

彭全刚 86-10-88087783  
pengqg@cmschina.com.cn  
侯鹏 86-10-88087428  
houp@cmschina.com.cn

2010年3月24日

## 华能国际(600011.SH)/7.30元

电量增长确定，煤价压力仍存

公用事业·电力

目标估值: 8.5 ~ 9.0元

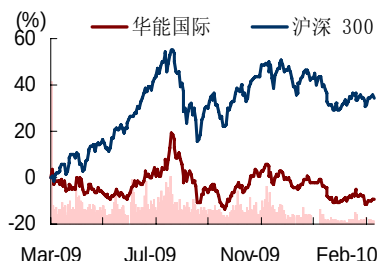
审慎推荐-A(维持)

### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 3053      |
| 总股本(万股)    | 1205538   |
| 已上市流通股(万股) | 287821    |
| 总市值(亿元)    | 880       |
| 流通市值(亿元)   | 210       |
| 每股净资产(MRQ) | 3.4       |
| ROE(TTM)   | 13.5      |
| 资产负债率      | 74.9%     |
| 主要股东       | 华能国际电力开发公 |
| 主要股东持股比例   | 42.0%     |

### 股价表现

|      |    |     |     |
|------|----|-----|-----|
| %    | 1m | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -1 | -4  | -8  |
| 相对表现 | -3 | -10 | -47 |



### 相关报告

- 1、《华能国际(600011) - 定向增发夯实未来发展基础》2010/01/18
- 2、《华能国际(600011) - 收购山东电力资产，产业链向上游延伸》2010/01/04
- 3、《华能国际(600011) - 盈利快速恢复，仍有提升空间》2009/08/11
- 4、《华能国际(600011) - 提价效应显现，盈利大幅增加》2009/04/22
- 5、《华能国际(600011) - 短期亏损难掩长期价值，盈利能力逐步恢复》2009/03/31

公司 2009 年每股收益 0.42 元，第四季度每股收益 0.08 元，符合预期。按照目前煤价、电价预计 2010 ~ 2011 年每股收益为 0.30 元、0.44 元，维持“审慎推荐”的投资评级。

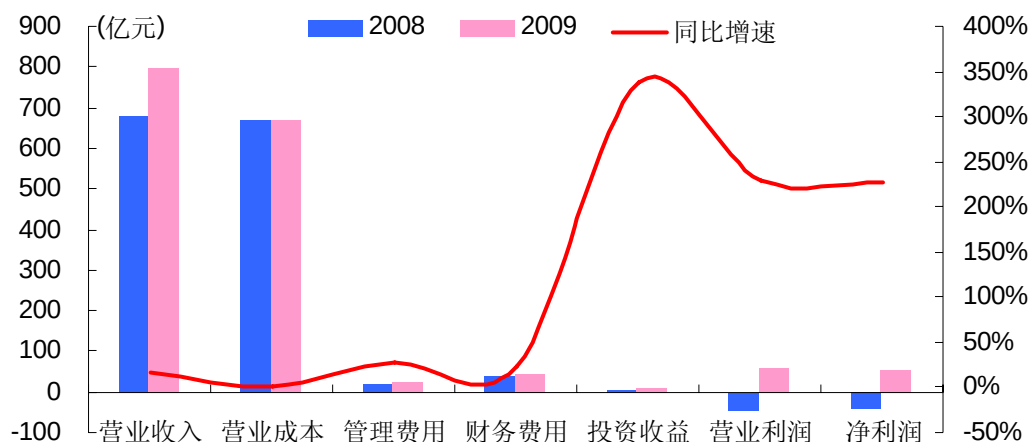
- **2009 年实现每股收益 0.42 元，符合预期。**华能国际 2009 年实现销售收入 797 亿元，经重述后同比增加 10%；主营业务成本 670 亿元，经重述后同比下降 5%；投资收益 8.1 亿元，同比增加 338%；归属于上市公司股东的净利润 51 亿元，同比增加 243%，折合每股收益 0.42 元，拟每股派现 0.21 元。
- **收入增长和成本下降带来净利润大幅增加。**华能国际所属境内电厂 2009 年合计发电量 2035 亿千瓦时，同比增长 10%，公司收入与发电量增速持平，但是由于燃料成本下降，带动公司总的经营成本同比下降，这两方面的变化带动公司利润率回升。由于参股公司的盈利能力也大幅回升，公司投资收益同比大幅增长 380%。
- **受煤价翘尾因素影响，四季度盈利能力有所下降。**单季度同比来看，四季度各项指标同比都表现良好，营业收入同比增长 30%，营业成本仅增长 13%，导致净利润同比增长 189%。环比来看，公司营业收入与三季度持平，营业成本受四季度煤价上涨影响，出现小幅上升，投资收益也略有下降，早晨公司四季度净利润环比下降 50% 左右。
- **2010 年发电量形势较为乐观，煤价上涨压力仍存。**2010 年计划境内电厂发电量 2300 亿千瓦时，同比增长约 15%，在电价基本保持稳定的情况下，预计全年营业收入维持同步增长。从全国合同煤签订的情况来看，公司燃料成本也将有一定的上涨压力，预计增加成本 30 亿元左右，煤价仍是公司业绩上涨的最大障碍。如果下半年央行开始加息，公司财务费用也会略有增加，但是比煤价上涨的影响要小很多。
- **预估 2010、2011 年每股收益预为 0.30 元、0.44 元。**在电价不调整的前提下，受煤价影响，公司 10 年业绩会有所下降。不过，前期秦皇岛煤价已经开始下跌，目前港存超过 800 万吨，如果煤价进一步下跌，公司业绩会超预期。暂时维持“审慎推荐”的投资评级，目标价 8.5 ~ 9.0 元。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 50435 | 67825 | 79742 | 90042 | 98669 |
| 同比增长      | 14%   | 34%   | 18%   | 13%   | 10%   |
| 营业利润(百万元) | 7125  | -4602 | 6001  | 4988  | 7609  |
| 同比增长      | -13%  | -165% | -230% | -17%  | 53%   |
| 净利润(百万元)  | 5997  | -3701 | 5148  | 3607  | 5307  |
| 同比增长      | 1%    | -162% | -239% | -30%  | 47%   |
| 每股收益(元)   | 0.50  | -0.31 | 0.42  | 0.30  | 0.44  |
| PE        | 15.6  | -25.2 | 18.1  | 25.9  | 17.6  |
| PB        | 2.0   | 2.6   | 2.3   | 2.1   | 2.0   |

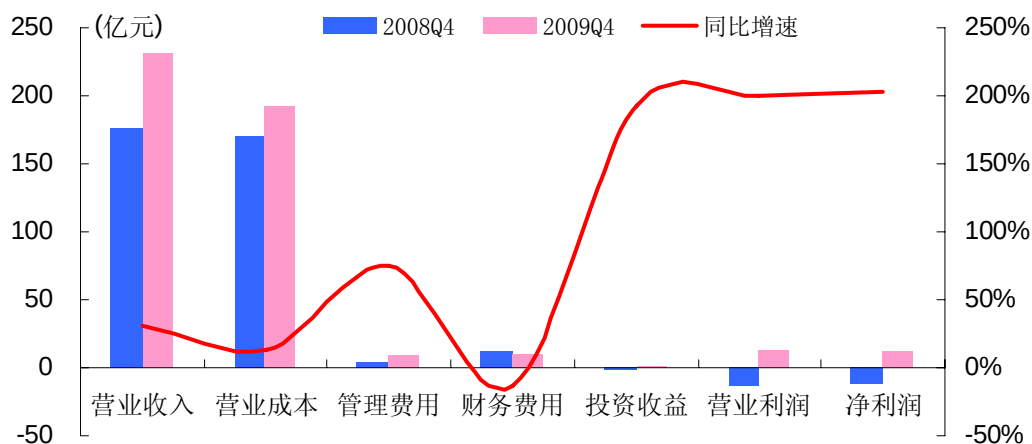
资料来源：招商证券

图1: 华能国际2009年度经营指标同比变动比较



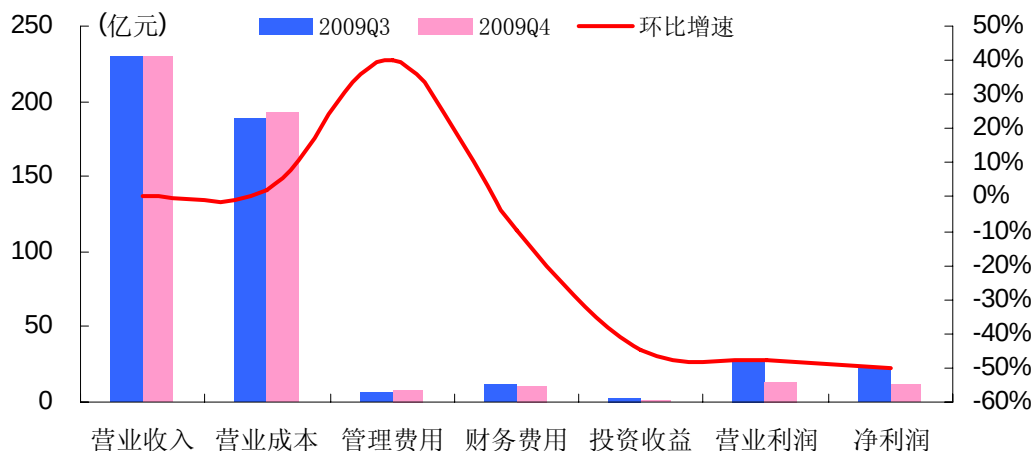
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 华能国际四季度经营指标同比变动比较



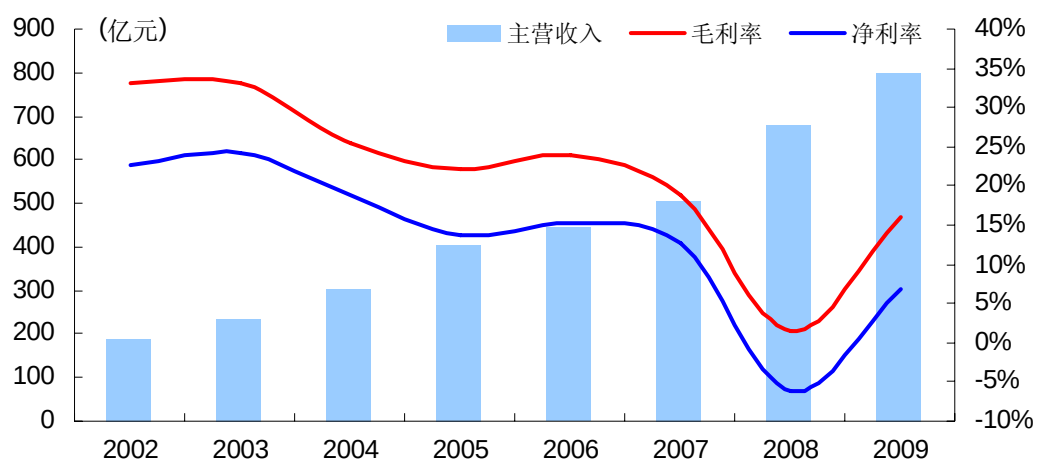
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 华能国际四季度经营指标环比变动比较



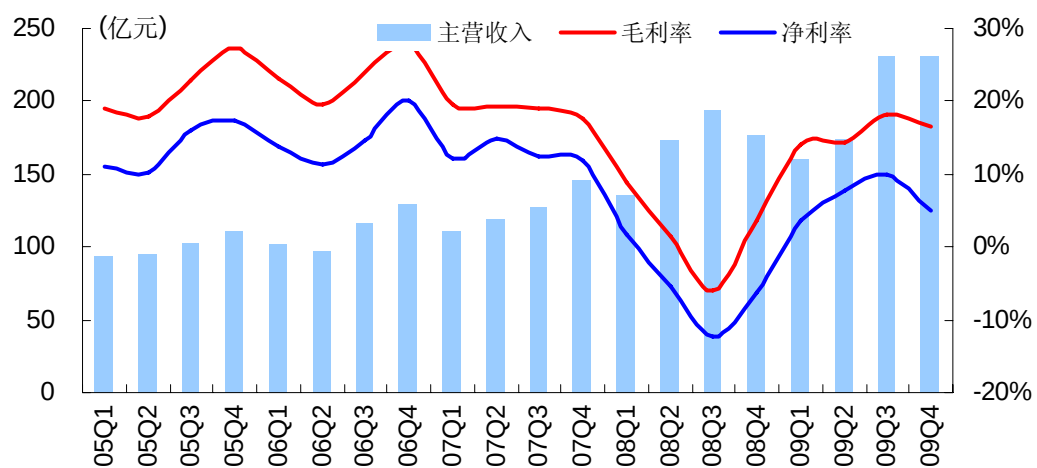
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4：华能国际年度收入和利润率指标比较



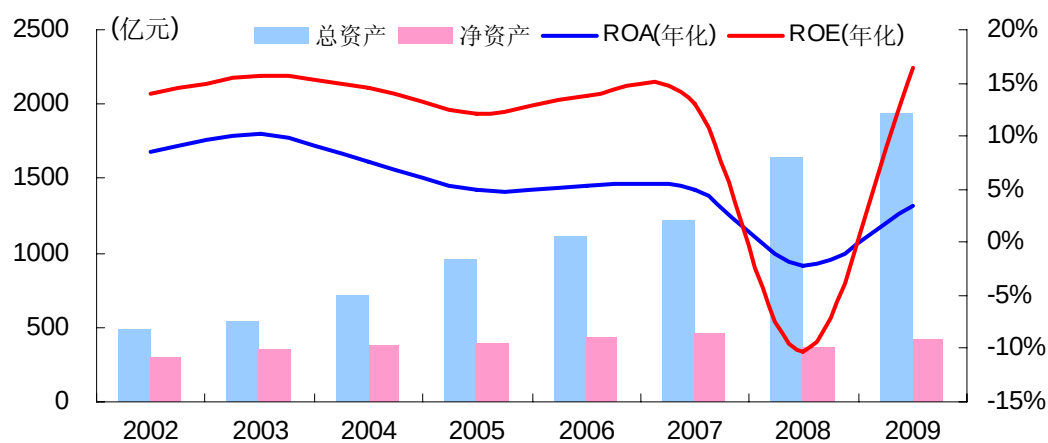
数据来源：公司公告，招商证券整理

图5：华能国际季度营业收入和利润率指标比较



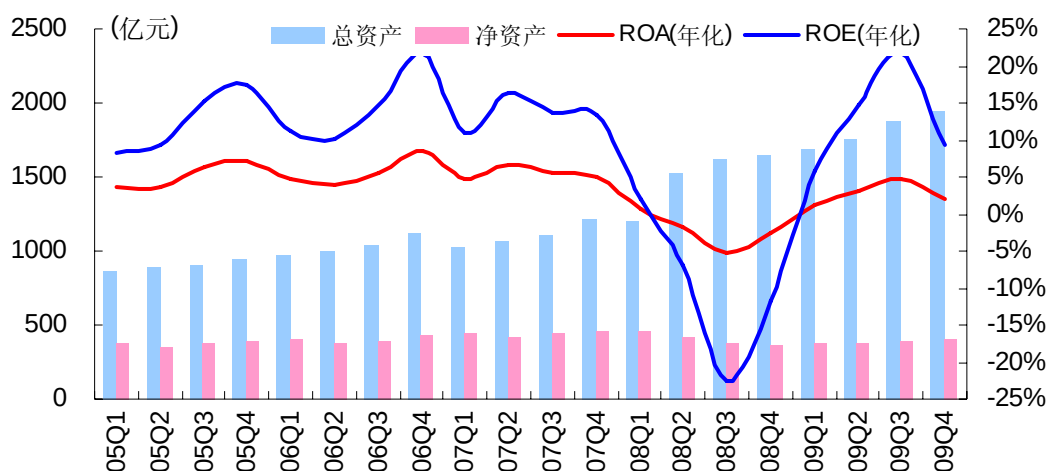
数据来源：公司公告，招商证券整理

图6：华能国际年度资产收益率指标比较



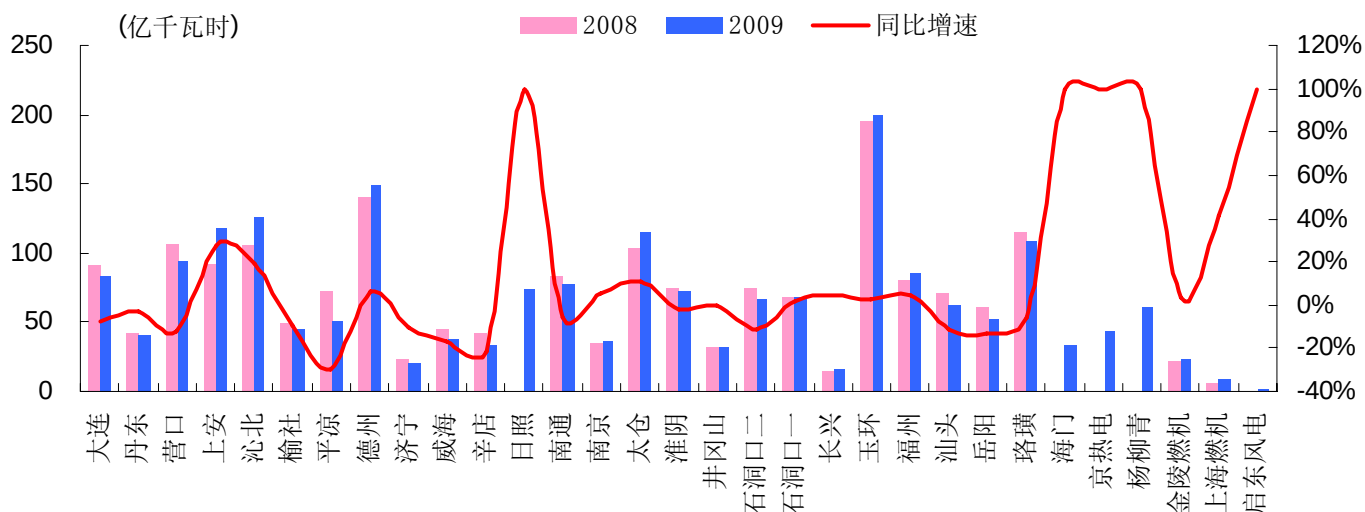
数据来源：公司公告，招商证券整理

图7：华能国际季度资产收益率指标比较



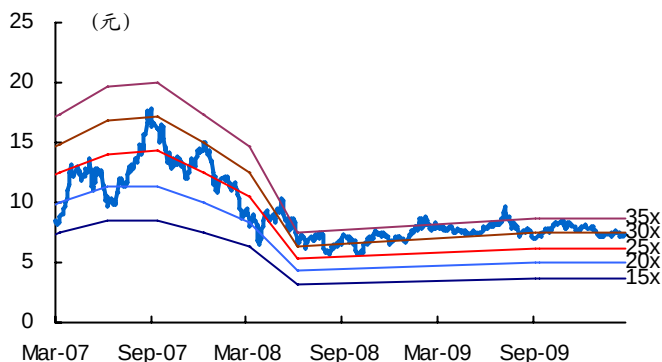
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：华能国际各电厂2009年度发电量和增速比较



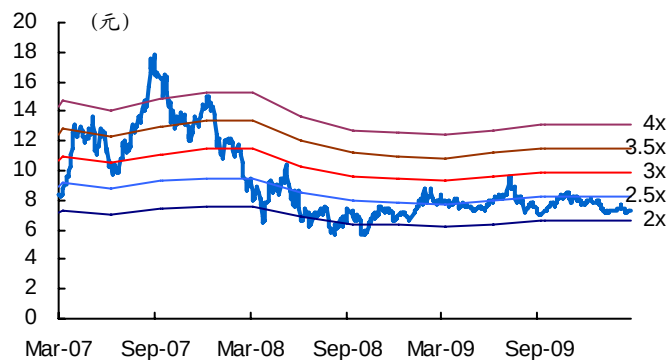
数据来源：公司公告，招商证券整理

图9：华能国际历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图10：华能国际历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2007          | 2008          | 2009          | 2010E         | 2011E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 18551         | 20018         | 21995         | 27280         | 30104         |
| 现金             | 7533          | 5766          | 5452          | 7000          | 8000          |
| 交易性投资          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收票据           | 1675          | 666           | 352           | 2701          | 2960          |
| 应收款项           | 6201          | 7128          | 9691          | 11682         | 12801         |
| 其它应收款          | 282           | 424           | 1183          | 450           | 493           |
| 存货             | 2319          | 5170          | 4084          | 4665          | 5010          |
| 其他             | 541           | 864           | 1232          | 781           | 839           |
| <b>非流动资产</b>   | 103588        | 144569        | 172002        | 156212        | 160794        |
| 长期股权投资         | 8511          | 8745          | 9550          | 9550          | 9550          |
| 固定资产           | 76063         | 91292         | 108769        | 120714        | 129128        |
| 无形资产           | 2322          | 6801          | 7086          | 6627          | 6215          |
| 其他             | 16693         | 37732         | 46597         | 19320         | 15900         |
| <b>资产总计</b>    | <b>122139</b> | <b>164588</b> | <b>193997</b> | <b>183492</b> | <b>190898</b> |
| <b>流动负债</b>    | 30532         | 51652         | 56557         | 44258         | 42359         |
| 短期借款           | 11670         | 28745         | 24730         | 17379         | 14324         |
| 应付账款           | 2017          | 2998          | 4315          | 3126          | 3357          |
| 预收账款           | 0             | 0             | 103           | 0             | 0             |
| 其他             | 16844         | 19908         | 27409         | 23753         | 24678         |
| <b>长期负债</b>    | 40841         | 71363         | 88723         | 87592         | 92592         |
| 长期借款           | 33439         | 59027         | 71267         | 76267         | 81267         |
| 其他             | 7403          | 12336         | 17457         | 11325         | 11325         |
| <b>负债合计</b>    | <b>71374</b>  | <b>123015</b> | <b>145280</b> | <b>131849</b> | <b>134951</b> |
| 股本             | 12055         | 12055         | 12055         | 12055         | 12055         |
| 资本公积金          | 10701         | 8669          | 9349          | 9349          | 9349          |
| 留存收益           | 23364         | 15522         | 19611         | 22136         | 25851         |
| 少数股东权益         | 4646          | 5326          | 7701          | 8102          | 8692          |
| 母公司所有者权益       | 46120         | 36247         | 41016         | 43541         | 47255         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>122139</b> | <b>164588</b> | <b>193997</b> | <b>183492</b> | <b>190898</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2007        | 2008         | 2009        | 2010E       | 2011E       |
|----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 12221       | 5186         | 15989       | 11007       | 17691       |
| 净利润            |             |              |             | 3607        | 5307        |
| 折旧摊销           |             |              |             | 7626        | 8188        |
| 财务费用           |             |              |             | 5209        | 5374        |
| 投资收益           |             |              |             | -1000       | -1100       |
| 营运资金变动         |             |              |             | -4458       | -672        |
| 其它             |             |              |             | 23          | 594         |
| <b>投资活动现金流</b> | -17361      | -47957       | -25611      | 7978        | -12770      |
| 资本支出           |             |              |             | -11770      | -12770      |
| 其他投资           |             |              |             | 19748       | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | 9227        | 41255        | 8764        | -17437      | -3921       |
| 借款变动           |             |              |             | -6601       | 1945        |
| 普通股增加          |             |              |             | 0           | 0           |
| 资本公积增加         |             |              |             | 0           | 0           |
| 股利分配           |             |              |             | -1082       | -1592       |
| 其他             |             |              |             | -9754       | -4274       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>4088</b> | <b>-1516</b> | <b>-858</b> | <b>1548</b> | <b>1000</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 50435 | 67825 | 79742 | 90042 | 98669 |
| 营业成本             | 40943 | 66876 | 66961 | 78143 | 83925 |
| 营业税金及附加          | 151   | 106   | 166   | 270   | 296   |
| 营业费用             | 0     | 3     | 3     | 0     | 0     |
| 管理费用             | 1524  | 1855  | 2360  | 2431  | 2565  |
| 财务费用             | 1939  | 3624  | 4435  | 5209  | 5374  |
| 资产减值损失           | -6    | 93    | 659   | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | -100  | -55   | 34    | 0     | 0     |
| 投资收益             | 1341  | 185   | 810   | 1000  | 1100  |
| <b>营业利润</b>      | 7125  | -4602 | 6001  | 4988  | 7609  |
| 营业外收入            | 303   | 295   | 279   | 200   | 200   |
| 营业外支出            | 38    | 126   | 163   | 50    | 50    |
| <b>利润总额</b>      | 7390  | -4433 | 6117  | 5138  | 7759  |
| 所得税              | 972   | -220  | 657   | 1130  | 1862  |
| <b>净利润</b>       | 6418  | -4213 | 5460  | 4008  | 5897  |
| 少数股东损益           | 421   | -512  | 312   | 401   | 590   |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 5997  | -3701 | 5148  | 3607  | 5307  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.50  | -0.31 | 0.42  | 0.30  | 0.44  |

**主要财务比率**

|                | 2007  | 2008   | 2009  | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |        |       |       |       |
| 营业收入           | 14%   | 34%    | 18%   | 13%   | 10%   |
| 营业利润           | -13%  | -165%  | -230% | -17%  | 53%   |
| 净利润            | 1%    | -162%  | -239% | -30%  | 47%   |
| <b>获利能力</b>    |       |        |       |       |       |
| 毛利率            | 18.8% | 1.4%   | 16.0% | 13.2% | 14.9% |
| 净利率            | 11.9% | -5.5%  | 6.5%  | 4.0%  | 5.4%  |
| ROE            | 13.0% | -10.2% | 12.6% | 8.3%  | 11.2% |
| ROIC           | 7.9%  | -0.7%  | 6.1%  | 5.3%  | 6.3%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 58.4% | 74.7%  | 74.9% | 71.9% | 70.7% |
| 净负债比率          | 40.4% | 57.3%  | 54.3% | 53.8% | 52.7% |
| 流动比率           | 0.6   | 0.4    | 0.4   | 0.6   | 0.7   |
| 速动比率           | 0.5   | 0.3    | 0.3   | 0.5   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>    |       |        |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.4   | 0.4    | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 18.4  | 17.9   | 14.5  | 17.9  | 17.3  |
| 应收帐款周转率        | 8.1   | 10.2   | 9.5   | 8.4   | 8.1   |
| 应付帐款周转率        | 24.8  | 26.7   | 18.3  | 21.0  | 25.9  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |        |       |       |       |
| 每股收益           | 0.50  | -0.31  | 0.43  | 0.30  | 0.44  |
| 每股经营现金         | 1.01  | 0.43   | 1.33  | 0.91  | 1.47  |
| 每股净资产          | 3.83  | 3.01   | 3.40  | 3.61  | 3.92  |
| 每股股利           | 0.14  | 0.10   | 0.21  | 0.09  | 0.13  |
| <b>估值比率</b>    |       |        |       |       |       |
| PE             | 15.6  | -25.2  | 18.1  | 25.9  | 17.6  |
| PB             | 2.0   | 2.6    | 2.3   | 2.1   | 2.0   |
| EV/EBITDA      | 1.9   | 4.7    | 3.0   | 1.7   | 1.5   |

## 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。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

**侯鹏：**清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

## 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

### 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。