

公司简评 华能国际 (600011.SH)

► 2009 年 08 月 12 日

点火价差回升，电量决定盈利回升速度

谨慎推荐 维持评级

分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-66568668

1. 事件

公司发布了 2009 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 336.1 亿元，营业利润 19.27 亿元，归属于母公司股东的净利润 19.59 亿元，每股收益 0.16 元。业绩符合预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 第二季度发电量回升明显

09 年第二季度，公司营业利润率为 7.56%，较第一季度上升 3.8 个百分点。盈利能力回升的主要原因之一是第二季度公司发电量环比上升。公司境内电厂在第二季度的发电量达到 469 亿千瓦时，环比第一季度增长 6%；公司境外电厂完成发电量 26.3 亿千瓦时，环比上升 27%。

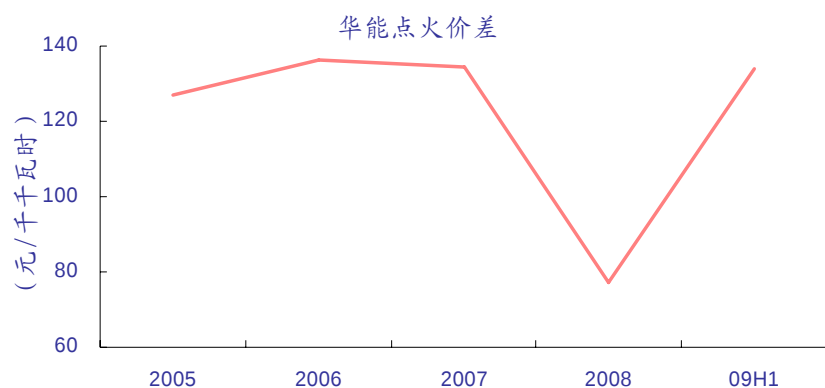
公司装机主要分布在浙江、江苏、山东等地区。第二季度上述地区主力电厂的发电量环比上升明显（见表 1），其中，浙江玉环电厂电量环比上升 28%，江苏太仓电厂电量环比上升 19%，山东德州电厂电量环比上升 10%，山东日照二期电厂电量环比上升 27%。

(2) 点火价差回升

09 年上半年，市场采购煤炭价格有所回落使得公司燃料成本下降，公司境内业务的单位售电燃料成本较上年同期下降 2.63%。根据 08 年上半年的数据推算（08 年上半年公司境内电厂的单位燃料成本为 226.78 元/千千瓦时），09 年上半年公司的单位燃料成本为 220 元/千千瓦时（税后）。

受益于 08 年上网电价调整的翘尾因素影响，公司境内业务 09 年上半年的平均结算电价比 08 年同期提高 49.43 元/千千瓦时（含税），为 415.97 元/千千瓦时（含税）。由此推算，点火价差回升至 134 元/千千瓦时（税后），接近 07 年平均的点火价差水平。

图 1：公司点火价差（税后）回升



资料来源：中国银河证券研究所

3. 投资建议

我们假设 2009 年公司境内电厂单位燃料成本同比下降 13%，机组利用率下降 6.5%，综合融资成本 5.7%；2010 年单位燃料成本、融资成本不变，燃煤机组利用率上升 4%。测算得到，2009 和 2010 年公司每股收益分别为 0.35 元和 0.40 元。我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

值得关注的是，公司实际所得税率的变化对业绩影响明显。

表 1：公司主要电厂发电量情况

电厂	装机容量 (万千瓦)	控股比例	09H1 (亿 kwh)	YoY	09Q1 (亿 kwh)	09Q2 (亿 kwh)	QoQ
大连	140	100%	37	-20%	18	19	6%
丹东	70	100%	20	-17%	8	11	31%
福州	140	100%	38	7%	19	18	-4%
汕头燃煤	220	100%	30	-13%	14	16	19%
南京	64	100%	15	-18%	9	6	-29%
德州	263	100%	67	-2%	32	35	10%
日照二期	100	100%	30	-	13	17	27%
石洞口一厂	120	100%	33	-15%	17	16	-5%
石洞口二厂	120	100%	32	-14%	18	13	-28%
上海燃机	117	70%	1	137%	0	1	163%
长兴	26	100%	7	-17%	3	3	-1%
太仓	180	75%	55	8%	25	30	19%
淮阴	176	70%	32	-18%	16	16	1%
榆社	80	60%	21	-20%	9	12	23%
井冈山	60	100%	13	-18%	7	6	-11%
岳阳	132.5	55%	19	-40%	11	8	-31%
珞璜	264	60%	46	-24%	25	22	-13%
平凉	240	65%	24	-42%	14	10	-29%
玉环	400	100%	89	6%	39	50	28%
沁北	120	55%	57	18%	30	27	-10%
金陵	78	60%	13	23%	5	8	52%
新加坡大士能源	267	100%	47	-6%	21	26	27%
境内合计			861	-6%	418	443	6%
合计			908	-6%	439	469	7%

资料来源：公司公告

公司财务报表预测（百万元）

附表 1：公司财务预测及相对估值分析

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	7533	5766	3892	4309	4744	营业收入	50435	67825	77840	86184	94886
应收票据	1675	666	765	847	932	营业成本	40943	66876	67185	74206	81528
应收账款	6201	7128	7677	8500	9359	营业税金及附加	151	106	122	135	149
预付款项	537	659	794	942	1105	销售费用	0	3	0	0	0
其他应收款	282	424	487	539	593	管理费用	1524	1855	2143	2309	2597
存货	2319	5170	3681	4066	4467	财务费用	1939	3624	4184	4476	4830
其他流动资产	2	177	177	177	177	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	8511	8745	8745	8745	8745	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	76063	91292	111350	115126	117331	投资收益	1341	185	800	800	800
在建工程	8803	13641	26841	37841	37841	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	4080	11492	11492	11492	11492	营业利润	7125	-4602	5007	5857	6583
无形资产	2322	6801	6125	5449	4773	营业外收支净额	265	169	169	169	169
长期待摊费用	76	182	171	159	146	税前利润	7390	-4433	5176	6026	6752
资产总计	122139	164588	184003	200041	203597	减：所得税	972	-220	414	603	675
短期借款	11670	28745	39539	52261	51423	净利润	6418	-4213	4762	5424	6076
应付票据	333	12	0	0	0	归属于母公司的净利润	5997	-3701	4190	4773	5347
应付账款	2017	2998	2577	2846	3127	少数股东损益	421	-512	571	651	729
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.50	-0.31	0.35	0.40	0.44
应付职工薪酬	213	212	212	212	212	稀释每股收益	0.50	-0.31	0.35	0.40	0.44
应交税费	955	420	420	420	420	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	5702	6354	6354	6354	6354	成长性					
其他流动负债	5228	5340	5405	5459	5515	营收增长率	13.50%	34.48%	14.77%	10.72%	10.10%
长期借款	33439	59027	63282	63236	63891	EBIT 增长率	-13.25%	-112%	-926%	13.62%	11.32%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	1.24%	-161%	-213%	13.91%	12.04%
负债合计	71374	123015	137135	150135	150289	盈利性					
股东权益合计	50766	41573	46869	49906	53309	销售毛利率	18.82%	1.40%	13.69%	13.90%	14.08%
现金流量表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	12.72%	-6.21%	6.12%	6.29%	6.40%
净利润	6418	-4213	4762	5424	6076	ROE	13.00%	-10.21%	10.23%	11.01%	11.62%
折旧与摊销	7169	7647	9304	9925	10497	ROIC	6.36%	-0.66%	4.62%	4.69%	5.13%
经营活动现金流	12221	5186	17675	17816	19335	估值倍数					
投资活动现金流	-17361	-47957	-30413	-23213	-11213	PE	11.54	-21.01	25.61	22.48	20.06
融资活动现金流	9227	41255	10864	5815	-7687	P/B	1.50	2.15	2.62	2.47	2.33
现金净变动	4088	-1516	-1874	417	435	P/S	1.37	1.15	1.38	1.24	1.13
期初现金余额	3434	7533	5766	3892	4309	股息收益率				2.22%	2.49%
期末现金余额	7522	6017	3892	4309	4744	EV/EBITDA	8.14	27.57	12.99	12.48	11.51

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

电力行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

长江电力（600900.SH）、国电电力（600795.SH）、华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、建投能源（000600.SZ）、金山股份（600396.SH）、漳泽电力（000767.SZ）、桂冠电力（600236.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908