

发电量大增抵御煤炭成本上涨压力

——华能国际 2010 年半年报点评

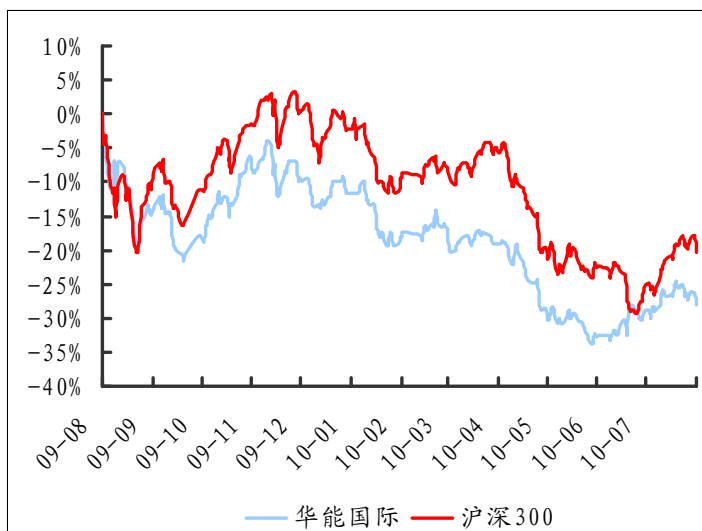
最新评级：谨慎推荐（首次）

上次评级：——

市场数据

上证综合指数	2595.27
深圳成分指数	10715.39
沪深 300 指数	2832.64
沪深成交金额	2485.52 亿

报告时间： 2010年8月11日
报告类型： 业绩点评
研究员： 蔡文彬
电 话： (0351)4131415
E mail: caiwb@dtsbc.com.cn
地 址： 山西·太原·青年路8号
邮 编： 030001
网 址： <http://www.dtsbc.com.cn>



相关报告：

■ 事件

8月11日，华能国际发布2010年半年度报告。2010年上半年公司实现营业收入488.54亿元，同比增长37.25%；归属于母公司的净利润约20.26亿元，同比增长2.71%。上半年实现每股收益0.17元。

■ 点评

净利润同比增长2.71%，符合市场预期

华能国际上半年实现营业收入488.54亿元，同比增长37.25%；受燃料价格上涨、发电量增加的影响，公司上半年营业成本同比增长41.36%。虽然公司上半年营业成本增长幅度大于营业收入，但是由于业务规模扩大，上半年华能国际仍实现归属于母公司的净利润约20.26亿元，同比增长2.71%。上半年实现每股收益0.17元，符合市场预期。

用电需求恢复，公司发电量增长显著

华能国际上半年完成发电量 1,188.36 亿千瓦时，较去年同期增长 38.01%。发电量大增主要是由于：一方面，2009 年下半年公司新投产电厂和新收购电厂，包括平凉电厂、北京热电厂、杨柳青热电厂和启东风电厂等贡献了新增电量。其中，新投产机组使得营业收入增加 55.95 亿元，新收购机组使得营业收入增加了 21.40 亿元。另一方面，2009 年上半年全社会用电负荷低迷，发电量基数较低，而今年上半年全国经济形势趋好，全社会用电负荷大幅增长，刺激了机组利用小时显著增加。此外，公司电厂多分布在江苏、山东、上海等沿海地区，电力市场情况好于全国水平，这也使得公司机组利用小时增长幅度相对较大。

华能国际福州电厂 5 号机组于 7 月通过了 168 小时满负荷试运行，截至目前，可控装机容量 5,003.30 万千瓦，权益装机 4,651.20 万千瓦。随着收购山东电力集团、山东鲁能集团相关电力资产完成，公司装机容量将继续增长。而在经济景气度维持的情况下，公司全年燃煤机组利用小时数有望达到 5,200 个小时。因此，在装机容量扩大和利用小时大幅回升等因素作用下，公司全年发电量增速有望保持在高水平。

燃料成本上升，毛利率小幅下滑

上半年华能国际燃料成本同比增长了 58.46%，为 317.49 亿元。一部分原因是由于煤炭价格的上涨，另一方面是由于公司上半年机组利用小时上升，以及机组扩容，发电量出现了大幅度的增长。其中新投产机组使得燃料成本增加 44.25 亿元，新收购机组使得燃料成本增加 13.16 亿元。由于煤炭价格上涨，公司上半年毛利率下降了 2.58 个百分点，为 11.15%。

近几个月，受南方水电出力大幅增加、国家控制高能耗、6 月下旬政府出台监督电煤重点合同执行情况的措施等因素影响，电煤市场价格出现了小幅下降的苗头。目前发电企业电煤库存比较充足，电煤整体供应由紧趋缓。在需求下降的情况下，预期下半年煤炭价格大幅上涨可能性很小，电力企业煤炭成本压力将有所减弱。

但是，在关闭淘汰落后产能、严格实施差别电价、用电基数上升等因素影响下，下半年用电需求增速将放缓，加上汛期水电出力相比往年大幅增加，预计下半年燃煤机组利用小时数也将难有上升空间。因此，华能国际下半年毛利率恢复的可能性不大。

投资建议

在全年机组利用小时数达到 5,200 小时，标煤价格上涨 10% 的假设下，我们预测 2010、2011 年华能国际的每股收益分别为 0.351 元和 0.385 元。目前股价对应的 2010 年、2011 年市盈率分别为 17.66 倍和 16.10 倍。

上半年经济形势好转，用电需求增长显著，刺激华能国际发电量大增，这在很大程度上帮助公司抵御了煤炭成本的上涨压力，公司上半年业绩较为稳定。由于去年下半年发电量基数上升，而今年下半年发电量将受到节能降耗、水电出力增加等因素的影响，机组利用小时增速将下降。虽然下半年煤炭价格不存在大涨的风险，但是仍高于去年同期的水平。因此预计公司今年下半年业绩较去年同期将回落。

我们认为，华能国际目前股价对应的市盈率低于行业平均水平，具有一定的估值优势，但考虑到下半年煤价的不确定性，首次给予公司“谨慎推荐”投资评级。

图表 盈利预测结果

项目	2009A	2010E	2011E
主营收入（元）	79,742,330,872.00	98,221,888,918.50	101,030,495,300.21
主营收入增长率	10.45%	23.17%	2.86%
EBITDA（元）	10,251,823,576.58	8,748,392,736.95	9,223,373,455.74
EBITDA增长率	—	-14.67%	5.43%
净利润（元）	5,080,996,564.00	4,235,735,782.55	4,638,703,641.11
净利润增长率	—	-16.64%	9.51%
EPS（元/股）	0.421	0.351	0.385

资料来源：大同证券研究部

风险提示

- 1、煤炭价格超预期上涨；
- 2、在节能降耗政策影响下，机组利用小时增速有下降的风险。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。