

2009-08-12

电力

华能国际 600011.SH

维持

中性

当前价格	8.90 元
目标价格	10.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

崔玉芹

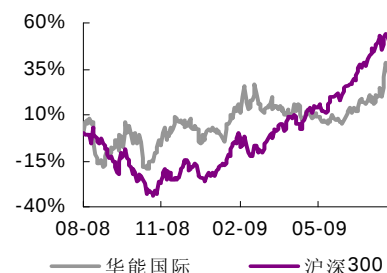
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	12,055
总市值(百万元)	107,293
流通比例(%)	23.87%
12 个月最高/最低 (元)	9.70/5.47
近 3 月日均成交量(百万股)	27.00
主要股东	华能国际电力开发公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.76	-12.68	-16.92
绝对收益	10.41	17.82	27.84

相关报告:

扭亏已是必然

..... 2009-04-07

高弹性公司 业绩大幅反弹

◇ 事件: 公司公布中报

◆ 2009 年上半年业绩好于预期:

2009 年上半年公司实现归属于股东的净利润为 19.59 亿元, 基本每股收益为 0.16 元, 好于市场预期。

华能国际是对煤价、电价最敏感的公司之一。2008 年上半年公司亏损 4.7 亿元, 由于电价的上调和煤价的下跌, 公司一举扭亏, 盈利大幅反弹: (1) 电价上涨: 2009 年上半年公司的结算电价为 415.97 元/MWH, 同比增加 49.43 元/MWH (13.5%); (2) 燃料价格回落: 公司境内业务的单位售电燃料成本较上年同期下降 2.63%; (3) 新机投产以及机组收购。

◆ 二季度净利润环比大幅增加:

公司中报反映出火电行业盈利迅速回升。2009 年一季度公司仅实现归属于股东的净利润 5.5 亿元, 二季度环比增长 256%。

从公司的报表中可以看出, 二季度利润增长的主要原因是: (1) 财务费用的下降。二季度公司的财务费用比一季度减少 2.89 亿元; (2) 投资收益的增加。二季度公司的投资收益为 3.19 亿元, 环比增加 2.44 亿元; (3) 发电量的增长。二季度公司的发电量 (含大士能源) 环比增加 6.9%, 使得公司的营业收入环比增加 8.5%。

◆ 重点合同煤价尚未确定:

截止目前, 五大发电集团与中国神华的重点合同煤价仍未签订。我们估计公司合同煤价按照暂估价格入账, 这意味着当重点合同煤价确定后公司的盈利有可能调整。从目前状况来看, 我们认为市场煤价难以出现大幅波动, 政府出面协调重点合同煤价的可能性较小, 合同煤有望和市场煤“接轨”。

◆ 良好中报推动估值提高, 给予“增持”评级:

我们维持公司 2009-2011 年的每股收益 0.33 元、0.38 元和 0.41 元的盈利预测。我们认为在电力板块补涨以及公司良好中报的推动下, 公司的估值将有所提升, 因而给予公司“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	50,435	67,825	75,862	79,930	83,227
营业收入增长率	13.50%	34.48%	11.85%	5.36%	4.12%
净利润 (百万元)	5,997	-3,701	4,015	4,592	4,992
净利润增长率	1.24%	-161.72%	-208.48%	14.38%	8.69%
EPS (元)	0.50	-0.31	0.33	0.38	0.41
ROE	12.64%	-10.13%	10.15%	10.94%	11.20%
P/E	18	-29	27	23	21
P/B	2	3	2	2	2
EV/EBITDA	16	-246	11	10	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1：2009 年上半年和 2008 年上半年业绩比较（单位：百万元）

	2009 年 1-6 月	2008 年 1-6 月	同比
营业总收入	33,609.73	30,790.54	9.2%
营业成本	28,847.07	29,345.26	-1.7%
管理费用	911.26	855.77	6.5%
财务费用	2,209.10	1,238.71	78.3%
投资收益	394.12	177.36	122.2%
营业利润	1,927.43	-632.69	-404.6%
利润总额	2,006.72	-556.48	-460.6%
所得税	77.75	144.16	-46.1%
净利润	1,928.97	-700.64	-375.3%
归属于母公司 股东的净利润	1,959.48	-470.33	-516.6%
基本每股收益	0.16	-0.04	-500.0%

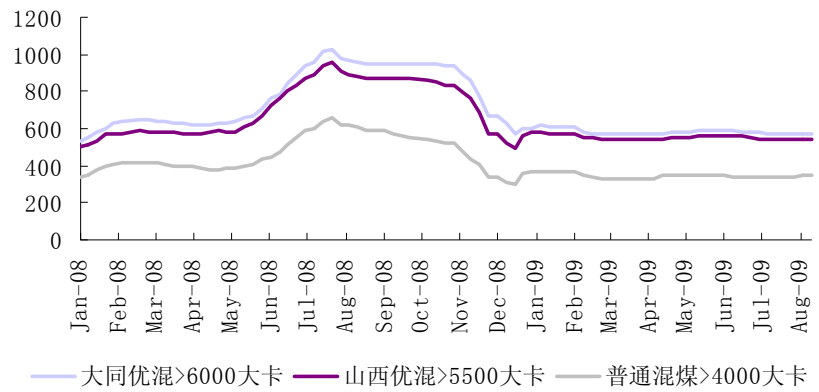
数据来源：公司公告

表 2：2009 年一季度和二季度业绩比较（单位：百万元）

	2009 年 2 季度	2009 年 1 季度	环比
营业总收入	17,493.69	16,116.04	8.5%
营业成本	15,007.94	13,839.13	8.4%
管理费用	458.89	452.37	1.4%
财务费用	959.99	1,249.11	-23.1%
投资收益	319.01	75.11	324.7%
营业利润	1,323.15	604.28	119.0%
利润总额	1,377.59	629.13	119.0%
所得税	26.88	50.87	-47.2%
净利润	1,350.72	578.25	133.6%
归属于母公司 股东的净利润	1,409.61	549.87	156.4%
基本每股收益	0.11	0.05	120.0%

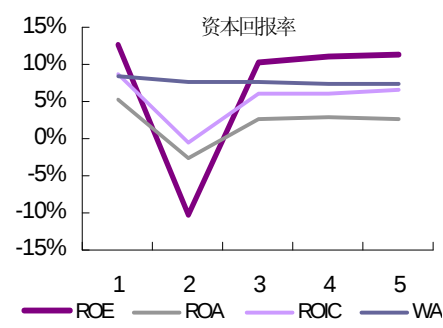
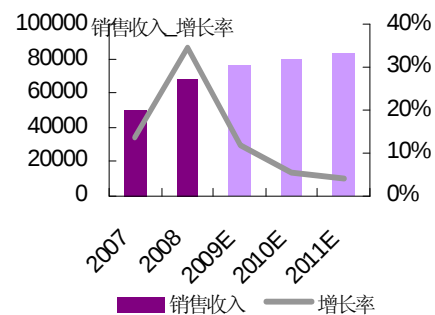
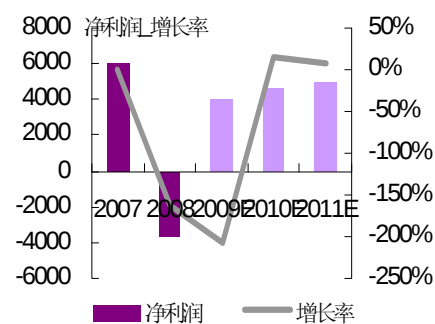
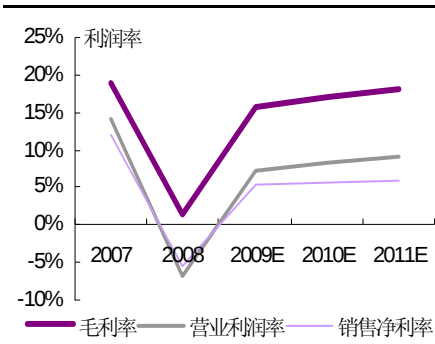
数据来源：公司公告 光大证券

图 1：秦皇岛市场煤价走势图



数据来源：中国煤炭资源网 光大证券

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	50,435	67,825	75,862	79,930	83,227
营业成本	40,943	66,876	63,892	66,339	68,054
EBITDA	9,329	-809	18,047	19,718	21,618
折旧和摊销	7,640	7,907	8,253	8,704	9,178
销售费用	0	3	0	0	0
管理费用	1,524	1,855	2,124	2,398	2,497
财务费用	1,939	3,624	4,887	5,206	5,850
公允价值变动损益	-100	-55	0	0	0
投资收益	1,341	185	789	858	938
营业利润	7,125	-4,602	5,519	6,605	7,515
利润总额	5,997	-3,701	5,519	6,605	7,515
少数股东损益	421	-512	527	711	900
归属母公司净利润	5,997.06	-3,701.23	4,015.15	4,592.41	4,991.52

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	122,139	164,588	172,010	190,779	217,525
流动资产	18,551	20,018	28,078	46,671	73,176
货币资金	7,533	5,766	11,379	29,162	55,035
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6,201	7,128	9,483	9,991	10,403
应收票据	1,675	666	759	799	832
其他应收款	282	424	504	545	578
存货	2,319	5,170	5,111	5,307	5,444
可供出售投资	3,347	1,262	1,262	1,262	1,262
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	8,511	8,745	9,061	9,404	9,779
固定资产	76,063	91,292	87,858	86,113	85,069
无形资产	2,322	6,801	6,665	6,529	6,393
总负债	71,374	123,015	127,257	142,314	164,935
无息负债	16,159	18,862	25,779	21,577	22,198
有息负债	55,214	104,153	101,478	120,738	142,738
股东权益	50,766	41,573	44,752	48,465	52,589
股本	12,055	12,055	12,055	12,055	12,055
公积金	16,843	15,493	16,289	17,172	18,063
未分配利润	17,221	9,914	11,885	14,091	16,431
少数股东权益	4,646	5,326	5,853	6,565	7,465

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	12,221	5,186	16,294	17,717	19,233
净利润	5,997	-3,701	4,015	4,592	4,992
折旧摊销	7,640	7,907	8,253	8,704	9,178
净营运资金增加	228	-19,652	26,257	25,336	51,220
其他	-1,644	20,633	-22,231	-20,916	-46,156
投资活动产生现金流	-17,361	-47,957	-6,756	-7,397	-7,743
净资本支出	58,444	30,867	29,883	30,493	12,994
长期投资变化	0	8,745	0	0	0
其他资产变化	-75,805	-87,569	-36,639	-37,890	-20,736
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7,417	48,939	-2,675	19,260	22,000
其它长期负债变化	-56,156	2,703	6,917	-4,203	621
净现金流	4,088	-1,516	5,613	17,783	25,872

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	13.50%	34.48%	11.85%	5.36%	4.12%
净利润增长率	1.24%	-161.72%	-208.48%	14.38%	8.69%
EBITDA 增长率	-42.52%	-108.67%	-2331.79%	9.26%	9.63%
EBIT 增长率	-4.53%	-108.67%	-1386.94%	13.50%	13.16%
EPS 增长率	1.24%	-161.72%	-208.48%	14.38%	8.69%
估值指标					
PE	18	-29	27	23	21
PB	2	3	2	2	2
EV/EBITDA	16	-246	11	10	9
EV/EBIT	16	-246	18	16	14
EV/NAPLAT	18	-234	22	20	18
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	18.82%	1.40%	15.78%	17.00%	18.23%
EBITDA 率	18.50%	-1.19%	23.79%	24.67%	25.97%
EBIT 率	18.50%	-1.19%	13.72%	14.78%	16.06%
税前净利润率	14.65%	-6.54%	7.28%	8.26%	9.03%
税后净利润率	11.89%	-5.46%	5.29%	5.75%	6.00%
ROA	5.25%	-2.56%	2.64%	2.78%	2.71%
ROE	12.64%	-10.13%	10.15%	10.94%	11.20%
ROIC	9.98%	-0.69%	7.23%	7.69%	8.50%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.74	1.97	1.65	1.55	1.36
资产负债率	58.44%	74.74%	73.98%	74.60%	75.82%
流动比率	0.61	0.39	0.84	1.75	2.68
速动比率	0.53	0.29	0.69	1.55	2.48
每股指标					
EPS	0.50	-0.31	0.33	0.38	0.41
每股红利	0.30	0.10	0.11	0.13	0.15
每股经营现金流	-	0.43	1.35	1.47	1.60
每股净资产	4.21	3.45	3.71	4.02	4.36
每股销售收入	4.18	5.63	6.29	6.63	6.90
每股 EBITDA	0.77	-0.07	1.50	1.64	1.79

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任电力行业分析师。

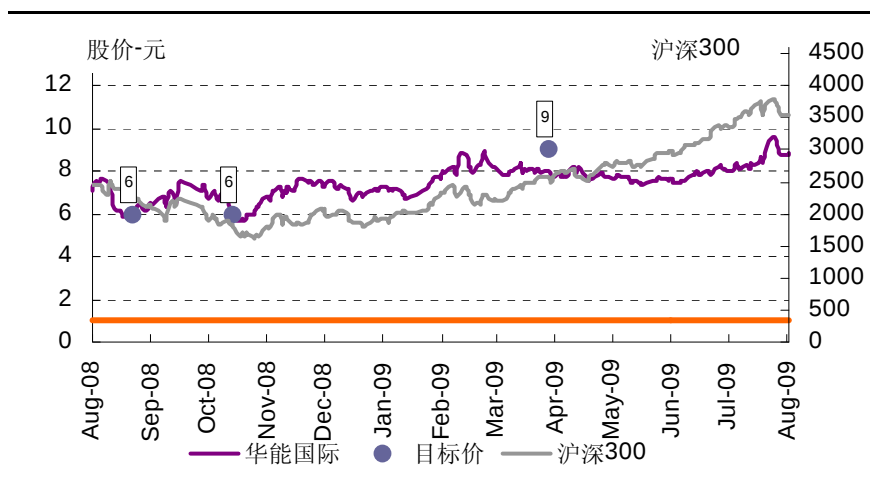
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

华能国际（600011）

分析师：崔玉芹



日期	股价	目标	评级
2007-11-29	13.08	17.50	增持
2008-03-31	9.40	10.50	中性
2008-07-15	7.20	6.00	中性
2008-08-31	6.06	6.00	中性
2008-10-23	5.78	6.00	中性
2009-04-07	7.90	9.00	中性

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。