

收购价格有偏高之虞,但看好长期盈利能力

——华能国际（601918）资产收购点评

华能国际与山东电力集团和鲁能发展于2009年12月31日签署《产权转让合同》，以86.25亿元收购相关电力、煤炭、港口等股权和资产。

收购的资产具有煤电港运综合协同效益

- 收购资产主要位于西电东送的主通道，煤矿为电厂所配套，在煤矿投产后能够实现煤电一体化。
- 本次收购不仅节省了项目前期准备成本和时间成本，而且具备后续发展潜能，能够实现可持续发展。

扩大经营规模和地域范围

- 收购前公司可控装机容量48548兆瓦，权益装机容量45340兆瓦。本次收购按可控装机计算，可扩大装机规模6.86%
- 收购资产集中在云南和山东，将使公司打开并巩固云南省和山东电力市场

开发与收购并重，收购价格有偏高之虞，但看好长期盈利能力

- 收购PB为2倍，虽然对于当前资本市场上电力行业2.89倍的平均PB来说属合理，但对于目标资产为亏损资产的收购来说有偏高之虞。
- 本次收购虽然短期不能给公司带来太大收益，但长期来看却能够提供较多利润，提升公司长期盈利能力。

风险因素：

- 美元汇率大幅波动，其在多大程度上对公司盈利产生促进作用尚存在一定不确定性。

给与“中性”评级。预计2009、2010、2011年EPS分别为0.41、0.29和0.38元。按2010年25倍市盈率计算，公司理论价值应在7.25元左右。华能国际当前价格8.04元，动态市盈率为19.56、31.04和26.16倍，估值已达合理区域。鉴于华能国际龙头地位，建议投资者长期关注。我们给予华能国际中性评级。

评级：中性

1年以来华能国际相对表现



阶段行情表现	本月	近三月
换手率(%)	0.89	40.91
涨跌(元)	0.08	1.02
涨跌幅(%)	0.99	14.42
行业涨跌幅(%)	-0.02	12.01
相对行业涨跌幅(%)	1.01	2.41
深成指数涨跌幅(%)	0.15	18.09
相对大盘涨跌幅(%)	0.84	-3.67

王泽军

010-58568297

wangze.jun@hrsec.com.cn

收购的资产具有煤电港运综合协同效益

收购的资产具有煤电港运综合协同效益，有利于公司改善资产结构。本次收购完成后，公司可获得

- 已投产可控装机容量3330兆瓦（火电3330兆瓦），权益装机容量3330兆瓦，在建及核准容量716兆瓦（火电600兆瓦、水电16兆瓦、生物质发电100兆瓦），前期及规划项目容量12930兆瓦，上大压小已关停容量270兆瓦；
- 煤炭项目地质储量合计27.77亿吨，可采储量合计18.04亿吨，规划产能合计800万吨/年；
- 港口2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；
- 以及2万吨级运能的船舶5艘。

本次所收购资产中的主要电厂位于西电东送的主通道，发展前景好。尤其是滇东和雨汪项目，所建白龙山煤矿和雨汪煤矿为电厂所配套，在煤矿投产后能够充分实现其煤电一体化的优势。

在目前的市场环境下，开发新项目获批时间长、难度大，本次收购资产中有运营、在建、已核准和前期项目，还有上大压小容量，因此本次收购不仅节省了项目前期准备成本和时间成本，而且具备后续发展潜能，能够实现可持续发展。

收购电力及煤炭资产情况（万千瓦、亿吨）

	股权	电力装机	在建（规划）电力装机	煤炭地质储量	煤炭可采储量	在建（规划）煤炭产能（万吨）
滇东能源	100.00%	4*60	4*60	19.72	13.47	500
滇东雨汪	100.00%	1*60	1*60（2010.3投产）	7.58	4.57	300
沾化热电	100.00%	2*16.5	2*100			
鲁能生物	100.00%		5+5+5			
罗源湾海港	100.00%					
罗源湾码头	58.30%					
陆岛码头	73.46%					
鲁能胶南港	100.00%		2*100			
鲁能海运	53.00%					
日照岚山	开发权		4*66			
罗源湾	开发权		2*66			
合计		333	1364.6	27.77	18.04	800

数据来源：公司公告、华融证券

扩大经营规模和地域范围

本次收购将扩大本公司的经营规模和地域范围，增加市场份额，提高公司的竞争能力，进一步巩固公司作为中国最大的独立发电公司之一的地位。

- 华能国际是A股装机容量规模最大的发电公司，收购前公司可控装机容量48548兆瓦，权益装机容量45340兆瓦。按可控装机计算，本次可扩大装机规模6.86%。
- 本次收购资产集中在云南和山东，将使公司进入云南省的电力市场，并进一步巩固公司在山东电力市场的市场地位。

公司装机容量

	装机容量	供应电网	权益%	可控装机	权益装机
大连	4x35	东北电网	100	140	140
丹东	2x35	东北电网	100	70	70
营口	2x60, 2x32	东北电网	100	184	184
福州	4x35	福建电网	100	140	140
南通	2x35.2, 2x35	江苏电网	100	140.4	140.4
南京	2x32	江苏电网	100	64	64
上安	2x30, 2x35, 2*60	河北电网	100	250	250
石洞口一厂	2x32.5, 32, 30	上海电网	100	127	127
石洞口二厂	2x60	上海电网	100	120	120
汕头燃煤	2x30, 60	广东电网	100	120	120
德州	33, 2×32, 30, 2x70	山东电网	100	267	267
济宁	2x13.5, 11	山东电网	100	38	38
长兴	12.5, 13.5	浙江电网	100	26	26
玉环	4x100	浙江电网	100	400	400
井冈山	2x30	江西电网	100	60	60
辛店	2x22.5	山东电网	100	45	45
	2*30	山东电网	95	60	57
淮阴	22	江苏电网	100	22	22
	4*33	江苏电网	63.64	132	84.0048
太仓	2x32, 2x63	江苏电网	75	190	142.5
上海燃机	3x39	上海电网	70	117	81.9
平凉	4x30	甘肃电网	65	120	78
威海	2x32	山东电网	60	64	38.4
榆社	2x10, 2x30	山西电网	60	80	48
沁北	4x60	河南电网	60	240	144
珞璜	4x36, 2x60	重庆电网	60	264	158.4
岳阳	2x36.25, 2x30	湖南电网	55	132.5	72.875
金陵燃机	2x39	江苏电网	60	78	46.8
邯峰	2x66	河北电网	40		52.8
日照	2x68	山东电网	100	136	136
大士能源	2x60, 4x36.75	新加坡	100	267	267

数据来源：公司公告、华融证券

开发与收购并重，收购价格有偏高之虞，但看好长期盈利能力

公司实行开发与收购并重的发展策略。当前公司已核准的在建装机有811.15万千瓦。本次收购是公司实行开发与收购并重的发展策略的延续。收购价格有偏高之虞。一方面，本次收购账面净资产为44.4亿元，增值率61.24%，收购3330兆瓦花费86.25亿元。而公司最近获得发改委核准的平凉二期项目，1200兆瓦需投资43.5亿元人民。姑且不算其他资产，仅按本次收购可控已投产电力资产计算的情况下，相当于86.25亿元换回了120.88亿元的资产。但是另一方面，收购PB为2倍，收购的却是亏损资产。虽然对于当前资本市场上电力行业2.89倍的平均PB来说属合理，但对于目标资产为亏损资产的收购来说有仍偏高之虞。

从收购项目进程看，已投产的项目装机333万千瓦，而未来装机空间有1364.6万千瓦，是已装机的3倍多。另外，煤矿800万吨/年项目仍处于在建状态，预计2011开始能带来收益。因此，本次收购虽然短期不能给公司带来太大收益，但长期来看却能提供较多利润，提升公司长期盈利能力。

收购资产评估情况（亿元）

	账面净资产	评估值	增值率	转让方权益评估值
滇东能源	16.99	35.3	107.77%	35.3
滇东雨汪	11.16	13.06	17.03%	13.06
沾化热电	0.6	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	2.4	29.73%	1.76
鲁能胶南港	3	3.66	22.00%	3.66
鲁能海运	1.94	2.1	8.25%	1.11
合计	44.4	71.59	61.24%	69.28

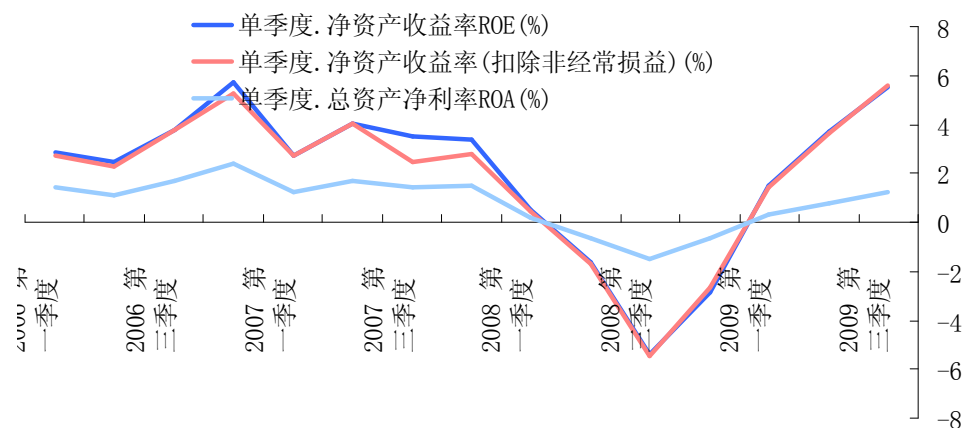
数据来源：公司公告、华融证券

公司在建装机

在建项目	装机容量	总投资	投资比例	投资时间	项目进展
海门一期	2×103.6	92.1	100%	2009	已核准
化德风电	4.95	5	99%	2009	已核准
金陵二期	1×103	82	60%	2009	已核准
井冈山二期	2×66	44.8	100%	2009	已核准
营口热电	2×33	31.6	100%	2009-2010	已核准
甘肃风电	20	20.37	100%	2010	已核准
济宁热电	2×35	25.12	100%	2009-2010	已核准
湘祁水电	8	8.9	100%	2011	已核准
平凉二期	2×100	43.5	100%		已核准
合计	811.15	353.39	-	-	-

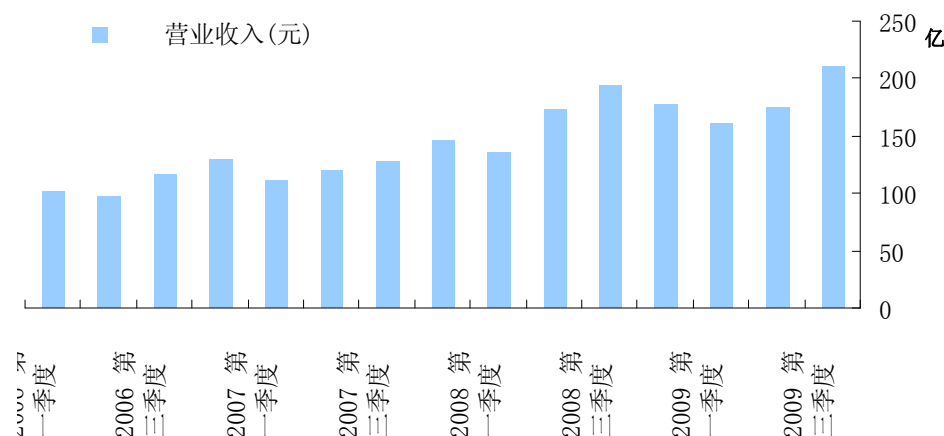
数据来源：公司公告、华融证券

公司单季度净利润及每股收益



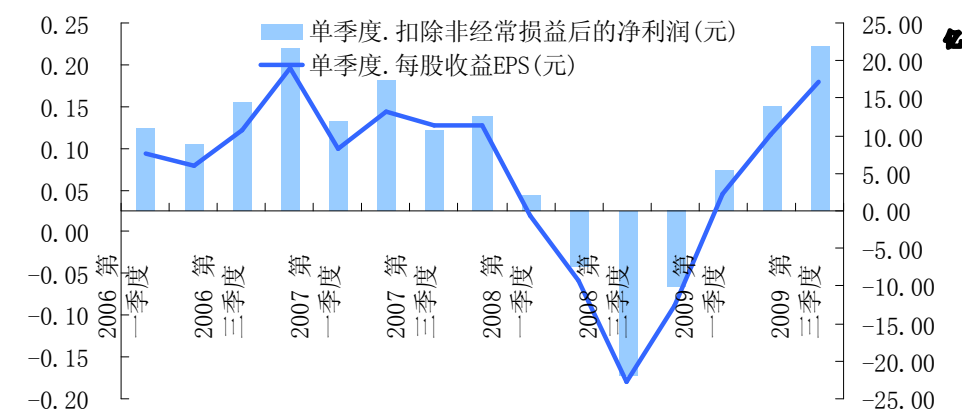
数据来源：公司公告、华融证券

公司单季度营业收入



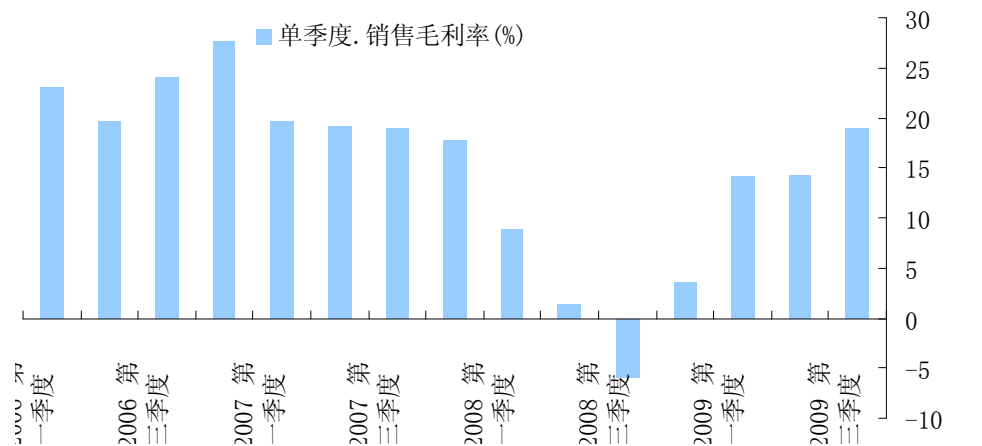
数据来源：公司公告、华融证券

公司单季度净利润及每股收益



数据来源：公司公告、华融证券

公司单季度毛利率



数据来源：公司公告、华融证券

风险因素

美元汇率大幅波动，其在多大程度上对公司盈利产生促进作用尚存在一定不确定性。

给与“中性”评级

预计2009、2010、2011年EPS分别为0.41、0.29和0.38元。按2010年25倍市盈率计算，公司理论价值应在7.25元左右。华能国际当前价格8.04元，动态市盈率为19.56、31.04和26.16倍，估值已达合理区域。鉴于华能国际龙头地位，建议投资者长期关注。我们给予华能国际中性评级。

华能国际盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	504.35	678.25	721.44	815.63	921.44
营业成本	445.51	668.76	608.19	719.19	810.89
营业税金及附加	409.43	1.06	1.13	1.28	1.45
销售费用	1.51	0.03	0.03	0.03	0.03
管理费用	15.24	18.55	18.55	18.55	18.55
财务费用	19.39	36.24	36.24	36.24	36.24
利润总额	71.25	-44.33	59.36	42.40	56.34
所得税	9.72	-2.20	2.94	2.10	2.79
净利润	64.18	-42.13	56.41	40.30	53.55
少数股东损益	4.21	-5.12	6.86	4.90	6.51
归属于母公司所有者的净利润	59.97	-37.01	49.56	35.40	47.04
每股收益	0.50	-0.31	0.41	0.29	0.38

数据来源：华融证券

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上 

推荐：预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5-15% 

中性：预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到+5%内 

卖出：预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上 

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内行业指数优于市场指数 5%以上 

中性：预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平 

看淡：预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上 

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区月坛北街 26 号恒华国际商务中心 9 层 电话：010—58568299

传真：010—58568062

网址：www.hrsec.com.cn