

市场有风险，投资需谨慎。

华能国际 (600011)

推荐 (维持)

## 增发点评：加快扩张步伐，巩固市场地位

2010年01月18日

王凡

0755-22624183

wangfan007@pingan.com.cn

### 事项

公司1月18日公告，将面向不超过10名特定投资者非公开发行A股股票。发行A股数量不超过12亿股，其中向华能集团发行数量为发行A股数量总额的1/3。发行价格不低于每股7.13元。募集资金计划用于公司甘肃等地风电项目、部分火电项目，以及偿还金融机构借款。

公司还拟向华能集团香港公司非公开发行H股股票。发行H股数量为发行A股数量的1/3，即不超过4亿股。发行价格为每股4.97港元。募集资金计划用于向中新电力增资，用于海外业务发展所需。

非公开发行A股股票与非公开发行H股股票互为条件。

### 主要观点

#### 1、扩张是最终目的

公司此次同时进行A股和H股的增发，目的是加快海内外的规模扩张。A股募集资金主要用于4个风电项目和4个火电项目的建设，以及偿还借款；H股募集资金用于中新电力在海外业务的发展需要。

公司曾确立目标：到2010年底，实现发电装机容量超过6000万千瓦；煤炭可控供应能力5000万吨/年；港口煤炭储运、中转能力超过4000万吨/年；煤炭海运能力超过3000万吨/年的战略目标。之前市场一度对该目标实现的可能性出现质疑，但随着近期华能扩张步伐的加快，目标的实现已为大概率事件。

截至目前，考虑公司之前收购的山东电力集团旗下资产，公司已拥有可控发电装机容量5203万千瓦左右。预计此次多数募集项目将于2010年底前后投产，若全部投产，可增加公司可控装机容量395万千瓦。公司可控容量将达到5600万千瓦左右，距离目标已不远。

#### 2、募集项目盈利能力尚佳

此次募集项目除两个风电项目的内部收益率为6.27%外，其他项目均在8%左右。盈利能力尚佳：风电项目得益于风力资源优势和电价到位因素；火电项目得益于负荷中心或坑口电厂等因素。预计平凉二期将较早投产，其他电厂可能要到2010年底左右投产，主要业绩贡献可能始于2011年。

图表 1 募集项目盈利能力尚佳

	装机容量 (MW)	股权 比例	电价 (元/千瓦时)	利用小时	税后内部 收益率	单位装机投资 (元/千瓦)
甘肃干河口第二风电场项目	199.5	100%	0.729/0.420	2203	8.29%	10211
甘肃桥湾第二风电场项目	201	100%	0.618/0.42	2124	6.27%	10184
甘肃桥湾第三风电场北项目	101	100%	0.665/0.420	2014	6.27%	10396
华能康保风电场一期	49.5	100%	0.562	2387	7.27%	10606
江苏华能金陵电厂二期	1000	60%	0.379	5500	8.66%	5160
华能福州电厂三期	600	100%	0.307	5000-5500	8.31%	4783
甘肃华能平凉电厂二期	1200	65%	0.221	5500	8.91%	3625
湖南华能岳阳电厂三期	600	55%	0.431	-	7.99%	4227

注：风电电价为（30000 小时以内/30000 小时以外）。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3、短期略有摊薄，长期有利公司经营

综合考虑公司非公开发行12亿A股和4亿H股，公司2010年业绩将略微摊薄约0.02元/股左右。以A股每股7.13元和H股每股4.97港元发行价计算，公司将募集资金103亿元人民币左右。

募集资金项目全部投产后，预计将为公司每年贡献2.54亿元左右的净利润。以5.35%的长期借款成本计，募集资金偿还借款可为公司节省财务费用1.12亿元左右。

考虑到经济处于加息周期，而公司的资产负债率处于历史高位，且随着进一步扩张有继续提高的趋势，因此我们认为公司此时选择股权融资，可以有效地降低公司财务费用的负担，有利于公司的长远发展。

### 4、维持“推荐”评级

考虑增发后，假设2010、2011年公司利用小时分别变动2.5%和4%，单燃成本分别变动5%和0，则预计公司2009、2010、2011年每股收益分别为0.46、0.30和0.34元。公司目前股价分别对应PE为17倍、26倍和23倍。维持“推荐”评级。

#### 近期相关报告

华能国际（600011）中报点评—盈利符合预期，未来仍看煤价走势

华能国际（600011）09年一季报点评暨电话会议纪要

### 平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

### 风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

## 平安证券有限责任公司

### 综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900      传真：（0755）82449257