

电力研究小组  
010-88087783  
pengqg@cmschina.com.cn

2008年12月30日

# 华电国际(600027.SH)/3.63元

## 收购河北华瑞，实现外延扩张

公用事业·电力

目标估值: 4.0~4.1元

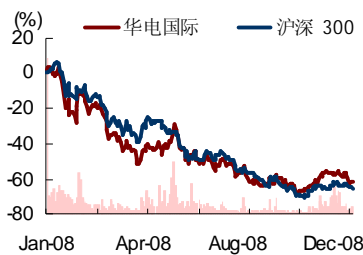
审慎推荐-B(提高)

### 基础数据

上证综指	1850
总股本(万股)	602108
已上市流通股(万股)	144195
总市值(亿元)	219
流通市值(亿元)	52
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	-8.2
资产负债率	81.1%
主要股东	中国华电集团公司
主要股东持股比例	49.2%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-30	-61
相对表现	-15	4	4



### 相关报告

- 《电力行业 12 月月报-关注但不  
应过分夸大煤炭订约会价格的作用》  
2008/12/23
- 《电力行业 11 月月报-秦皇岛煤  
炭现货价格将跌破全年均价》  
2008/11/16
- 《电力行业 10 月月报-电煤关系  
逆转有助于发电成本下降》  
2008/10/21
- 《电力行业 9 月月报-多重因素  
影响, 电力需求增速大幅下降》  
2008/09/31

华电国际拟以 7.29 亿元的价格收购河北华瑞集团的全部股权, 可增加权益装机容量 76.47 万千瓦。我们认为交易价格合理, 不仅扩大公司装机规模, 而且进入了河北市场。考虑到燃料成本下降、财务费用下降和增值税改革都有利于公司长期发展, 上调公司评级为“审慎推荐”。

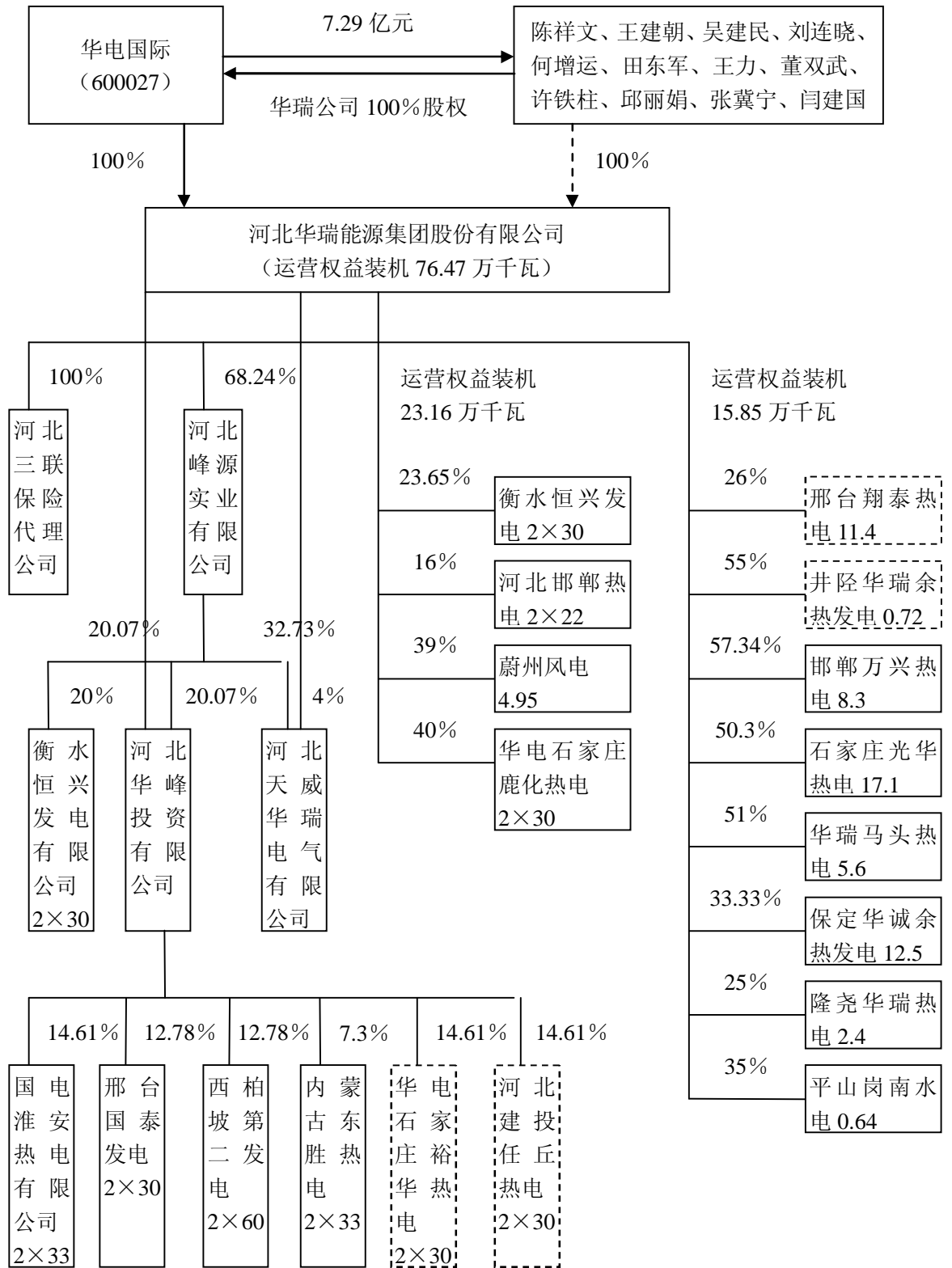
- q 公司以 7.29 亿元收购河北华瑞能源集团股权, 权益装机增加 76.47 万千瓦。华瑞公司的原股东为 12 名自然人, 公司成立于 2002 年, 并在 2004 年改制为股份有限公司, 截止公告日, 华瑞公司的注册资本为人民币 3.38 亿元。华瑞公司现有权益装机容量 76.47 万千瓦, 并有 8.77 万千瓦的在建权益容量。
- q 华瑞公司的主要资产为电力资产, 多数为参股。截止 2008 年 4 月 30 日, 华瑞公司总资产 18.41 亿元, 净资产为 6.29 亿元。主要资产包括一家全资全资附属公司、一家非全资附属公司、一家联营公司、五家参股公司及八家小型机组发电公司。76.47 万千瓦权益装机容量构成如下(详见附图):
  - o 公司通过持股 68.24% 的河北峰源实业公司, 拥有衡水恒兴发电公司 20% 的股权, 装机 60 万千瓦; 拥有河北华峰投资 20.07% 的股权; 拥有河北天威华瑞电气 4% 的股权。
  - o 通过联营公司河北华峰投资公司投资六家发电企业, 总装机容量 432 万千瓦, 其中运营装机容量 312 万千瓦, 运营权益装机容量 37.46 万千瓦。
  - o 直接或通过河北峰源间接持有五家参股公司股权, 总装机容量 168.95 万千瓦, 其中运营装机容量 108.95 万千瓦, 权益容量 23.16 万千瓦。
  - o 投资七家小型火电公司及一家小型水电公司, 扣除已关停的小火电机组容量, 目前拥有的运营权益装机容量 15.85 万千瓦。
- q 华瑞公司盈利能力较强, 交易价格相对合理。2007 年华瑞公司 ROE 为 22.6%, 净利率为 11%, 高于全国平均水平。按照母公司净资产口径收购 PB 为 2.0 倍, 按照合并报表净资产口径收购 PB 为 1.2 倍。按照 09 年 4 月底资产负债率计算单位千瓦收购成本 2866 元。收购价格是相对合理的。
- q 提高投资评级至“审慎推荐”。虽然我们预计公司 08 年全年亏损, 但是 09 年受煤价下跌、利率下调、增值税转型等各项利好因素影响, 公司盈利有望迅速恢复。按照 2 倍 PB 估值, 合理股价在 4~4.1 元。

### 财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	14776	20492	30910	35700	40800
同比增长	11%	39%	51%	15%	14%
营业利润(百万元)	1893	1805		1681	2204
同比增长	20%	-5%	-245%	-164%	31%
净利润(百万元)	1212	1226	-1659	1079	1413
同比增长	23%	1%	-235%	-165%	31%
每股收益(元)	0.20	0.20	-0.28	0.18	0.23
PE	20.0	19.7	-14.6	22.4	17.1
PB	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6

资料来源: 招商证券

附图 1: 河北华瑞股权转让及资产明细表



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>流动资产</b>	3804	4288	7095	6802	7654
现金	1333	1393	2340	1500	1600
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	271	0	0	0
应收款项	1519	1691	3060	3534	4039
其它应收款	147	22	309	357	408
存货	731	650	1085	1104	1257
其他	67	261	301	307	349
<b>非流动资产</b>	51075	61465	66465	71020	78889
长期股权投资	1832	2065	2500	3000	3500
固定资产	36013	52433	57282	61323	68674
无形资产	788	772	774	782	796
其他	12442	6195	5910	5915	5920
<b>资产总计</b>	<b>54880</b>	<b>65753</b>	<b>73560</b>	<b>77822</b>	<b>86543</b>
<b>流动负债</b>	19065	24120	24553	24969	30551
短期借款	10120	9524	10000	10205	14083
应付账款	3015	4141	7533	7665	8730
预收账款	0	0	0	0	0
其他	5930	10455	7020	7099	7738
<b>长期负债</b>	19914	23424	32252	35152	37052
长期借款	19096	22552	26452	29352	31252
其他	818	872	5800	5800	5800
<b>负债合计</b>	<b>38979</b>	<b>47543</b>	<b>56804</b>	<b>60120</b>	<b>67603</b>
股本	6021	6021	6021	6021	6021
资本公积金	2072	2062	2062	2062	2062
留存收益	5400	6253	5092	5847	6836
少数股东权益	2407	3874	3581	3772	4021
母公司所有者权益	13493	14336	13174	13930	14919
<b>负债及权益合计</b>	<b>54880</b>	<b>65753</b>	<b>73560</b>	<b>77822</b>	<b>86543</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>经营活动现金流</b>	3505	5242	3171	6317	8427
净利润			-1659	1079	1413
折旧摊销			3369	3636	3978
财务费用			2051	1952	2040
投资收益			-50	-200	-200
营运资金变动			-335	-342	930
其它			-204	192	266
<b>投资活动现金流</b>	-14077	-10218	-8364	-8186	-11842
资本支出			-8219	-7686	-11342
其他投资			-146	-500	-500
<b>筹资活动现金流</b>	10757	5333	6140	1029	3515
借款变动			2756	3105	5779
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			498	-324	-424
其他			2887	-1752	-1840
<b>现金净增加额</b>	<b>185</b>	<b>356</b>	<b>947</b>	<b>-840</b>	<b>100</b>

资料来源：公司报表、招商证券

## 利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>营业收入</b>	14776	20492	30910	35700	40800
营业成本	11792	16533	30132	30660	34920
营业税金及附加	157	208	309	357	408
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	597	688	1082	1250	1428
财务费用	455	1382	2051	1952	2040
资产减值损失	1	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	118	131	50	200	200
<b>营业利润</b>	1893	1805	-2614	1681	2204
营业外收入	6	27	20	20	20
营业外支出	9	9	8	8	8
<b>利润总额</b>	1890	1823	-2602	1693	2216
所得税	520	276	-651	423	554
<b>净利润</b>	1370	1547	-1952	1270	1662
少数股东损益	158	321	-293	190	249
<b>母公司所有者净利润</b>	1212	1226	-1659	1079	1413
<b>EPS (元)</b>	0.20	0.20	-0.28	0.18	0.23

## 主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>年成长率</b>					
营业收入	11%	39%	51%	15%	14%
营业利润	20%	-5%	-245%	-164%	31%
净利润	23%	1%	-235%	-165%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.2%	19.3%	2.5%	14.1%	14.4%
净利率	8.2%	6.0%	-5.4%	3.0%	3.5%
ROE	9.0%	8.6%	-12.6%	7.7%	9.5%
ROIC	3.6%	5.2%	-0.8%	4.8%	4.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.0%	72.3%	77.2%	77.3%	78.1%
净负债比率	57.6%	51.4%	49.7%	51.0%	52.5%
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	18.3	23.9	34.7	28.0	29.6
应收帐款周转率	10.6	12.8	13.0	10.8	10.8
应付帐款周转率	6.0	4.6	5.2	4.0	4.3
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.20	0.20	-0.28	0.18	0.23
每股经营现金	0.58	0.87	0.53	1.05	1.40
每股净资产	2.24	2.38	2.19	2.31	2.48
每股股利	0.18	0.14	-0.08	0.05	0.07
<b>估值比率</b>					
PE	20.0	19.7	-14.6	22.4	17.1
PB	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.3	8.7	18.4	7.1	6.3

## 分析师简介

**彭全刚**：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008年电力与公用事业最佳分析师。

## 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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

## 投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。