

湘财证券研究所
电力与能源研究小组

研究员 吴江

Tel: 021-68634510-8009

E-Mail: wj2853@xcsc.com

研究员 王师

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: ws2897@xcsc.com

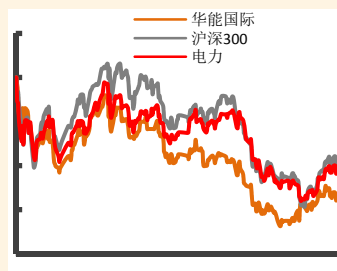
**湘财证券
华能国际系列报告**

 ——电价调整幅度远低于预期、
公司业绩看好（买入）

 ——非公开发行有助于减轻财
务负担（维持“买入”）

 ——2009 年业绩符合预期（“增
持”）

 ——上半年发电量大幅增加（维
持“增持”）

华能国际近一年走势

□ 2010上半年净利润同比增长2.71%

公司8月10日发布公告称：2010年上半年实现归属母公司净利润20.26亿元，同比增长2.71%；基本每股收益0.17元，扣除非经常性损益后的每股收益为0.16元。

□ 点评

公司2010年一季度归属母公司净利润同比增长40.9%，而上半年净利润同比仅增长2.71%，这略低于我们之前的预期，我们认为主要原因如下：

1. 上半年燃料成本压力增大 公司2010年重点合同煤价格约545元/吨、较去年涨幅约8%；同时，市场煤炭价格也出现较大涨幅，秦皇岛主要动力煤炭价格较去年同期上涨约20%。煤炭价格淡季不淡，公司燃料成本压力较大。公司在上半年发电量大增近4成、营业收入同比增长37.25%的情况下，营业成本却增长41.36%。导致公司1季度销售毛利率为12.01%，而2季度销售毛利率仅为10.8%左右。

2. 去年同期亏损抵扣和递延所得税影响 由于2008年同期亏损，公司2009年中期受亏损抵扣和递延所得税影响，其实际所得税率为3.87%，而本期实际所得税率为17.68%。若以税前利润总额比较，则2010年上半年同比增长为25.85%。

3. 非经常性损益贡献EPS0.01元 公司2010年上半年非经常性损益贡献净利润约1.41亿元，较去年同期增长约161.1%，折合EPS0.01元。本期非经常性损益收入主要来自于政府补贴约2.11亿元。扣除这部分影响，上半年EPS为0.16元。

□ 投资建议

虽然公司上半年发电量大增38%，但从2季度单季度来看，发电量增速为36.1%，较1季度的40.1%已出现小幅下滑。随着房地产新政、节能减排和结构调整等各项宏观调控政策影响的深化，下半年用电需求尤其是工业用电需求增长势头将出现较大程度的回落。此外，随着西南地区旱情的结束和3季度雨季的来临，水电机组出力将显著提高。受以上因素影响，公司下半年发电量增速相应会出现较明显的下滑。但我们认为，公司实现2010年计划发电量2300亿千瓦时的目标问题不大，且随着新机组的投产，2010年发电量超计划将是大概率事件。燃料成本方面，虽然目前市场煤炭价格小幅回落，但除非3-4季度宏观经济形势出现下滑，煤炭价格很难回落到去年同期水平。我们认为，后市煤炭价格仍将给公司业绩带来较大压力。总体来看，公司2010年业绩或低于我们之前预期，但目前股价估值较低，具有一定安全边际，维持对公司的“增持”评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	79742	92501	104526	118115
收入同比(%)	10%	16%	13%	13%
归属母公司净利润	5081	4653	5404	6165
净利润同比(%)	43%	-8%	16%	14%
毛利率(%)	16.0%	13.0%	12.5%	12.0%
ROE(%)	12.4%	10.8%	11.9%	12.8%
每股收益(元)	0.42	0.39	0.45	0.51
P/E	14.71	16.06	13.83	12.12
P/B	1.82	1.73	1.64	1.55
EV/EBITDA	9	9	8	8

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	21995	26981	43775	59047	营业收入	79742	92501	104526	118115
现金	5452	10181	25528	37431	营业成本	66961	80476	91460	103941
应收账款	9691	10030	11177	13503	营业税金及附加	166	208	210	249
其他应收款	1183	802	1019	1306	营业费用	3	2	4	4
预付账款	1024	1013	1135	1396	管理费用	2360	2665	2963	3416
存货	4084	3427	3738	4096	财务费用	4435	4245	3972	3598
其他流动资产	560	1529	1180	1316	资产减值损失	659	50	50	50
非流动资产	172002	165226	155599	146087	公允价值变动收益	-34	0	0	0
长期投资	9550	9544	9544	9544	投资净收益	809	1000	1000	1000
固定资产	108769	111617	105543	97375	营业利润	5933	5854	6868	7857
无形资产	7086	9358	11667	13256	营业外收入	279	300	300	300
其他非流动资产	46597	34707	28844	25913	营业外支出	163	150	150	150
资产总计	193997	192207	199374	205134	利润总额	6050	6004	7018	8007
流动负债	56557	49511	47765	45963	所得税	657	991	1193	1361
短期借款	24730	17000	14000	11000	净利润	5393	5014	5825	6646
应付账款	4315	4189	4846	5872	少数股东损益	312	360	421	480
其他流动负债	27512	28321	28919	29091	归属母公司净利润	5081	4653	5404	6165
非流动负债	88723	91436	97537	102070	EBITDA	19602	20604	22132	23135
长期借款	71267	76267	81267	86267	EPS (元)	0.42	0.39	0.45	0.51
其他非流动负债	17457	15169	16270	15803					
负债合计	145280	140946	145302	148033	主要财务比率				
少数股东权益	7701	8062	8483	8963	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	12055	12055	12055	12055	成长能力				
资本公积	9349	9349	9349	9349	营业收入	10.4%	16.0%	13.0%	13.0%
留存收益	19973	22095	24485	27033	营业利润	39.2%	-1.3%	17.3%	14.4%
归属母公司股东权益	41016	43199	45589	48138	归属于母公司净利润	42.6%	-8.4%	16.1%	14.1%
负债和股东权益	193997	192207	199374	205134	获利能力				
					毛利率(%)	16.0%	13.0%	12.5%	12.0%
现金流量表					净利率(%)	6.4%	5.0%	5.2%	5.2%
单位: 百万元					ROE(%)	12.4%	10.8%	11.9%	12.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	6.2%	5.9%	6.8%	7.5%
经营活动现金流	15989	17689	20843	18369	偿债能力				
净利润	5393	5014	5825	6646	资产负债率(%)	74.9%	73.3%	72.9%	72.2%
折旧摊销	9233	10505	11293	11681	净负债比率(%)	72.44%	72.73%	71.93%	71.95%
财务费用	4435	4245	3972	3598	流动比率	0.39	0.54	0.92	1.28
投资损失	-809	-1000	-1000	-1000	速动比率	0.31	0.47	0.84	1.19
营运资金变动	-2636	480	-238	-2246	营运能力				
其他经营现金流	373	-1554	992	-309	总资产周转率	0.44	0.48	0.53	0.58
投资活动现金流	-25611	-1431	-1502	-756	应收账款周转率	9	9	10	9
资本支出	22930	0	0	0	应付账款周转率	18.31	18.93	20.25	19.40
长期投资	-911	-7	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-3592	-1437	-1502	-756	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.39	0.45	0.51
筹资活动现金流	8764	-11530	-3994	-5710	每股经营现金流(最新摊)	1.33	1.47	1.73	1.52
短期借款	-4016	-7730	-3000	-3000	每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.58	3.78	3.99
长期借款	12240	5000	5000	5000	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.71	16.06	13.83	12.12
资本公积增加	680	0	0	0	P/B	1.82	1.73	1.64	1.55
其他筹资现金流	-140	-8800	-5994	-7710	EV/EBITDA	9	9	8	8
现金净增加额	-802	4729	15347	11903					

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。