



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 10 月 21 日

电力

研究部

陈俊华

分析员

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

联系人

lijie@cicc.com.cn

审慎推荐

华能国际(600011.CH)

三季度：发电量、毛利率均环比提升

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	44,434	50,435	67,825	77,061	82,512
(+/- %)	10	14	34	14	7
主营业务利润	10,461	9,340	842	11,300	13,414
(+/- %)	19	(11)	(91)	1241	19
营业利润	8,160	7,125	(4602)	5,558	6,570
(+/- %)	24	(13)	(165)	221	18
净利润	5,924	5,997	(3701)	4,855	5,263
(+/- %)	24	1	(162)	231	8
每股收益 (元)	0.49	0.50	(0.31)	0.40	0.44
(+/- %)	24	1	(162)	231	8
市盈率 (X)	15.8	15.6	(25.2)	19.2	17.8
市净率 (X)	2.2	2.0	2.6	2.3	2.2
ROE (%)	12.0	9.7	(10.2)	12.2	12.5
股息收益率 (%)	3.2	3.6	3.9	1.3	3.1

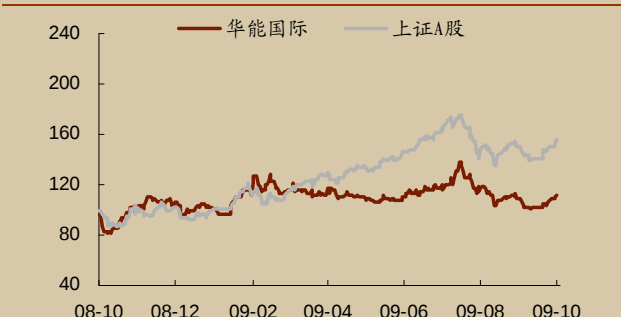
股票信息

H-股	A-股
902.HK	股票代码 600011.CH
HK\$5.17	当前股价 Rmb7.75
HK\$6.0	目标价 -
41.45	日成交量 (百万股) 19.23
HK\$6.71/2.96	52周最高价/最低价 Rmb9.7/5.47
94,983	总市值 (百万元) 83,664
12,055	发行股数 (百万股) 12,055
3,055	流通股数 (百万股) 2,878
	主要股东 (持股比例) 华能国际电力开发 (42.03%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600011.CH]	6.02	1.97	-4.79	11.99
[上证A股指数]	5.94	4.12	-6.46	69.33
[电力板块指数]	2.90	-0.65	-5.63	37.50

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

1/2010 09 年全年发电量

三季度业绩符合预期：

三季度，华能国际实现净利润 21.7 亿元，或 EPS0.18 元，环比提升 54%，即：1-9 月累计 EPS0.34 元；业绩完全符合我们的预期，高于市场预期。三季度，发电量、毛利率均较二季度改善，这是推动公司当季业绩大幅提升的核心动因。

正面：

- 三季度，境内电厂完成发电量 586 亿 kwh，环比提升 32%。50%源自存量机组电量提升，50%源自收购项目（杨柳青电厂、北京热电）贡献产能。
- 三季度，燃料成本下降，推动毛利率进一步提升至 19%，该毛利率已接近 07 年的盈利水平。

负面：

- 当季财务费用环比提升 11%，至 10.7 亿元。主要源自新机投产，资本化利息结束。
- 当季综合所得税率为 14.8%，较二季度提升 12 个百分点。

发展趋势：

四季度，盈利将出现回落。主要源自：1) 电量将环比回落，预计公司全年电量同比增速约 6%。2) 点火价差存在下滑风险，主要源自四季度电煤价格有提升风险。

上网电价调整传闻制约公司业绩回升预期。敏感性分析显示，电价下调 1%、燃料成本上升 1%或利用小时下调 1%，公司净利润将分别下降 13.9%、9.4%或 4.8%。

估值与建议：

维持审慎推荐投资评级。预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.44 元。当前股价对应 09、10 年市盈率分别为 19x 和 18x，属行业偏低水平。我们看好公司机组的区域分布优势和长期发展潜力，但短期内，盈利将出现季节性回落。

风险：

煤价涨幅超出预期。

图表 1：09 年 3 季度业绩分析

(人民币 百万元)	半年度数据					季度数据								CICC Comments		
	1H08	2H08	1H09	HoH	YoY	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	QoQ	YoY		
发电量(亿千瓦时)	914	932	861	-8%	-6%	461	453	489	443	418	443	586	32%	20%	公司三季度发电量环比增长32%，除三季度传统用电高峰外，公司上半年新收购的北京热电和天津杨柳青电厂贡献电量	
主营业务收入	30,791	37,035	33,610	-9%	9%	13,534	17,257	19,329	17,706	16,116	17,494	21,082	21%	9%		
主营业务成本	29,345	37,531	28,847	-23%	-2%	12,321	17,025	20,464	17,067	13,839	15,008	17,076	14%	-17%		
其中： 燃料成本	21,418	28,392	20,036	-29%	-6%											
折旧成本	3,744	3,974	4,101	3%	10%											
主管税金附加	59	48	79	66%	35%	29	30	25	22	38	41	40	-3%	58%	09年三季度毛利率提升至19%，发电量的环比大幅增长，导致单位成本的下降是主因	
主营业务利润	1,387	-544	4,684	961%	238%	1,184	202	-1,160	616	2,239	2,445	3,967	62%	442%		
主营业务利润率	5%	-1%	14%			9%	1%	-6%	3%	14%	14%	19%				
销售费用	1	2	1	-67%	-14%	0	1	1	1	0	0	1	126%	9%		
管理费用	856	999	911	-9%	6%	402	454	515	484	452	459	559	22%	9%		
EBIT	530	-1,545	3,772	344%	611%	782	-252	-1,676	131	1,786	1,986	3,407	72%	303%		
EBIT利润率	2%	-4%	11%			6%	-1%	-9%	1%	11%	11%	16%				
财务费用	1,239	2,386	2,209	-7%	78%	591	648	1,177	1,209	1,249	960	1,066	11%	-9%		
投资收益	177	7	394	5174%	122%	111	66	165	-158	75	319	268	-16%	62%		
营业利润	-633	-3,969	1,927	149%	405%	302	-935	-2,599	-1,370	604	1,323	2,581	95%	199%		
营业利润率	-2%	-11%	6%			2%	-5%	-13%	-8%	4%	8%	12%				
营业外收入	102	192	90	-53%	-12%	44	58	58	134	36	55	77	41%	33%		
营业外支出	26	100	11	-89%	-58%	9	17	13	87	11	0	31	9636%	137%		
利润总额	-556	-3,877	2,007	152%	461%	338	-894	-2,554	-1,323	629	1,378	2,627	91%	203%	公司亏损电厂大幅减少，实际税率逐步提升	
所得税	144	-364	78	121%	-46%	112	32	-155	-209	51	27	350	1201%	326%		
实际税率	-26%	9%	4%			33%	-4%	6%	16%	8%	2%	13%				
少数股东损益	-230	-282	-31	-89%	-87%	-16	-214	-239	-43	28	-59	110	-287%	146%		
净利润	-470	-3,231	1,959	161%	517%	242	-712	-2,160	-1,071	550	1,410	2,167	54%	200%		
净利润率	-2%	-9%	6%			2%	-4%	-11%	-6%	3%	8%	10%				
全面摊薄每股收益(元)	(0.04)	(0.27)	0.16	161%	517%	0.02	(0.06)	(0.18)	(0.09)	0.05	0.12	0.18	54%	200%		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 华能国际 1-3Q09 发电量

电厂	装机容量 兆瓦	控股比例	1-3Q09 亿千瓦时	1-3Q08 亿千瓦时	YoY	3Q09 亿千瓦时	3Q08 亿千瓦时	YoY	2Q09 亿千瓦时	QoQ
大连	1400	100%	62	70	-12%	24	23	5%	19	26%
福州	1400	100%	60	59	2%	22	23	-6%	18	19%
南通	1400	100%	56	66	-15%	22	23	-2%	18	27%
上安	2500	100%	86	58	49%	27	21	28%	36	-24%
石洞口 II	1200	100%	47	57	-18%	15	20	-25%	13	13%
汕头 燃煤	2200	100%	46	53	-12%	16	18	-10%	16	-4%
汕头 燃机	1000	0%	10	0	n.a	10	0	n.a	0	n.a
丹东	700	100%	29	35	-15%	10	11	-11%	11	-13%
南京	640	100%	25	29	-13%	10	10	-4%	6	55%
德州	2630	100%	110	104	6%	43	35	21%	35	23%
济宁	500	100%	15	17	-11%	4	5	-14%	5	-4%
威海	850	60%	27	36	-27%	10	14	-28%	8	23%
日照二期	1000	100%	52		n.a	22	0	n.a	17	31%
石洞口 I	1200	100%	52	56	-7%	18	17	10%	16	14%
上海燃机	1170	70%	7	6	16%	6	5	5%	1	564%
长兴	260	100%	12	13	-5%	5	4	20%	3	44%
太仓	1800	75%	83	80	4%	28	29	-2%	30	-6%
淮阴	1760	70%	53	59	-11%	21	21	1%	16	30%
榆社	800	60%	33	39	-14%	12	13	-2%	12	6%
辛店	1050	100%	25	34	-27%	8	10	-24%	9	-16%
营口	1840	100%	69	85	-19%	25	31	-21%	23	5%
井冈山	600	100%	21	24	-11%	8	8	1%	6	37%
岳阳	1325	55%	32	46	-30%	13	15	-8%	8	75%
重庆 珞璜	2640	60%	74	87	-15%	28	26	8%	22	28%
平凉	2400	65%	36	57	-37%	12	16	-25%	10	18%
玉环	4000	100%	148	142	4%	59	58	1%	50	18%
沁北	1200	55%	87	77	13%	30	29	4%	27	13%
金陵	780	60%	19	16	15%	6	6	-1%	8	-27%
北京热电	845	41%	31	n.a	n.a	31	n.a	n.a	n.a	n.a
天津杨柳青	1200	55%	42	n.a	n.a	42	n.a	n.a	n.a	n.a
境内合计			1447	1404	3%	586	489	20%	443	32%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3：盈利预测及其主要假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主要假设					
发电量 (亿千瓦时)	1,599	1,633	1,945	2,068	2,207
发电量增速	6%	2%	19%	6%	7%
平均电价 (元/千瓦时)	0.29	0.31	0.37	0.39	0.40
平均燃料成本 (元/千瓦时)	0.14	0.17	0.23	0.22	0.22
平均标煤单价 (元/吨)	472	523	765	663	649
利用小时波动率	-6%	-13%	-2%	-6%	-1%
综合税率	17%	16%	5%	10%	18%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4：历史和预测的财务指标

(单位：百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	44,434	50,435	67,825	77,061	82,512
主营业务成本	33,825	40,943	66,876	65,529	68,851
主营业务利润	10,461	9,340	842	11,300	13,414
减：管理费用	1,319	1,524	1,855	2,158	2,310
财务费用	1,707	1,939	3,624	4,271	5,225
利润总额	8,065	7,390	-4,433	5,558	6,570
所得税	1,246	972	-220	487	1,058
少数股东损益	896	421	-512	150	250
净利润	5,924	5,997	-3,701	4,855	5,263
每股盈利 (元)	0.49	0.50	(0.31)	0.40	0.44
每股股利 (元)	0.25	0.28	0.30	0.10	0.24
资产负债表					
货币资金	3,434	7,533	5,766	7,442	7,541
应收帐款	6,204	6,201	7,128	8,016	8,200
存货	2,134	2,319	5,170	2,168	5,542
流动资产合计	13,620	18,551	20,018	19,744	23,624
长期投资	5,426	8,511	10,007	9,915	10,706
固定资产	76,142	76,063	116,424	130,995	138,757
资产合计	112,152	122,139	164,588	178,791	191,225
短期借款	8,162	11,670	28,745	54,573	66,325
应付帐款	1,290	2,017	2,998	1,916	3,247
流动负债合计	25,830	30,532	51,652	77,348	93,014
长期借款	36,304	33,439	59,027	43,735	37,903
负债合计	62,753	71,374	123,015	133,419	143,253
少数股东权益	6332	4646	5326	5476	5726
股本	12,055	12,055	12,055	12,055	12,055
储备和未分配利润	29,728	34,064	24,191	27,841	30,190
股东权益合计	49,399	50,766	36,247	39,896	42,246
负债及股东权益合计	112,152	122,139	164,588	178,791	191,225
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	13,859	12,221	4,775	19,914	20,628
投资活动产生的现金流量	-17,246	-17,361	-48,388	-24,988	-19,310
筹资活动产生的现金流量	3,930	9,227	38,716	6,751	-1,219

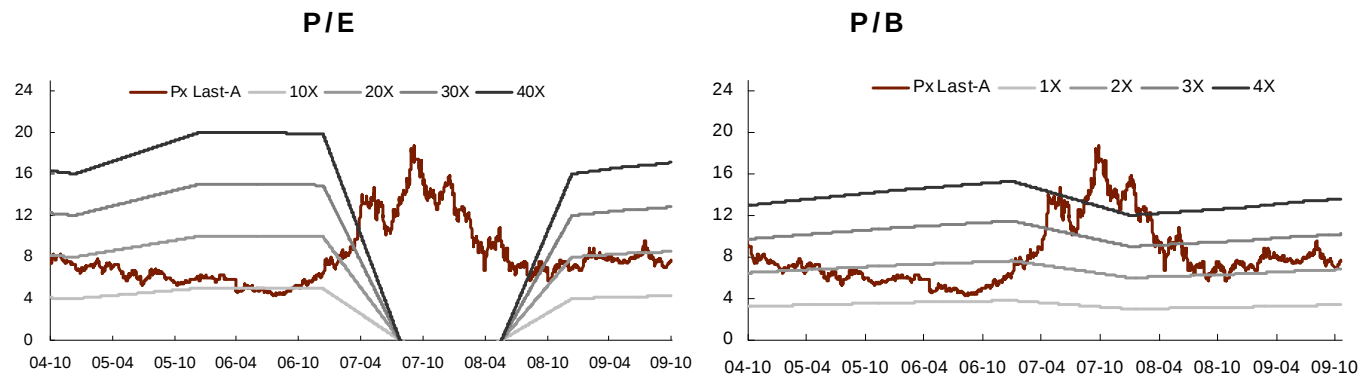
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5 可比公司估值

	Price 2009-10-20 (Rmb)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	2008A	EPS 2009E (Rmb)	2010E	2008A	P/E(x) 2009E	2010E	2008A	P/B(x) 2009E	2010E
A 股电力公司														
华能国际	7.75	审慎推荐	12,055	2,878	83	(0.31)	0.40	0.44	(25.2)	19.2	17.8	2.6	2.3	2.2
国电电力	7.19	审慎推荐	5,448	5,448	39	0.03	0.27	0.34	219.0	26.8	21.4	2.8	2.5	2.3
申能股份	11.71	审慎推荐	2,890	2,890	34	0.21	0.65	0.67	57.1	17.9	17.4	2.6	2.4	2.1
华电国际	5.43	审慎推荐	6,021	4,590	28	(0.42)	0.21	0.25	(12.8)	25.9	21.5	3.0	2.7	2.4
长江电力	13.91	审慎推荐	9,412	4,909	129	0.42	0.51	0.67	33.3	27.5	20.7	3.0	2.5	2.3
深圳能源	12.59	中性	2,202	599	28	0.47	0.96	0.84	26.8	13.1	14.9	2.5	2.1	2.0
国投电力	9.92	审慎推荐	1,055	1,055	10	0.12	0.24	0.30	84.3	41.1	32.6	2.5	2.6	1.6
建投能源	6.12	审慎推荐	914	547	6	0.05	0.20	0.29	120.8	30.0	21.0	2.0	1.9	1.7
广州控股	6.61	中性	2,059	2,059	13	0.16	0.34	0.40	41.7	19.4	16.6	1.5	1.5	1.4
上海电力*	5.57	中性	2,140	2,140	12	(0.70)	0.18	0.25	(7.9)	31.3	22.2	2.7	1.9	1.8
大唐发电	9.29	中性	11,780	4,413	90	0.07	0.18	0.20	133.0	50.9	45.7	4.2	4.0	3.8
内蒙华电*	7.57	中性	1,981	573	15	(0.40)	0.11	0.28	(18.9)	70.7	27.3	4.6	2.5	2.2
平均值									n.a	34.4	25.2	2.8	2.4	2.1
中间值									n.a	30.6	21.9	2.6	2.4	2.1
H/B 股电力公司														
	(HKS)				(HKS bn)		(HKS)							
华能电力	5.17	审慎推荐	12,055	3,055	94	(0.35)	0.46	0.48	(14.8)	11.3	10.7	1.5	1.4	1.3
华电国际	2.44	推荐	6,021	1,431	32	(0.48)	0.24	0.28	(5.1)	10.3	8.8	1.2	1.1	1.0
华润电力	17.24	中性	4,290	4,672	81	0.41	0.91	1.00	42.5	19.0	17.2	2.8	2.2	2.0
大唐发电	4.03	中性	11,780	3,279	102	0.08	0.21	0.22	50.8	19.4	18.0	1.6	1.5	1.5
中国电力*	2.19		3,606	3,606	8	(0.22)	0.17	0.22	(10.1)	13.1	10.3	0.8	0.8	0.8
中电控股*	52.20		2,406	2,408	127	4.33	3.21	3.55	12.1	16.3	14.7	1.9	1.9	1.9
香港电灯*	41.95		2,134	2,134	90	3.76	2.99	3.13	11.2	14.0	13.4	1.9	1.8	1.7
平均值									n.a	14.9	13.4	1.6	1.5	1.4
中间值									n.a	15.0	13.9	1.6	1.4	1.4

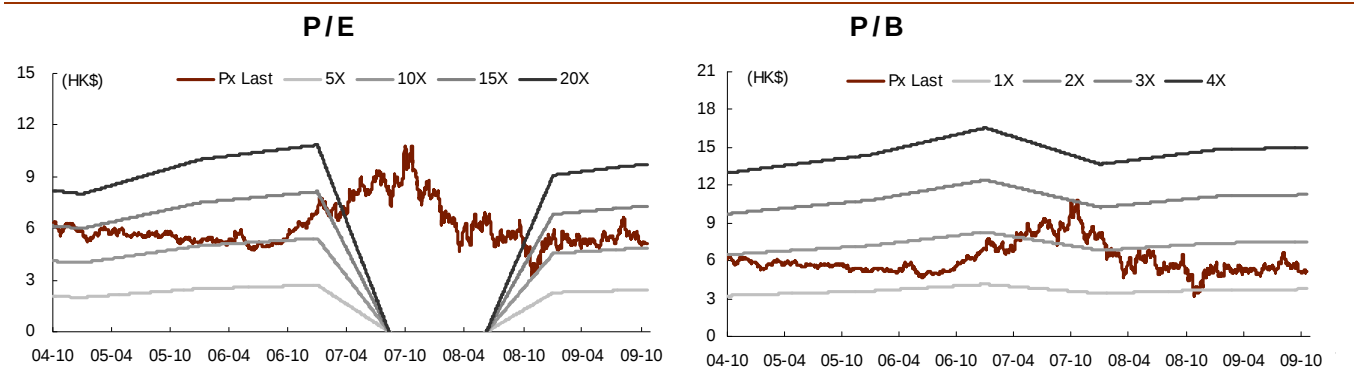
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 6：华能国际 A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7：华能国际 H 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。