

华能国际 (600011)

经营能力逐步提高

—2009 年年报点评及业绩交流会纪要

中性/ 维持评级

股价：RMB7.27

华泰联合公用事业研究小组

联系人

周衍长

+755-82364464 zhouyc@lhqz.com

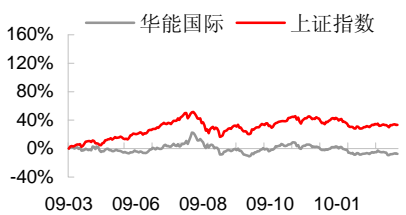
- 09 年市场煤价格下跌、综合上网电价提高以及发电量增长使盈利能力达到阶段性高点。**09 年公司实现营业收入 797 亿元，同比增长 10.4%；毛利率为 16.0%，同比提高 13.8 个百分点。公司盈利能力大幅提升主要来自三个方面：1、09 年市场煤价格下跌。公司采购原煤均价为 525 元/吨，较 08 年降低 60 元/吨；2、08 年电价上调的翘尾因素影响，09 年公司境内电厂综合电价为 417.23 元/千千瓦时，同比提高 7.17%；3、09 年收购和新投产电厂贡献发电量增量，公司发电量为 2035 亿千瓦时，同比增长 10.23%。
- 10 年发电量有望超预期。**公司经营计划力争 10 年发电量达到 2300 亿千瓦时，同比增长 13.0%。根据 1-3 月份华能集团发电量情况来看，公司 10 年发电量有望超预期。1-2 月份华能集团累计发电量同比增长 30%以上，3 月底累计发电量同比提高 38%左右，高于全国平均水平；1-2 月份平均利用小时提高 94 小时，在役机组 10 年利用小时有望同比提高 300 小时以上。
- 多渠道控制燃煤成本。**目前公司签订重点合同煤量约 7800 万吨，价格上涨约 40 元/吨，同比上涨约 8%。10 年公司继续进口煤炭，进口总量或将超过 1300 万吨；在集团扶持下，10 年公司有望从集团获取约 1200 万吨价格较为低廉的原煤；另外，公司积极探寻向上游延伸的机会，与山西阳泉矿务局的合资公司收购了 2 个产能 90 万吨煤矿。
- 装机结构优化提高经营效益。**公司积极采用大容量、高参数的先进发电机组，并关停小机组，从而降低单位燃煤成本和实现规模效益，使公司经营效益得到提高。预计 10 年公司 60 万千瓦以上机组装机容量占比有望达到 48.4%左右，同比提升 4.3 个百分点；从而使供电煤耗同比降低约 1.81%，即在综合煤价涨幅 8%情况下，其单位燃煤成本提高约 6.2%。
- 维持“中性”评级。**尽管公司经营能力逐步提高，但在煤价同比上涨 8%以及电价未能联动的背景下，我们认为，在未来两年内公司盈利能力将难以获得明显的提升。根据我们预测，2010-2012 年公司摊薄后的 EPS 分别为 0.27、0.29、0.42 元，目前股价对应静态 PE 为 26.6、24.4、17.3 倍，维持“中性”评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	12055
流通 A 股 (百万股)	2878
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	20925

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	72198.0	79742.3	94608.2	104069.5	112394.8
(+/-%)	43.2	10.4	18.6	10.0	8.0%
归属母公司净利润(百万元)	-3562.9	5081.0	3579.1	3890.7	5561.3
(+/-%)	-159.4	242.6	-29.6	8.7	42.9
EPS(元)	-0.30	0.42	0.27	0.29	0.42
P/E(倍)	-24.6	17.2	26.6	24.4	17.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

装机规模持续高增长

截至 09 底，公司可控装机容量为 4855 万千瓦，同比增长 18.6%，权益装机容量为 4534 万千瓦。包括新机组投产以及通过收购方式，公司规划 10 年可控装机容量达到 6000 万千瓦左右，同比增长 23.6%，继续维持高增长态势。预计 10 年公司火电机组投产容量 400 万千瓦左右，计划关停山东威海（2 台 12.5 万千瓦）和山西榆社（2 台 10 万千瓦）共 45 万千瓦机组。

目前公司总装机容量中火电占比为 90% 左右。未来将与石化企业合作，积极推进天然气发电项目，并积极参与集团公司核电项目建设。

表 1、2009 年投产机组情况

电厂名称	所处地区	机组类型	装机容量 (MW)	装机构成	权益比例 (%)	权益容量 (MW)
海门一期	广东汕头	火电	2072	2 × 1036	100%	2072
井冈山二期	江西吉安	火电	1320	2 × 660	100%	1320
营口热电	辽宁营口	热电	660	2 × 330	100%	660
济宁热电	山东济宁	热电	700	2 × 350	100%	700
金陵二期	江苏南京	火电	1030	1 × 1030	60%	618
化德风电	内蒙古	风电	49.5	49.5	99%	49.0
合计			5832			5419

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

10 年公司火电机组投产容量 400 万千瓦左右，其中平凉电厂两台 60 万千瓦机组已经投产。福州三期和威海三期属沿海电厂，煤炭供给优势以及强劲的区域电量需求使其具备较强盈利能力，平均回报率有望达 12% 以上。

表 2、2010 年预投产机组情况

电厂名称	所处地区	机组类型	装机容量 (MW)	装机构成	权益比例 (%)	权益容量 (MW)
福州三期	福建福州	火电	1200	2 × 600	100%	1200
岳阳三期	湖南岳阳	火电	1200	2 × 600	55%	660
平凉二期	甘肃平凉	火电	1200	2 × 600	65%	780
威海三期	山东威海	火电	1320	2 × 660	60%	792
合计			4920			3432

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

公司拟收购山东电力集团部分电力及其他非电资产。电力资产中，在役和在建纯燃煤机组单机容量都为 60 万千瓦，且均为煤电一体化项目，随着煤矿的逐步投产，收购电厂将公司更有效规避煤价波动的风险，获得稳定回报。

表 3、收购电厂机组情况

电厂名称	所处地区	机组类型	装机容量 (MW)	装机构成	权益比例 (%)	权益容量 (MW)
在役机组						
滇东能源	云南富源	火电	2400	4 × 600	100%	2400
滇东雨汪	云南富源	火电	600	1 × 600	100%	600
沾化热电	山东沾化	热电	330	2 × 165	100%	330
合计			3330			3330
在建机组						
滇东雨汪	云南富源	火电	600	1 × 600	100%	600
长底水电	云南富源	水电	16	4 × 4	100%	16
鲁能生物	吉林长春	生物质能	100	2 × 50	100%	100
合计			716			716

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

多渠道控制燃煤成本

公司分布于沿海地区机组容量占可控装机容量比例约为 70%，沿海港口获取燃煤的便利性以及华能集团对公司的扶持，使公司在燃煤获取和成本控制方面享有独到优势。

煤炭进口平抑国内市场煤价格波动

海外与国内煤价倒挂状况刺激公司煤炭进口以降低综合煤价，09 年公司进口煤炭 1258 万吨，占公司境内电厂总耗煤量的 14.6%，进口煤价较当时国内市场平均价格低 60 元/吨。2010 年公司继续保持进口态势，进口总量或将超过 1300 万吨。

集团公司大力扶持

在运力允许情况下，集团公司煤炭优先供给公司，而且煤价较为稳定，低于该煤炭的市场价。截至 09 年底华能集团原煤产能约为 4700 万吨，至 10 年底产能有望达到 6300 万吨左右，并提供公司约 1200 万吨原煤。

另外，股份公司与山西阳泉矿物局的合资公司收购了 2 个产能 90 万吨煤矿。

表 4、10 年集团煤炭供给情况

集团所属煤矿	煤炭供给量	中转站	受益电厂
华亭煤业	400 万吨	周边或秦皇岛港	山西和沿海电厂
呼伦贝尔扎赉诺尔煤业	500 万吨	营口港	辽宁和沿海电厂
北方联合电力通辽县	300 万吨以上	京塘港	沿海电厂

资料来源：华泰联合证券研究所。

合同煤价格上涨 8%

10 年公司已签订重点合同煤量约 7800 万吨，价格上涨约 40 元/吨，同比上涨约 8%。09 年公司原煤消耗量 8907 万吨，以 10 年发电量 2300 亿千瓦时计算，10 年公司原煤消耗量约 9500 万吨，市场煤和合同煤比例约为 40%和 60%。

表 5、 燃煤构成（境内）

项目	2008A	2009Q1	2009H1	2009A	2010E
合同煤量（万吨）	4428	912	2022	4876	6000
市场煤量（万吨）	4087	717	1623	3716	3500
其中：进口煤量（万吨）				1258	1300
燃煤总量（万吨）	8515	1629	3645	8592	9500
合同煤均价（元/吨）	504	474	513	505	545
市场煤均价（元/吨）	674	540	539	551	590
进口煤均价（元/吨）				490	
燃煤均价（元/吨）	585			525	562
燃煤成本（百万元）	49810			44860	53444

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

装机结构优化提高经营效益

公司积极采用大容量、高参数的先进发电机组，并积极关停小机组，两方面作用使公司装机结构得到持续改善，从而降低单位燃煤成本和体现了规模效益，使公司经营效益得到提高。

公司 10 年计划关停山东威海（2 台 12.5 万千瓦）和山西榆社（2 台 10 万千瓦）共 45 万千瓦机组。同时，投产 60 万千瓦以上机组约 400 万千瓦。预计 10 年公司 60 万千瓦以上机组容量占总装机容量比例有望达到 48.4%左右，同比提升 4.3 个百分点。

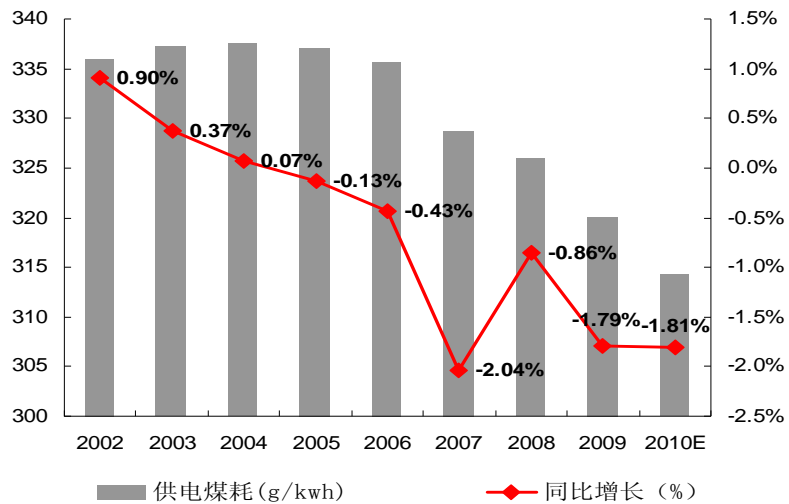
表 6、装机结构变化情况

装机结构	2008	2009	2010E
在役小机组比例(20万千瓦以下)	2.2%	2.5%	1.8%
60万千瓦以上机组比例	41.4%	44.1%	48.4%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

装机结构优化的结果使公司提高了经营效益，从两个方面表现：1、降低供电煤耗。在发电量一定情况下，降低煤耗意味着同比例降低了单位燃煤成本。我们预计 2010 年供电煤耗同比降低约 1.81%，即在综合煤价涨幅 8% 情况下，其单位燃煤成本提高约 6.2%。2、规模效益。显而易见，在同样规模的电厂中，大容量、高参数机组提高自动化程度，降低人员开支；另外，大容量机组在电力调峰中，往往享受优先调度的待遇，得到较高的利用小时。

图 1、供电煤耗变化情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

盈利预测

假设：

- 1、2010-2012 年公司综合煤价涨幅分别为 8%、2%、0%；
- 2、2010-2012 年上网电量分别增长 11%、10%、8%；
- 3、2010-2012 年公司所得税率为 15%、15%、15%
- 4、2010 年开始股本增加 12 亿股
- 5、收购资产全年并表

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	21995	19456	22265	19678	营业收入	79742	94608	104070	112395
现金	5452	1901	3578	0	营业成本	66961	82883	91147	96443
应收账款	9691	10169	11133	12053	营业税金及附加	166	196	216	233
其他应收款	1183	727	799	863	营业费用	3	4	4	5
预付账款	1024	995	1094	1157	管理费用	2360	2744	3018	3259
存货	4084	4973	5013	4822	财务费用	4435	4892	5602	6262
其他流动资产	560	692	647	783	资产减值损失	659	20	20	20
非流动资产	172002	193635	216449	244214	公允价值变动收益	-34	0	0	0
长期投资	9550	10000	11000	12000	投资净收益	809	500	700	700
固定资产	108769	120474	135227	153426	营业利润	5933	4369	4762	6872
无形资产	7086	9966	10136	10486	营业外收入	279	300	300	300
其他非流动资产	46597	53195	60086	68302	营业外支出	163	150	150	150
资产总计	193997	213091	238713	263892	利润总额	6050	4519	4912	7022
流动负债	56557	50289	61524	70423	所得税	657	669	727	1039
短期借款	24730	21715	25064	30823	净利润	5393	3850	4185	5983
应付账款	4315	3730	4102	4340	少数股东损益	312	271	295	421
其他流动负债	27512	24844	32359	35261	归属母公司净利润	5081	3579	3891	5561
非流动负债	88723	108973	119175	129472	EBITDA	19602	15962	18205	22376
长期借款	71267	91267	101267	111267	EPS (元)	0.42	0.27	0.29	0.42
其他非流动负债	17457	17706	17908	18205					
负债合计	145280	159261	180699	199895	主要财务比率				
少数股东权益	7701	7973	8267	8689	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	12055	13255	13255	13255	成长能力				
资本公积	9349	9349	9349	9349	营业收入	10.4%	18.6%	10.0%	8.0%
留存收益	19973	23552	27443	33004	营业利润	39.2%	-26.4%	9.0%	44.3%
归属母公司股东权益	41016	45857	49747	55309	归属于母公司净利润	42.6%	-29.6%	8.7%	42.9%
负债和股东权益	193997	213091	238713	263892	获利能力				
					毛利率(%)	16.0%	12.4%	12.4%	14.2%
					净利率(%)	6.4%	3.8%	3.7%	4.9%
					ROE(%)	12.4%	7.8%	7.8%	10.1%
					ROIC(%)	6.0%	4.4%	4.4%	5.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	74.9%	74.7%	75.7%	75.7%
					净负债比率(%)	72.44%	77.22%	78.21%	79.09%
					流动比率	0.39	0.39	0.36	0.28
					速动比率	0.32	0.29	0.28	0.21
					营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.46	0.46	0.45
					应收账款周转率	9	9	10	9
					应付账款周转率	18.31	20.61	23.28	22.85
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.27	0.29	0.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	0.78	1.43	1.68
					每股净资产(最新摊薄)	3.09	3.46	3.75	4.17
					估值比率				
					P/E	18.71	26.55	24.43	17.09
					P/B	2.32	2.07	1.91	1.72
					EV/EBITDA	10	12	11	9

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

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 2009 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

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com