码头有限公司	福建·罗源	多用途码头	3万吨	运营	
73.6%	罗源鲁能陆岛码头有限公司	福建·罗源	多用途码头		运营	
100%	青岛鲁能胶南港有限公司	山东·青岛	多用途码头	一期5和3.5万吨	建设	
			多用途码头	二期2个10~15吨	筹建	
			热电联营	胶南大型热电联产	拟建	
53%	山东鲁能海运有限公司	山东·青岛	海运	5条2万吨级运输船舶	运营	

数据来源：第一创业研究所

表 2: 购置资产后相关运营能力变化数据

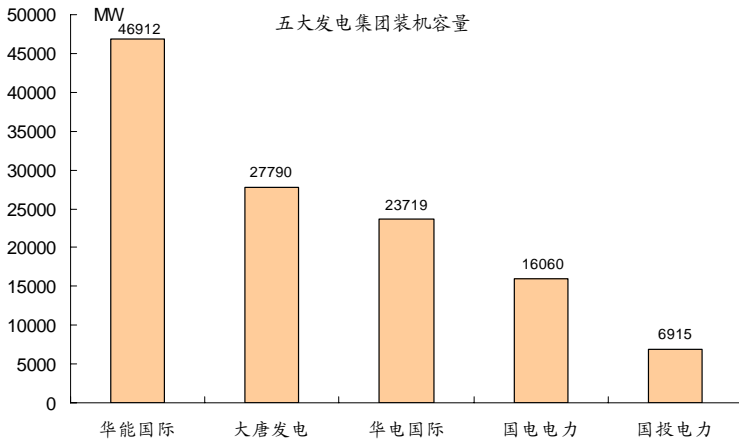
运营项目	运营能力变化量	收购价值
电力	增加已投产可控装机容量 3330MW，权益装机容量 3330MW，在建及核准容量 716MW，前期及规划项目容量 12930MW，上大压小关停容量 270MW	滇东火电受益于“煤电联营”，沾化热电受益于“热电联营”，罗源湾火电受益于“电港联运”，吉林生物发电受益于“可再生能源”
煤炭	增加煤炭地质储量合计 27.77 亿吨，可采储量合计 18.04 亿吨，在建产能合计 500 万吨/年，规划产能合计 300 万吨	为滇东“煤电联营”和公司“西电东送”打下基础
港务	增加港口两个，码头合计 10 座，其中运营码头 6 座，吞吐能力合计 669 万吨，在建码头 3 座，年设计吞吐能力合计 1295 万吨，筹建码头 1 座	增强公司海上运煤调配能力，有助于公司优化火电建设布局
海运	增加 5 艘 2 万吨级运能	

数据来源：第一创业研究所

● 巩固公司在发电行业的龙头地位，优化公司电源区域和结构布局

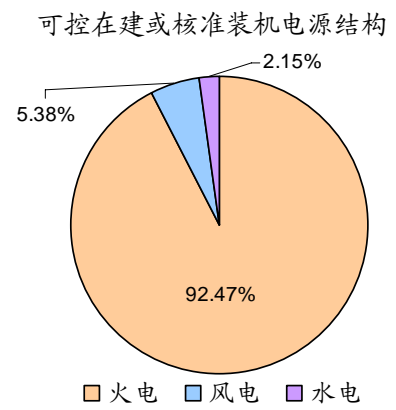
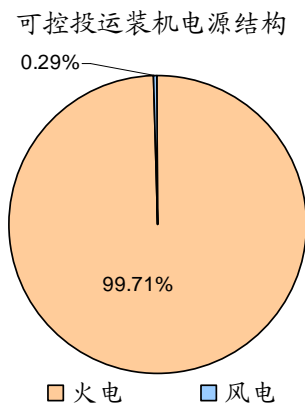
➤ 截止 2010 年 1 月 4 日，公司拥有可控投运装机容量 46912 兆瓦（其中火电为 46770 兆瓦，风电为 142 兆瓦），在行业内装机容量最大；在建及核准可控装机容量为 3716 兆瓦（其中火电为 3436 兆瓦，风电为 200 兆瓦，水电为 80 兆瓦）。

图 2：五大发电集团当前的装机容量对比



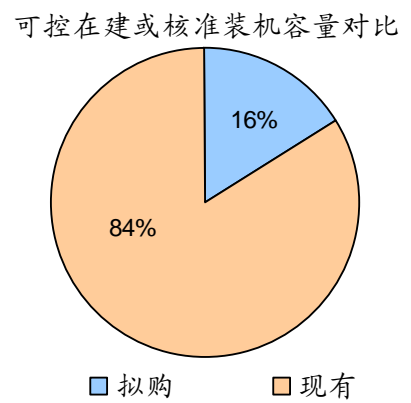
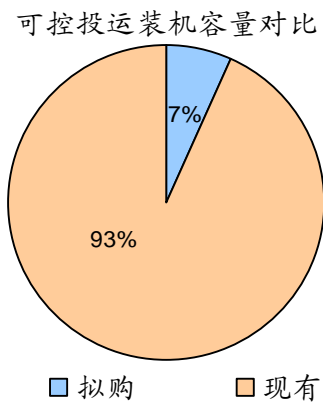
数据来源：第一创业研究所

图 3：目前公司可控投运装机电源结构和在建电源结构



数据来源：第一创业研究所

图 4：拟收购可控投运和在建装机容量较公司目前状况比较



数据来源：第一创业研究所

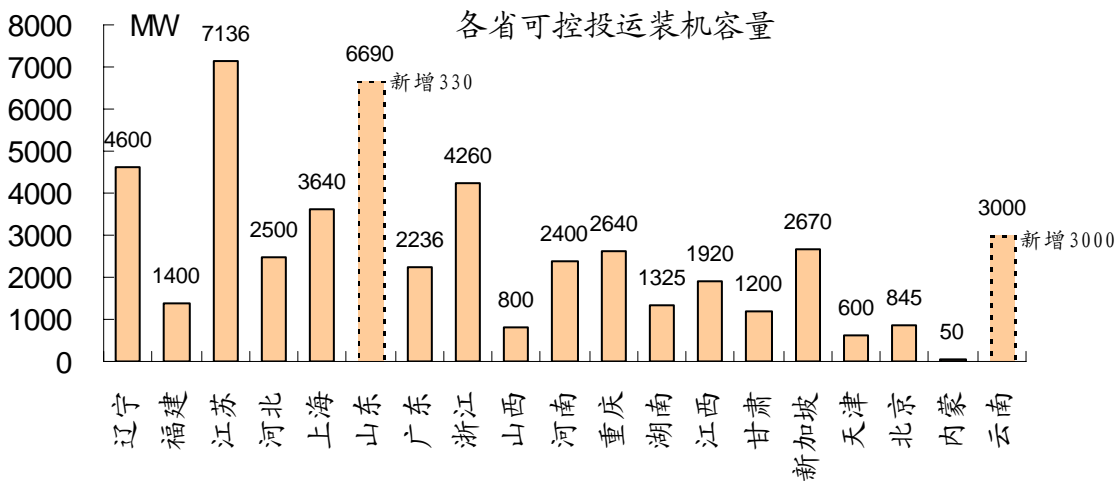
➤ 此次拟收购若成功，将增加公司投运可控装机容量 3330MW，权益装机容量 3330MW，在建及核准容量 716MW，前期及规划项目容量 12930MW，上大压小关停容量 270MW。

图 5: 拟购可控投运和在建/核准装机电源结构



数据来源：第一创业研究所

图 6: 拟购完成后的可控投运装机区域布局



数据来源：第一创业研究所

● **风险提示**

- 公司电力基本全为火电机组，动力煤价将成为影响公司利润的核心因素。
- 公司资产负债率高，加息将增加公司财务费用负担。

● **维持“中性”评级：**假定 2009~2011 年公司煤价涨幅为 -10%/-7%/0%，火电机组利用小时涨幅为 -2%/0%/0%，则对应 EPS 分别为 0.40/0.30/0.35，P/E 为 20.1/26.8/22.9。考虑到动力煤价涨价持续上涨超预期，火电行业可能再次出现亏损，维持“中性”评级。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120