

增持 维持
华能国际（600011）
2011 年 3 月 30 日

增收不增利，盈利符合预期

电力及公共事业行业分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

电力及公共事业行业助理分析师：白瑜
SAC 执业证书编号：S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

3 月 29 日收盘价 5.65 元

事件：华能国际 3 月 30 日公布 2010 年年报，2010 年公司实现营业收入 1043.08 亿元，同比增长 30.81%，利润总额 45.93 亿元，同比减少 24.07%，实现每股收益 0.29 元，分红预案为：每股派息 0.2 元（含税）。

总体评价：受到煤价高企影响，公司 2010 年处于增收不增利的局面。公司 2011 年的主要看点是：（1）2010 年收购的山东电力下属资产中的煤电项目（滇东能源、滇东雨汪）属于煤电一体化模式，能避免其他火电厂所面临的持续上升的成本压力。（2）H 股募集资金用于中新电力在海外业务的扩展。由于海外电价疏导机制相对灵活，中新电力盈利能力将好于国内同类火电机组。

鉴于短期内国内电煤供需仍将维持相对紧平衡的格局，以及，2011 年上半年的通胀压力，短期内煤价下行或电价上调的可能性不大，公司上半年仍然面临行业性亏损的困局。我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.33 和 0.36 元。考虑到目前公司 PB 已经接近历史低位，维持对公司的“增持”评级。

1. 顺利完成非公开增发

华能国际是中国装机规模最大的上市发电公司之一。截至 2010 年底，公司的可控发电装机容量为 5003.3 万千瓦，权益装机容量为 4651.2 万千瓦，较 2009 年底分别增加 148.5 万千瓦和 117.2 万千瓦。公司电厂广泛分布在山东、辽宁、浙江、广东、江苏、河北、福建、江西、重庆、甘肃、北京、上海等地；公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司。

回顾 2010 年，华能国际有几个方面的动作，值得我们关注：一、公司顺利实现非公开发行，募集资金总额为人民币 83.55 亿元、港币 23.65 亿元。公司通过股权融资切实降低资产负债率，以及满足部分新建项目的资金需求。二、收购时代航运 50% 股权，有助于公司沿海电厂燃料供应的保障；而收购海南核电（2*65 万千瓦）30% 的股权，则有利于公司优化电源结构。

表 1 华能国际 2010 年重要公告一览

时间	公告内容
2010-01-04	收购山东电力集团所持电站及港运资产股权： 向转让方合计支付 86.25 亿元作为本次收购的对价。此次所收购资产包括：滇东能源 100% 权益，滇东雨汪 100% 权益，沾化热电 100 权益，鲁能生物 100% 权益，罗源湾海港 60.25% 权益，罗源湾码头 58.3% 的权益，陆岛码头 73.46% 的权益，鲁能胶南港 100% 的权益，鲁能海运 53% 的权益，有关前期项目（包括日照岚山 4*660 兆瓦火电项目、罗源湾 2*660 兆瓦火电项目）的开发权以及鲁能发展持有的罗源湾海港注册资本中 39.75% 的权益。
2010-12-01	中国证监会核准公司非公开发行 A 股和 H 股股票： 核准本公司非公开发行不超过 15 亿股新股，所募集资金将用于偿还银行贷款以及部分电力产业项目的建设；核准本公司定向增发不超过 5 亿股境外上市外资股，所募资金全部注入全资子公司中新电力（新加坡注册）
2010-12-02	董事会审议通过：一、《关于上海时代航运有限公司股权转让的议案》；二、《关于海南核电有限公司股权转让的议案》。公司向华能能交和华能集团支付的收购对价分别为 10.58 亿元人民币和 1.74 亿元人民币，合计 12.32 亿元人民币。 本次转让完成后，本公司拥有上海时代航运有限公司注册资本中 50% 的权益和海南核电有限公司注册资本中 30% 的权益。 本次转让构成本公司的关联交易。
2011-01-15	发行短期融资券： 公司已于 2011 年 1 月 13 日完成了华能国际电力股份有限公司 2011 年度第一期短期融资券（“本期融资券”）的发行。本期融资券发行额为 50 亿元人民币，期限为 365 天，单位面值为 100 元人民币，发行利率为 3.95%。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 增收不增利

2010 年公司实现营业收入 1043.08 亿元, 同比增长 30.81%, 利润总额 45.93 亿元, 同比减少 24.07%, 实现每股收益 0.29 元, 分红预案为: 每股派息 0.2 元(含税)。

(1) 收入方面——发/售电量大幅增长, 增加公司收入

公司年内实现销售收入同比增长 30.81%, 其中, 境内收入为 876.96 亿元, 同比增长 27.46%; 境外业务收入为 150.42 亿元, 同比增长 44.42%。境内发电收入大幅增长的原因, 一方面是 2010 年宏观经济形势好转, 用电需求增加, 提高了机组利用小时; 另一方面是新增机组投产所带来的发电量增加。而公司境外业务收入大幅增长得益于海外电站发电量和电价的增长。

从公司电厂所在地区发电量来看, 增幅最大的前 3 个地区依次为江西、广东、甘肃, 增速分别为 158.36%、99.52%、76.19%。除了甘肃因为平凉电厂新增机组投产的原因外, 江西和广东地区 2009 年投产机组的 2010 年全年发电量增长明显。

表 2 华能国际发电量和售电量相关数据比较 (2009-2010, 亿度)

地区	2010 发电量	2009 发电量	YOY(%)	2010 售电量	地区	2010 发电量	2009 发电量	YOY(%)	2010 售电量
辽宁省	252.95	219.89	15.03%	238.60	河南省	139.61	125.10	11.60%	131.21
内蒙古	1.30	-	-	1.27	江苏省	411.80	327.26	25.83%	386.97
河北省	140.98	118.24	19.23%	132.49	上海市	207.28	143.85	44.09%	196.70
甘肃省	89.45	50.77	76.19%	84.65	重庆市	125.35	108.43	15.60%	115.48
北京市	47.04	43.94	7.06%	41.50	浙江省	245.17	214.98	14.04%	233.26
天津市	64.39	60.07	7.19%	59.95	湖南省	57.86	52.25	10.74%	53.97
山西省	48.89	44.64	9.52%	45.11	江西省	82.52	31.94	158.36%	78.57
山东省	376.41	313.26	20.16%	354.59	福建省	88.02	85.11	3.42%	83.78
广东省	190.48	95.47	99.52%	179.89	合计	2569.50	2035.20	26.25%	2417.99

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(2) 盈利能力方面——燃煤成本高企, 增收不增利

随着 2010 年燃煤价格的上涨, 公司综合毛利率较 2009 年同期下降 5.01%, 全年综合毛利率为 11.01%。细分来看, 公司 2010 年电力及热力业务毛利率为 10.82%, 毛利率同比下降 4.83%。

虽然 2010 年公司发电收入增长 20.39%, 但是营业总成本增幅超过收入增幅, 同比增长为 38.62%。从而使公司 2010 年的发电业务毛利同比下降了 11.16%, 为 111.64 亿元。这导致公司发电业务增收不增利。

表 3 华能国际盈利及成本相关数据比较 (2009-2010, 亿元)

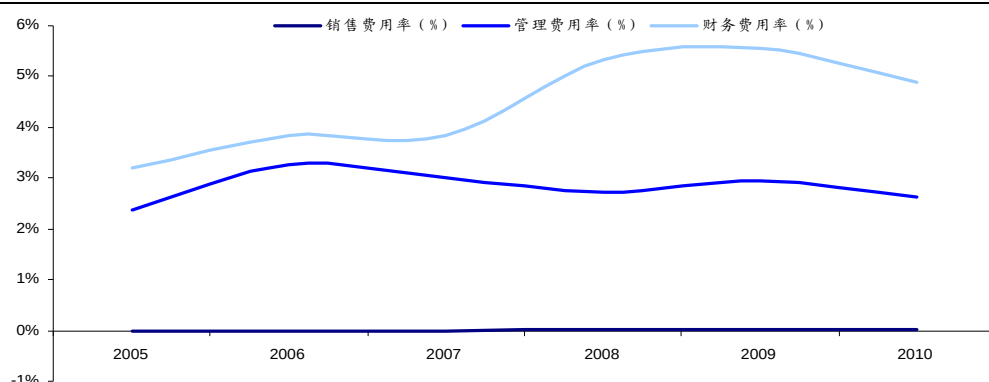
时间	综合毛利率(%)	电力及热力毛利率(%)	营业总成本	营业成本	固定资产折旧	人工成本
2010	11.01	10.82	1008.29	928.18	101.75	41.77
2009	16.03	15.65	745.85	669.61	91.01	38.49
YOY (%)	-5.01	-4.83	35.19	38.62	11.80	8.53

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(3) 期间费用方面——期间费用率微降

2010 年公司的销售、管理、财务费用率分别为 0%、2.61%、4.89%, 与 2009 年同期相比, 分别变化为持平、下降 0.35% 和 0.67%, 期间费用率整体呈微降局面。

图1 华能国际年度期间费用率变化(2005-2010)



资料来源: wind 资讯, 海通证券研究所

2010 年公司的财务费用为 51.06 亿元, 同比增长 15.11%, 主要由于 2010 年利息支出较 2009 年增加了 8.49 亿元, 同比增长 19.14%。公司 2010 年有息负债规模达到 1368.45 亿元, 同比增长 14.95%。其主要原因是公司的一年内到期的长期借款增加了 49%。

表4 华能国际财务费用相关数据比较(2009-2010)

时间	财务费用(亿元)	财务费用率(%)	有息负债(亿元)	加权资金成本(%)
2010	51.06	4.89	1368.46	3.99
2009	44.35	5.56	1190.47	3.97
YOY (%)	15.11	-0.67	14.95	0.02

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(4) 投资收益——同比大幅下降

公司2010年投资收益为6.32亿元, 同比减少了21.92%, 主要是因为深能集团和深圳能源投资收益合计较去年同期减少1.48亿元, 从而导致按照权益法核算的投资收益同比下降了24.01%。

表5 华能国际投资收益数据比较(2009-2010)

投资净收益(亿元) 占营业利润比重(%)			对联营企业和合营企业的投资收益(亿元)				
			深能集团	四川水电公司	深圳能源	总计	总计占营业利润比重(%)
2010	6.32	15.33	2.184	2.74	1.21	5.72	13.88
2009	8.09	13.64	3.102	2.05	1.77	7.53	12.69
YOY (%)	-21.92	1.69	-29.59	33.63	-31.63	-24.01	1.19

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

公司参控股多家公司, 涉足多个行业, 但对公司影响较大的子公司仅有中新电力一家(注册地为新加坡)。由于2010年公司境外营业收入同比增长44.42%, 中新电力对公司净利润贡献占比为19.21%, 与同期相比, 增加了7.68%。

表 6 对华能国际权益净利润影响 10%以上的子公司数据比较 (2009-2010)

		中新电力 (私人) 有限公司
2010	持股比例 (%)	100.00
	子公司净利润 (亿元)	6.81
	为公司贡献投资收益 (亿元)	6.81
	净利润贡献占比 (%)	19.21
2009	持股比例 (%)	100
	子公司净利润 (亿元)	5.86
	为公司贡献投资收益 (亿元)	5.86
	净利润贡献占比 (%)	11.53

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(5) 主要财务指标——燃煤成本拖累公司收益率

由于公司 2010 年的盈利能力较 2009 年有所下滑, 因此公司 ROE 较 2009 年 (13.53%) 下降了 7.43%, 为 6.09%。我们注意到公司的存货周转率同比增加 5.54%, 主要是因为公司 2010 年底的燃料 (煤和油) 库存增加了 10.38 亿元, 同比增长了 34.77%。

另外, 公司在建工程规模仍较大, 具体项目及其工程投入占预算的比例: 福州电厂三期 (80%), 海门电厂工程 (50%)、金陵电厂 (83%), 岳阳电厂三期 (80%), 平凉电厂二期基建 (100%), 井冈山扩建 (95%), 威海三期扩建 (99%) 和石洞口电厂 (99%), 沁北发电公司扩建工程 (44%)。预计将在未来 2 年陆续投产。

表 7 华能国际主要财务指标比较 (2009-2010)

时间	营运能力-存货周转率 (%)	偿债能力-利息保障倍数	成长性-在建工程/固定资产 (%)	综合指标-ROE (%)
2010	20.02	1.88	21.22	6.09
2009	14.47	2.38	21.73	13.53
YOY (%)	5.54	-0.50	-0.51	-7.43

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

3. 投资机会

(1) 未来业绩的增长点: 展望 2011-2012 年, 公司主要的业务亮点有两点: 一是 2010 年收购山东电力下属资产中包括的煤电项目 (滇东能源、滇东雨汪), 能避免其他火电厂所面临的持续上升的成本压力 (包括燃煤和各类环保支出); 二是 H 股募集资金用于中新电力在海外的业务扩展。由于海外电价疏导机制相对灵活, 中新电力盈利能力也好于国内同类火电机组。

滇东能源建设的 4 × 600 兆瓦燃煤发电机组已于 2007 年 5 月前全部投产发电, 另有 4 × 600 兆瓦的规划火电项目。滇东能源采取煤电一体化的开发模式, 所需燃煤由配套的白龙山煤矿供应 (在建中)。龙山煤矿的井田地质资源量 19.72 亿吨, 设计储量 17.39 亿吨, 可采储量 13.47 亿吨。滇东能源已经取得云南省国土资源厅颁发的《采矿权许可证》, 该采矿权许可证的有效期为自 2005 年 12 月至 2035 年 12 月, 许可的生产规模为 800 万吨/年。由于在前期准备及揭煤过程中发生煤与瓦斯突出, 云南省煤炭工业局于 2007 年根据昆明煤炭设计研究院的设计将煤矿生产能力调整为 500 万吨/年。目前, 滇东能源正在对白龙山煤矿进行优化设计, 计划在白龙山煤矿采矿权范围内建设三个矿井, 分别是白龙山矿井 300 万吨/年、细冲煤矿 240 万吨/年、鲁依煤矿 240 万吨/年。

滇东雨汪建设 2 × 600 兆瓦燃煤发电机组, 滇东雨汪电厂所需燃煤由配套的雨汪煤矿供应。滇东雨汪 1 台 600 兆瓦燃煤发电机组已于 2009 年 7 月投入试生产; 另外 1 台机组正在建设。雨汪煤矿的建设规模为 300 万吨/年 (在建中), 该煤矿保有地质资源储量为 7.58 亿吨, 矿井设计资源/储量 6.28 亿吨, 设计可采储量为 4.57 亿吨。滇东雨汪正在对雨汪煤矿进行优化设计, 拟在雨汪煤矿矿区建设两个矿井, 分别是雨汪煤矿 300 万吨/年、雨汪二号矿井 180 万吨/年。滇东雨汪还拥有 2 × 600 兆瓦燃煤发电机组前期项目。该等前期项目可研工作已经完成, 正在办理项目建设核准申请手续。滇东雨汪还拥有 1 家全资子公司罗平县长底水电实业发展有限公司 (‘长底水电’), 长底水电目前正在建设 4 × 4,000KW 水电站项目。

(2) 盈利预测与投资评级

从行业基本面来看, 2011 年国内电煤供需仍将维持相对紧平衡的格局, 只有在经济增速明显放缓的情况下才可能出现电煤价格大幅下跌, 而另一方面, 由于上半年通货膨胀压力较大, 短期内电价上调的可能性不大, 火电企业上半年仍面临行业性亏损的困局, 下半年可能存在转机, 但总体盈利改善乏力, 上市公司更多是估值修复性的机会。

我们按照公司现有机组运行情况, 预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.33 和 0.36 元。对应目前股价的动态 PE 分别为 17 和 16 倍。考虑到目前华能国际的 PB 已经接近历史低位, 维持对公司的“增持”评级。

表 8 华能国际盈利预测 (2011-2012)

	2011E	2012E
营业总收入 (亿元)	1,224.32	1,242.45
营业成本 (亿元)	1,081.07	1,093.36
净利润 (亿元)	46.07	49.91
EPS (元)	0.33	0.36
PE (倍)	17.24	15.91

资料来源: 海通证券研究所

4. 主要风险

(1) 煤价持续上涨可能使业绩低于预期

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。		
	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
			行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
		中性		
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。