

动态报告

公用事业

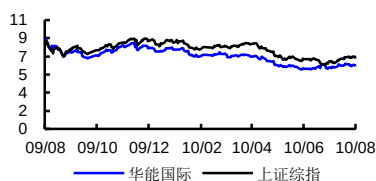
电力

华能国际(600011)
中性

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 11 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	6.20
总股本/流通 A 股(百万股)	12,055.38/2,878.21
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	74,743.38/36,788.30
上证综指/深圳成指	2,595.27/10,715.39
12 个月最高/最低 (元)	8.90/5.90

财务数据

净资产值(百万元)	41,769.74
每股净资产(元)	3.46
市净率	1.79
资产负债率	75.09%
息率	3.39%

相关研究报告:

《华能国际 2010 年一季报点评: 单季实现净利润环比持平, 高于市场预期》——2010-4-20

《华能国际 09 年报点评: 业绩对电量敏感性上升, 对煤价敏感性下降》——2010-3-24

《华能国际: 拟定增不超过 16 亿 A+H 股用于风电、火电建设》——2010-1-18

分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080429

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

毛利率继续走低, 小幅下调全年业绩预测

●上半年发电量情况——同比上升 38%, 二季度环比提高 3%

截止 2010 年 6 月 30 日, 公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 1188.36 亿千瓦时, 同比增长 38.01%; 累计完成上网电量 1120.14 亿千瓦时。其中 Q2 比 Q1 环比增长 3%, 来自新投产机组的贡献。同比增长源于 09 年上半年基数较低, 且 09 年下半年收购和新投产机组贡献

●季报主要盈利指标分析——毛利率环比下降

一季度收入同比增长 51%, 二季度收入同比增长 40%, 二季度收入环比一季度增长 1%, 收入增长与电量增长同步。但一、二季度毛利率同比、环比均下降, 一季度环比下降 4.5 个百分点, 二季度继续环比下降 1.2 个百分点, 原因应当主要在于煤价因素, 其次是因为新投产机组由于所处区域的原因电价低于平均水平, 一季度煤炭均价较 2009 年均价的涨幅我们预测超过 10%, 二季度煤价平稳。当季费用项目控制良好, 亦未发生减值等, 但二季度当度投资收益大幅下降, Q1、Q2 单季分别实现 EPS 为 0.09 和 0.08 元, 上半年合计实现 EPS 为 0.17 元, 09 年同期为 0.16 元, 持平略有增长

●维持业绩预测与投资评级

按照公司 10 年发电量指引 5100 小时对应 2300 亿千瓦时发电量, 如果煤价维持 09 年均价则每股收益将提到 0.46 元, 如煤价上涨 10%则每股收益下降到 0.35 元。我们小幅下调此前对公司 2010 年的业绩预测, 假设公司煤价的涨幅 10%, 电量将高于公司预测 3%, 则 2010 年实现净利润 46.84 亿, 折合 EPS 为 0.39 元。但 2010 年 1 月公司公告拟增发 16 亿股 A+H 股, 因此一旦实施公司 2010 年业绩将被摊薄 16%以上, 且该增发难以带来业绩增厚。同时展望 2011 年由于煤价和电量均有较大变数, 火电行业整体未来业绩存在较大不确定性, 尽管公司目前估值不贵, 我们依然维持中性评级 (以下盈利预测未考虑增发摊薄)

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	72,198.02	79,742.33	95,691	103,346	109,547
(+/-%)	43.15%	10.45%	20.0%	8.0%	6.0%
净利润(百万元)	-3,562.92	5,081.00	4759	5101	5456
(+/-%)	-159.41%	242.61%	-6.3%	7.2%	7.0%
每股收益 (元)	-0.30	0.42	0.39	0.42	0.45
EBIT Margin	-0.51%		13.1%	12.7%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	-9.37%	12.39%	10.7%	10.6%	10.5%
市盈率 (PE)	-20.98	14.71	18.5	17.3	16.1
EV/EBITDA	24.19		9.4	8.8	8.1
市净率 (PB)	1.97	1.82	1.98	1.84	1.70

上半年发电量情况——同比增长 38%

截止 2010 年 6 月 30 日，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 1188.36 亿千瓦时，同比增长 38.01%；累计完成上网电量 1120.14 亿千瓦时。其中 Q2 比 Q1 环比增长 3%，来自新投产机组的贡献。

同比增长源于 09 年上半年基数较低，且 09 年下半年收购和新投产机组贡献。

表 1: 公司 06 年以来各季度分电厂发电量（单位：亿千瓦时）

	2010		2009		2008		2007							
	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1
大连	22.37	19.23	22.34	24.13	19.22	18.17	21.19	22.95	22.83	24.05	24.19	26.35	27.23	24.5
福州	12.57	15.87	25.36	22.05	18.49	19.21	22.77	23.37	14.75	20.4	22.24	23.42	18.84	16.86
南通	19.41	21.16	22.12	22.22	17.5	16.32	17.08	22.57	22.04	21.6	23.27	21.75	19.91	18.52
上安	37.88	27.76	31.86	27.13	35.8	23.45	35.16	21.26	20.29	16.28	19.93	17.89	19.56	14.78
石洞 2	12.28	18.13	20.28	14.97	13.28	18.38	18.58	19.89	13.93	22.94	22.97	20.78	18.39	17.43
汕头	19.08	17.41	15.83	15.82	16.46	13.87	17.70	17.5	16.1	18.9	21.61	20.69	14.94	16.84
丹东	9.16	10.11	11.49	9.67	11.14	8.48	7.58	10.92	13.04	10.55	12.05	12.59	12.1	12.67
南京	7.68	10.28	11.13	9.93	6.42	9.06	5.54	10.38	10.22	8.55	8.07	10.25	9.16	9.1
德州	42.11	33.99	39.44	42.88	34.95	31.83	36.36	35.37	34.19	34.3	35.92	35.06	33.85	27.37
济宁	13.54	11.41	5.31	4.31	4.5	6.32	5.81	5.01	5.54	6.54	6.45	5.68	5.39	8.27
威海	9.52	9.51	10.60	9.76	7.91	8.93	8.58	13.5	12.24	10.63	9.38	11.76	11.78	7.83
石洞 1	18.5	18.7	16.72	18.46	16.19	17.1	11.70	16.85	18.07	20.95	16.42	18.62	16.52	18.34
长兴	4.32	4.34	3.98	4.95	3.44	3.48	2.64	4.14	3.88	4.5	3.98	4.16	4.42	3.47
太仓	33.35	25.14	31.97	28.22	30	25.18	23.91	28.71	26.33	24.94	28.25	28.95	28.62	22.35
淮阴	19.15	20.66	20.38	20.78	15.94	15.83	15.42	20.64	18.76	19.76	22.35	22.56	22.61	17.87
榆社	12.99	11.91	11.47	12.22	11.56	9.39	10.87	12.5	12.02	14.12	15.56	12.43	14.52	14.41
辛店	7.66	8.79	8.62	7.6	9.08	8.15	8.20	9.99	12.42	11.8	13.52	10.66	13.15	10.52
沁北	34	32.73	37.79	30.38	26.99	29.94	27.65	29.18	26.64	21.67	17.02	18.78	17.45	17.95
营口 1+2	33.52	33.77	26.62	24.69	23.49	20.45	22.34	31.34	27.59	26.08	23.60	14.18	12.75	11.54
井岗	18.86	18.86	10.98	8.22	5.99	6.75	8.34	8.1	7.56	8.02	10.11	8.85	7.63	8.68
岳阳	8.01	18.96	19.80	13.48	7.72	11.25	14.07	14.61	11.47	20.01	20.10	16.24	14.52	16.62
珞璜	25	38.01	34.41	27.63	21.52	24.87	28.05	25.6	28.94	32.47	36.35	22.17	28.37	25.52
平凉	21.2	18.97	15.10	11.69	9.92	14.06	15.20	15.53	17.54	23.74	24.26	16.19	17.95	22.7
日照	21.04	16.67	21.33	21.85	16.71	13.18								
沪燃机	3.6	1.73	1.73	5.58	0.84	0.32	0.16	5.33	0.32	0.17	0.19	4.21	0.82	0.11
玉环	54.39	48.99	51.51	58.72	49.85	39.05	52.04	58.23	50.47	33.68	31.46	34.81	27.03	24.42
南燃机	-4.22	13.63	3.82	5.77	7.92	5.22	5.59	5.8	6.27	4.38	22.42			
南燃煤	30.04	2.93												
北京	9.13	13.99	13.33	30.61										
杨柳青	11.97	18.48	18.05	42.02										
海门	33.28	22.97	23.26	10.23										

启东风	0.45	0.69	1.53											
化德风	0.74													
季度合	602.58	585.78	588	586	443	418	443	489	453	461	469	439	418	389
年合计					1846			1715				1594		

资料来源：公司定期报告

分季度盈利指标分析——毛利率继续环比下降

一季度收入同比增长 51%，二季度收入同比增长 40%，二季度收入环比一季度增长 1%，收入增长与电量增长同步。

但一、二季度毛利率同比、环比均下降，一季度环比下降 4.5 个百分点，二季度继续环比下降 1.2 个百分点，原因应当主要在于煤价因素，其次是因为新投产机组由于所处区域的原因电价低于平均水平，一季度煤炭均价较 2009 年均价的涨幅我们预测超过 10%，二季度煤价平稳。

当季费用项目控制良好，亦未发生减值等，但二季度当度投资收益大幅下降，Q1、Q2 单季分别实现 EPS 为 0.09 和 0.08 元，上半年合计实现 EPS 为 0.17 元，09 年同期为 0.16 元，持平略有增长。

表 2：公司主要财务指标的单季度分析

	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1
毛利率	10.79%	12.01%	16.51%	19.00%	14.21%	14.13%	3.60%	-5.87%	1.34%	8.97%
营业税金附加/收入	0.13%	0.12%	0.15%	0.19%	0.23%	0.24%	0.13%	0.13%	0.17%	0.22%
(销售费用+管理费用)/收入	2.70%	2.54%	3.68%	2.66%	2.62%	2.81%	2.74%	2.67%	2.63%	2.97%
财务费用/收入	4.73%	4.61%	4.58%	5.06%	5.49%	7.75%	6.83%	6.09%	3.75%	4.37%
财务费用/(短期借款+应付票据+长期借款)	1.05%	1.11%	1.10%	1.14%	1.18%	1.46%	1.38%	1.43%	0.92%	1.37%
投资净收益/毛利(收入-营业成本)	-0.60%	5.11%	3.87%	6.69%	12.83%	3.30%	-24.76%	-14.59%	28.45%	9.18%
资产减值损失/毛利(收入-营业成本)	0.00%	-0.01%	17.38%	0.00%	-0.02%	-0.11%	24.51%	5.40%	-1.07%	0.00%
营业外收支净额/毛利(收入-营业成本)	3.85%	3.51%	-0.30%	1.16%	2.19%	1.09%	7.47%	-3.96%	17.55%	2.93%
所得税/利润总额	15.82%	19.25%	15.87%	13.31%	1.95%	8.09%	15.80%	6.07%	-3.58%	33.17%
归属于母公司所	108.79%	83.49%	82.54%	95.15%	104.36%	95.09%	96.16%	90.04%	76.88%	107.12%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

有者的净利润/

净利润

收入同比增幅	40.14%	51.02%	30.27%	9.07%	1.37%	19.08%	22.05%	51.86%	43.61%	21.02%
营业成本同比增幅	45.72%	54.75%	12.83%	-16.56%	-11.85%	12.32%	43.08%	98.46%	75.32%	37.01%
毛利率同比变化的百分点	-3.42%	-2.12%	12.90%	24.87%	12.87%	5.16%	-14.17%	-24.86%	-17.85%	-10.62%
收入环比增幅	0.73%	5.52%	9.41%	20.51%	8.55%	-8.98%	-8.40%	12.01%	27.51%	-6.71%
营业成本环比增幅	2.12%	11.21%	12.78%	13.78%	8.45%	-18.91%	-16.60%	20.20%	38.18%	3.29%
毛利率环比变化的百分点	-1.22%	-4.50%	-2.50%	4.79%	0.08%	10.52%	9.47%	-7.21%	-7.62%	-8.81%
季度 EPS (元)	0.089	0.079	0.079	0.180	0.117	0.046	-0.09	-0.18	-0.06	0.02

资料来源：公司定期报告

2010 年业绩预测与评级

按照公司 10 年发电量指引 5100 小时对应 2300 亿千瓦时发电量，但 2010 年上半年情况比半年前预期乐观，因此中报中提及公司在完成年初计划发电量 2300 亿千瓦时的基础上，力争燃煤机组年发电利用小时达到 5200 小时以上，意味着计划电量提高约 2%，即大约 50 亿千瓦时。

如果煤价维持 09 年均价则每股收益将提到 0.46 元，如煤价上涨 10%则每股收益下降到 0.35 元。我们小幅下调此前对公司 2010 年的业绩预测，假设公司煤价的涨幅 10%，电量将高于公司预测 3%，则 2010 年实现净利润 46.84 亿，折合 EPS 为 0.39 元。但 2010 年 1 月公司公告拟增发 20 亿股 A（15 亿股）+H（5 亿股）股募集不超过 86 亿人民币，且该增发难以带来业绩的增厚，因此一旦实施公司 2010 年业绩将被摊薄 16%以上。同时展望 2011 年由于煤价和电量均有较大变数，火电行业整体未来业绩存在较大不确定性，尽管公司目前估值不贵，我们依然维持中性评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	5452	5452	5452	5452
应收款项	11226	2435	2630	2788
存货净额	4084	16133	17202	18059
其他流动资产	1213	567	612	649
流动资产合计	21995	24606	25916	26967
固定资产	14117	14782	16091	16440
无形资产及其他	1	9	8	1
投资性房地产	7086	6803	6521	6239
长期股权投资	14195	14195	14195	14195
	9550	9545	9539	9534
资产总计	19399	20298	21709	22133
短期借款及交易性金融负债	7	0	0	6
应付款项	33980	48909	58462	58067
其他流动负债	4386	4993	5324	5589
流动负债合计	18190	8460	9025	9478
长期借款及应付债券	56557	62362	72811	73135
其他长期负债	85067	84837	84837	84837
长期负债合计	3657	3606	3555	3504
负债合计	88723	88443	88392	88341
少数股东权益	14528	15080	16120	16147
股东权益	0	5	2	5
负债和股东权益总计	7701	7828	7970	8124
	41016	44347	47917	51736
	19399	20298	21709	22133
	7	0	0	6

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.42	0.39	0.42	0.45
每股红利	0.60	0.12	0.13	0.14
每股净资产	3.40	3.68	3.97	4.29
ROIC	6%	6%	6%	6%
ROE	12%	11%	11%	11%
毛利率	16%	16%	16%	16%
EBIT Margin	13%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	24%	26%	27%	28%
收入增长	18%	20%	8%	6%
净利润增长率	-237%	-6%	7%	7%
资产负债率	79%	78%	78%	77%
息率	8.2%	1.6%	1.7%	1.9%
P/E	17.3	18.5	17.3	16.1
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.0	9.4	8.8	8.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	79742	95691	103346	109547
营业成本	66961	79940	86811	92019
营业税金及附加	166	199	215	227
销售费用	3	0	0	0
管理费用	2360	2995	3212	3388
财务费用	4435	6481	7025	7231
投资收益	809	809	809	809
资产减值及公允价值变动	(692)	(692)	15	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	5933	6193	6908	7491
营业外净收支	116	0	0	0
利润总额	6050	6193	6908	7491
所得税费用	657	1115	1451	1648
少数股东损益	312	320	356	386
归属于母公司净利润	5081	4759	5101	5456

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	5081	4759	5101	5456
资产减值准备	566	194	71	34
折旧摊销	9202	12738	15139	16766
公允价值变动损失	692	692	(15)	0
财务费用	4435	6481	7025	7231
营运资本变动	4060	(11592)	(393)	(350)
其它	(699)	(67)	71	119
经营活动现金流	18902	6724	19973	22026
资本开支	(33721)	(20001)	(28001)	(20001)
其它投资现金流	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(34536)	(19995)	(27995)	(19995)
权益性融资	261	0	0	0
负债净变化	12240	(230)	0	0
支付股利、利息	(7245)	(1428)	(1530)	(1637)
其它融资现金流	5071	14929	9552	(394)
融资活动现金流	15320	13272	8022	(2031)
现金净变动	(314)	0	0	0
货币资金的期初余额	5766	5452	5452	5452
货币资金的期末余额	5452	5452	5452	5452
企业自由现金流	(11320)	(8559)	(2900)	7267
权益自由现金流	5990	826	1103	1233

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	