



# 电源结构改善平抑业绩波动风险

——华电国际（600027）2009 年报点评

2010 年 3 月 29 日

推荐/维持

华电国际

财报点评

周宏宇	电力与电力设备行业研究员
	zhouhy@dxzq.net.cn 010-6650 7323

## 事件：

华电国际（600027）3 月 29 日公布了 2009 年报：报告期内，实现营业收入达到 366.62 亿元，同比增长 14.71%。营业利润 16.43 亿元，归属于母公司股东的净利润 11.62 亿元。实现基本每股收益 0.191 元。扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.187 元。

## 公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	7277.44	8267.79	8135.63	8473.62	8814.69	9546.41	9827.11
增长率（%）	65.89%	62.37%	19.20%	30.82%	21.12%	15.47%	20.79%
毛利率（%）	-0.04%	-2.45%	2.67%	16.69%	17.53%	16.51%	12.53%
期间费用率（%）	11.46%	13.09%	15.38%	12.43%	11.41%	11.05%	10.20%
营业利润率（%）	-12.33%	-16.49%	-14.52%	3.77%	6.32%	5.18%	2.77%
净利润（百万元）	-611.08	-1050.07	-1434.95	237.79	482.77	579.46	292.90
增长率（%）	-296.17%	-372.74%	-406.54%	721.46%	-179.00%	-155.18%	-120.41%
每股盈利（季度，元）	-0.088	-0.145	-0.198	0.032	0.059	0.060	0.038
资产负债率（%）	76.07%	81.09%	81.73%	82.54%	82.30%	82.01%	79.25%
净资产收益率（%）	-3.55%	-6.35%	-9.28%	1.51%	2.92%	3.39%	1.41%
总资产收益率（%）	-0.85%	-1.20%	-1.70%	0.26%	0.52%	0.61%	0.29%

## 评论:

### 经营回顾:

- 截至本年报日，公司控股装机容量达到 24,548.0 兆瓦，权益装机容量达到 21,379.6兆瓦。
- 2009年公司完成发电量1,074.68亿千瓦时，同比增长6.75%；本公司燃煤发电机组利用小时完成4,954小时，同比下降约72小时。
- 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%

**表 1 2009 年公司各发电厂经营情况**

发电厂/公司名称	装机容量 (兆瓦)	股权比例	发电量 (亿千瓦时)	上网电量 (亿千瓦时)	上网电量 同比
邹县发电厂	2,540	100%	126.12	118.48	-13.9%
十里泉发电厂	770	100%	43.03	39.87	-13.8%
莱城发电厂	1,200	100%	59.52	55	-16.3%
华电邹县发电有限公司	2,000	69%	118.7	112.2	-1.1%
华电青岛发电有限公司	1,200	55%	57.82	53.15	-11.3%
华电潍坊发电有限公司	2,000	45%	93.89	87.9	6.1%
华电淄博热电有限公司	433	100%	27.71	24.62	4.2%
华电章丘发电有限公司	890	87.50%	42.72	39.31	-5.1%
华电滕州新源热电有限公司	930	93.26%	49.23	45.51	-9.7%
华电莱州风电有限公司	40.5	55%	0.75	0.73	151.7%
四川广安发电有限责任公司	2,400	80%	94.07	87.53	44.1%
四川华电杂谷脑水电开发有限责任公司	228	49%	8.93	8.82	258.5%
华电新乡发电有限公司	1,320	90%	66.32	62.29	20.1%
华电漯河发电有限公司	300	75%	0.37	0.34	
华电宁夏灵武发电有限公司	1,200	65%	65.79	59.95	-12.7%
华电宁东风电有限公司	90	100%	1.08	1.07	40.8%
安徽华电宿州发电有限公司（注2）	1,260	97%	64.91	60.99	19.6%
安徽华电芜湖发电有限公司	1,320	65%	52.24	49.42	800.2%
华电宿州生物质能发电有限公司	25	78%	1.46	1.29	706.3%
杭州华电半山发电有限公司	1,435	64%	47.25	45.1	-10.0%
河北华电石家庄热电有限公司（注3）	1,100	82%	47.97	42.27	72.7%
河北华电混合蓄能水电有限公司	57	100%	0.5	0.5	-7.4%
河北华瑞能源集团有限公司（注4）	1,866.70	100%	4.32	3.2	
<b>本集团</b>			<b>1074.68</b>	<b>999.54</b>	<b>6.8%</b>

资料来源：公司公告，东兴证券整理

**积极因素：**

- 国家发改委决定自2009年11月20日起适当调整电价水平，将全国销售电价每千瓦时平均提高2.8分。各地区、各行业电价调整标准有所差异。按装机容量加权平均计算，此次电价调整后公司电价水平略有上升。
- 截至本年报日，公司通过全资子公司山西茂华能源投资有限公司以人民币39,760万元收购山西朔州万通源二铺煤业有限公司70%股权，以人民币36,260万元收购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。
- 上述之外，公司投资人民币6亿元于宁夏银星煤业有限公司，获得其45%股权；以人民币4.98亿元收购内蒙古福城矿业有限公司35%股权，以人民币1.8亿元收购内蒙古鄂托克前旗长城煤矿有限责任公司25%股权。上述投资对延伸公司上游产业链，保证公司下属发电厂煤炭供应具有积极意义。

**表 2 2009 年公司新投产机组**

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
<b>合计</b>	<b>1,339.50</b>	

资料来源：公司公告

**消极因素：**

- 一是从签订的2010年煤炭重点合同看，煤价出现较大幅度上涨，但是煤电联动存在不确定性，同时中国提高铁路运价，煤炭运输成本加大，将在一定程度上影响本公司的经营成果和效益。
- 二是中国推动环保收费改革，加强对环保设施的运行监管，环保成本将进一步增加。
- 三是中国提高火电项目核准门槛，继续严格执行上大压小政策，常规火电项目发展受到一定程度制约。

**业务展望：**

- 中国国民经济企稳复苏，社会用电持续增长，2010年机组利用小时将小幅回升，为本公司增发发电量创造了条件。本公司控参股的部分煤矿2010年将陆续投产，自身产能将从无到有，逐步提升，对于本公司改善供煤结构和有效平抑煤价具有积极意义。中国大力发展绿色经济和循环经济，并将开展低碳经济试点，为本公司加快结构调整和转变发展方式创造了机遇。

表 3 公司在建项目统计

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
<b>合计</b>	<b>8,258.5 兆瓦</b>

资料来源：公司公告

表 4 公司前期项目统计

前期项目名称	计划装机容量
十里泉发电厂扩建项目	1 台 600 兆瓦机组
天津南疆项目	2 台 300 兆瓦热电联产机组
青岛公司三期项目	1 台 300 兆瓦热电联产机组
沽源风电公司二期项目	100 兆瓦风电机组
张家口塞北一期项目	100 兆瓦风电机组
翁牛特旗一期项目	49.5 兆瓦风电机组
曹妃甸海上一期项目	49.5 兆瓦风电机组
<b>合计</b>	<b>1,799 兆瓦</b>

资料来源：公司公告

### 盈利预测与投资建议

预测 2010、2011 年 EPS 分别为 0.23、0.28 元，按上个交易日收盘价 4.99 元计，分别对应 21.7 倍、17.8 倍 PE，维持“推荐”评级。

**表 5 利润预测简表**

利润预测表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	31,961	36,662	40,328	44,361
增长率（%）	56%	15%	10%	10%
毛利率（%）	-10%	5%	5%	6%
减：营业成本	30,994	30,895	33,985	37,383
营业税金及附加	228	248	272	300
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,099	1,168	1,226	1,288
财务费用	2,965	2,948	3,037	3,098
期间费用率（%）	13%	11%	11%	10%
加：公允价值变动净损益	0	0	0	0
投资收益	-78	242	250	250
营业利润	-3,414	1,643	2,057	2,542
增长率（%）	-289%	-148%	25%	24%
加：营业外净收入	251	58	0	0
利润总额	-3,163	1,701	2,057	2,542
减：所得税	-118	108	411	508
实际所得税率（%）	4%	6%	20%	20%
少数股东损益	-486	430	521	643
归属于母公司净利润	-2,558	1,162	1,537	1,899
净利润率（%）	-8%	3%	4%	4%
增长率（%）	-309%	-145%	32%	24%
总股本（百万股）	6,021	6,771	6,771	6,771
<b>每股收益（元）</b>	<b>-0.43</b>	<b>0.19</b>	<b>0.23</b>	<b>0.28</b>

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。