

业绩对煤价弹性大

中性（维持）

华电国际（600027）2009 年年报点评

投资要点：

2010 年 3 月 29 日

- ◇ **公司业绩符合预期。**2009 年度实现营业收入达到366.62 亿元，营业利润为16.43 亿元，归属于母公司股东的净利润为11.62 亿元，08年公司亏损25.58亿元。09年公司实现每股收益0.191元。利润分配方案为每10股派发现金红利0.35元（含税）。
- ◇ 公司09年扭亏为盈，盈利大幅增长主要主要得益于发电量增长、燃煤价格企稳下降及2008 年两次电价调整的翘尾效应使平均电价较上年提升。同时公司投资收益较上年同期增加411.59 %
- ◇ **加大对清洁能源的投资。**截至2010-3-29日，公司控股装机容量达到2455万千瓦，权益装机容量达到2138万千瓦，共投产134万千瓦火电机组、风电机组和水电机组。
- ◇ 09年投产的机组中风电和水电占比33%，从在建项目来看清洁能源发电比例占到了19%，公司投资方向明显向新能源发电倾斜。
- ◇ **电价和煤价是决定公司业绩的最主要因素。**从公司对燃料成本和电价的业绩敏感性来看，公司对于煤炭价格的敏感性较大。当电价不变的情况下（假设其他条件也不变），煤炭价格上涨5%，公司业绩下滑77%，当煤炭价格上涨7%左右时，公司将会重现亏损。我们认为在目前电价改革尚未启动，煤电联动不明朗的情况下，煤炭价格仍然是影响公司业绩的最主要因素。
- ◇ **维持“中性”的投资评级。**我们预计10年公司利用小时数和电价有所上升，煤炭价格将会上涨。公司业绩同比将会下降。预计2010年和2011年公司每股收益为0.11元和0.20元。维持中性的投资评级。

俞春燕

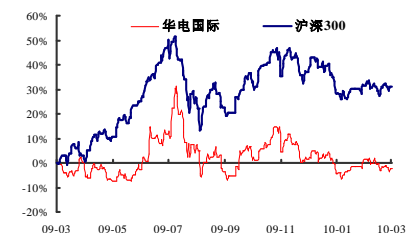
电话：0769-22119410

邮箱：ycy@dgzq.com.cn

主要数据 2010 年 3 月 29 日

收盘价(元)	4.99
总股本(万股)	677108
流通 A 股股本(万股)	459006
12 月最高价(元)	6.80
12 月最低价(元)	4.636

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

相关报告

1. 公司业绩符合预期

2009 年度实现营业收入达到 366.62 亿元，营业利润为 16.43 亿元，归属于母公司股东的净利润为 11.62 亿元，08 年公司亏损 25.58 亿元。09 年公司实现每股收益 0.191 元。利润分配方案为每 10 股派发现金红利 0.35 元（含税）。

公司 09 年扭亏为盈，盈利大幅增长主要主要得益于发电量增长、燃煤价格企稳下降及 2008 年两次电价调整的翘尾效应使平均电价较上年提升。同时公司投资收益较上年同期增加 411.59%，主要是由于本公司当期非同一控制下收购华瑞公司，增加其对外投资收益及合营联营公司盈利增长。

2. 加大对清洁能源的投资

截至 2010-3-29 日，公司控股装机容量达到 2455 万千瓦，权益装机容量达到 2138 万千瓦，共投产 134 万千瓦火电机组、风电机组和水电机组。

09 年投产的机组中风电和水电占比 33%，从在建项目来看清洁能源发电比例占到了 19%，公司投资方向明显向新能源发电倾斜。

表 1：09 年投产项目

项目名称	装机容量(兆瓦)	完成国家规定的满负荷试运行/并网发电日期
裕华公司第一台	300	2009 年 1 月 23 日
裕华公司第二台	300	2009 年 4 月 23 日
漯河公司第一台	300	2009 年 12 月 23 日
宁东风电公司二期	45	2009 年 12 月 1 日
沽源风电公司	100.5	2009 年 12 月 31 日
开鲁风电公司义和塔拉一、二期	99	2010 年 1 月 31 日
杂谷脑水电公司	195	2010 年 3 月 17 日
合计	1,339.5	

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 2：在建项目

在建项目名称	装机容量
灵武公司二期工程	两台 1,000 兆瓦机组
山东莱州项目	两台 1,000 兆瓦机组
六安公司	一台 600 兆瓦机组
漯河公司	一台 300 兆瓦热电联产机组
鹿华公司	两台 300 兆瓦热电联产机组
渠东公司	两台 300 兆瓦热电联产机组
淄博公司	两台 300 兆瓦热电联产机组
泸定水电公司	四台 230 兆瓦水电机组
杂谷脑水电公司	168 兆瓦水电机组
开鲁风电公司	300 兆瓦风电机组
科左中旗风电公司	49.5 兆瓦风电机组
康保风电公司	49.5 兆瓦风电机组
宁东风电公司扩建项目	12 兆瓦风电机组
宁夏西吉县月亮山项目	49.5 兆瓦风电机组
尚德太阳能公司	10 兆瓦太阳能发电机组
合计	8,258.5 兆瓦

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3.电价和煤价依然是决定公司业绩的最主要因素

2009 年度本公司发生营业成本为 308.95 亿元，其中燃料成本 227.76 亿元，占总成本的 73.72%；单位发电燃料成本为 220.73 元/千千瓦时，同比降低 11.35%；管理费用 11.68 亿元，比去年上涨 6.25%，主要是新增合并单位及新机组投产所致；财务费用 29.48 亿元，比去年下降 0.56%，主要是国家去年下半年以来多次降息及本公司采用公司债券、票据等低息融资方式等原因，有效的降低了财务费用。本公司全年供电煤耗完成 323.00 克/千瓦时，主要是大机组容量比例上升所致。

从公司对燃料成本和电价的业绩敏感性来看，公司对于煤炭价格的敏感性较大。当电价不变的情况下（假设其他条件也不变），煤炭价格上涨 5%，公司业绩下滑 77%，当煤炭价格上涨 7%左右时，公司将会重现亏损。我们认为在目前电价改革尚未启动，煤电联动不明朗的情况下，煤炭价格仍然是影响公司业绩的最主要因素。

表 3：公司业绩对电价（横轴）和煤价（纵轴）的变动敏感性

	0.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
-5.00%	77.27%	200.76%	324.26%	447.75%	571.25%
0.00%	0.00%	123.50%	246.99%	370.49%	493.98%
5.00%	-77.27%	46.23%	169.72%	293.22%	416.71%
10.00%	-154.54%	-31.04%	92.45%	215.95%	339.44%
15.00%	-231.81%	-108.31%	15.18%	138.68%	262.17%
20.00%	-309.07%	-185.58%	-62.08%	61.41%	184.91%
25.00%	-386.34%	-262.85%	-139.35%	-15.86%	107.64%
30.00%	-463.61%	-340.12%	-216.62%	-93.13%	30.37%

资料来源：东莞证券研究所

公司积极收购煤炭资源扩展产业链，以消除煤炭价格波动对公司业绩的巨大影响。09 年，公司收购宁夏银星煤业获得其 45%股权、收购内蒙古福城矿业有限公司 35%股权、内蒙古鄂托克前旗长城煤矿有限责任公司 25%股权。同时通过下属子公司收购了山西朔州万通源二铺煤业 70%股权和山西东易忠厚煤业有限公司 70%股权。另外，公司还将积极加大在山西省的煤炭产业投资力度，积极参与山西省的煤炭资源整合，在已收购上述两矿的基础上，获取更多的煤炭资源。

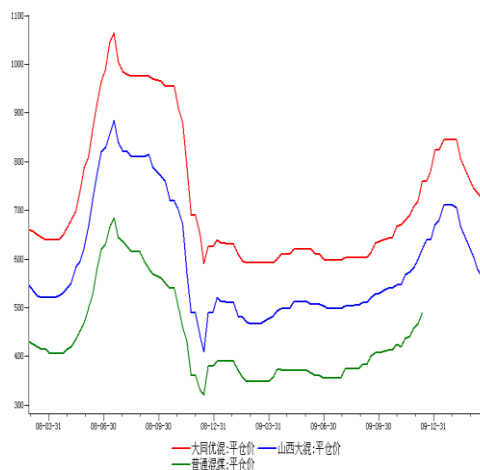
3.三季度业绩是高点，行业面临不确定性

公司全年毛利率为 16%，略低于 07 年时的毛利率 19%。毛利率提升一方面源于 08 年下半年电价的调整，一方面源于煤炭价格的下降。

从单季毛利率来看，09 年三季度是阶段性高点，随着煤炭价格的上涨，公司的毛利率也有所回落。同时单季每股收益也在第三季度达到最高点。

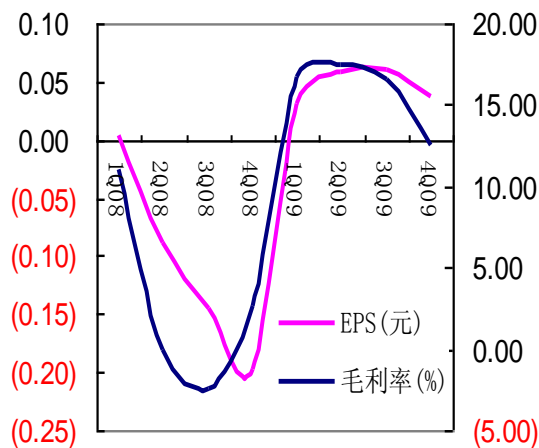
2010 年本公司预计力争完成发电量约 1,145 亿千瓦时，燃煤机组平均利用小时数力争完成约 5035 小时左右，煤炭价格将比 2009 年有一定幅度的上涨。

图 2：煤炭价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：单季毛利率和单季 EPS



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

4. 维持“中性”的投资评级

我们预计 10 年公司利用小时数和电价有所上升，煤炭价格将会上涨。公司业绩同比将会下降。预计 2010 年和 2011 年公司每股收益为 0.11 元和 0.20 元。维持中性的投资评级。

表 4：公司利润预测表

科目(百万元)	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010E	2011E
营业总收入	20,492.46	31,960.78	36,661.82	40,328.00	45,167.36
营业总收入—YOY		55.96%	14.71%	10.00%	12.00%
营业总成本	18,818.18	35,297.16	35,261.00	39,432.72	43,261.30
营业成本	16,533.17	30,993.92	30,895.33	35,085.36	38,392.26
营业成本—YOY		87.47%	-0.32%	13.56%	9.43%
综合毛利率	19.32%	3.03%	15.73%	13.00%	15.00%
营业税金及附加	207.90	227.94	247.72	274.23	307.14
营业税金及附加率	1.01%	0.71%	0.68%	0.68%	0.68%
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	687.79	1,099.13	1,167.87	1,250.17	1,400.19
管理费用率	3.36%	3.44%	3.19%	3.10%	3.10%
EBIT	3063.60	-360.21	4350.91	3718.24	5067.78
EBITDA	5870.27	3435.78	8434.81	10272.38	5397.83

财务费用	1,381.91	2,965.13	2,948.46	2,822.96	3,161.72
财务费用率	6.74%	9.28%	8.04%	7.00%	7.00%
期间费用	2,069.70	4,064.26	4,116.33	4,073.13	4,561.90
期间费用率	10.10%	12.72%	11.23%	10.10%	10.10%
资产减值损失	7.41	11.05	1.62	0.00	0.00
资产减值损失率	0.04%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
其他经营收益	130.61	-77.61	241.83	200.00	200.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	130.61	-77.61	241.83	200.00	200.00
其中 对联营和合营投资	130.61	-108.62	216.84	0.00	0.00
营业利润	1,804.89	-3,414.00	1,642.65	1,095.28	2,106.06
营业利润率	8.81%	-10.68%	4.48%	2.72%	4.66%
加 营业外收入	26.56	275.55	76.61	0.00	0.00
减 营业外支出	8.50	24.06	18.35	0.00	0.00
利润总额	1,822.95	-3,162.51	1,700.91	1,095.28	2,106.06
减 所得税	275.94	-118.35	108.00	87.62	210.61
实际所得税率	15.14%	3.74%	6.35%	8.00%	10.00%
加 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1,547.01	-3,044.16	1,592.91	1,007.66	1,895.46
减 少数股东损益	320.74	-486.07	430.49	273.82	526.52
少数股东权益/利润总额	17.59%	15.37%	25.31%	25.00%	25.00%
归母公司所有者的净利润	1,226.27	-2,558.10	1,162.43	733.84	1,368.94
销售净利率	5.98%	-8.00%	3.17%	1.82%	3.03%
YOY -归属母公司净利润		-308.61%	-145.44%	-36.87%	86.55%
总股本(万)	602108.42	602108.42	602108.42	677,108.42	677,108.42
基本每股收益(元)	0.204	-0.425	0.191	0.11	0.20

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn