

增 持 维持
华能国际（600011）
2011 年 8 月 10 日

当期估值水平已经充分反映盈利恶化预期

2011 年 8 月 9 日收盘价 4.49 元。
6 个月目标价：5.04 元

公用事业行业高级分析师：陆凤鸣

SAC 执业证书编号：S0850210100002

lufm@htsec.com

021-23219415

联系人：汤砚卿

tyq6066@htsec.com

021-23219768

事件：

公司 2011 年上半年实现营业总收入 640.54 亿元，同比增长 31.11%，归属上市公司股东净利润 11.79 亿元，同比降低 41.82%。上半年综合毛利率 9.84%，同比降低 1.55 个百分点，净利率 1.84%，同比降低 2.31 个百分点；基本每股收益 0.08 元，同比降低 52.94%。2011 年上半年暂不分红。

总体评价：

公司上半年收入增长主要得益于装机容量增加所带来的发电量上升。经济增长带动能源需求旺盛，但是机组利用小时的回升、以及微调的电价，仍无法弥补持续高企的煤价所带来的负面影响，公司综合毛利率继续下滑，只有 9.84%，仅略高于 08 年上半年的 4.69%。下调公司 2011 年 EPS 至 0.18 元，公司当期的估值水平已经充分反映了其盈利恶化的预期，其 PB 估值处于历史低位，给予 2011 年 28 倍的动态 PE，对应目标价 5.04 元，维持公司增持评级。

1. 公司基本情况

截至到 2011 年 6 月底，华能国际可控发电装机容量由 2010 年底的 5003.3 万千瓦增至 5047.3 万千瓦，权益发电装机容量由 4651.2 万千瓦增至 4666.4 万千瓦。2011 年上半年公司投产、关停、获得核准的项目信息见表 1，累计增加公司可控发电装机容量 43.95 万千瓦，权益发电装机容量 15.2 万千瓦。

表 1 2011 年上半年公司项目进展情况一览

	机组名称	持股比例	装机容量（万千瓦）
投产	湖南岳阳电厂三期工程 5 号燃煤机组	55%	60
	河北康保风电一期工程	100%	4.95
	江苏启东风电二期工程第一阶段	65%	5
关停	浙江长兴电厂两台机组	100%	26
获得核准	华能辽宁昌图太平风电场项目	100%	4.95
	华能金陵燃机热电联产项目	51%	40

资料来源：公司公告，海通证券研究所

上半年公司动态主要有以下几方面。

- （1） **股权交易：**以 5000 万元收购抚顺苏子河水能开发有限公司 100%股权；以 1.06 亿元转让吉林生物公司 100%股权；
- （2） **上网电价上调：**6 月初，公司收到《国家发展改革委关于适当调整电价有关问题的通知》，位于全国各省市的机组上网电价得到不同程度的上调，平均来看，公司上网电价上涨 0.93 分/千瓦时；
- （3） **债务融资：**继 1 月份完成 50 亿元的短融发行后，公司股东大会决议通过了多项债务融资议案，本金总额在 50 亿元到 200 亿元不等。

表 2 公司 2011 年上半年重大公告一览

公告日期	内容概述
1 月 6 日	公司于 2011 年 1 月 4 日与丹东鸭绿江电力开发有限公司、辽宁电力经济开发有限公司、大连吉通电力工程有限公司、何树斌、抚顺电力发展有限公司签署了《关于抚顺苏子河水能开发有限公司股权转让协议》 收购其所有的抚顺苏子河水能开发有限公司 50%、25%、10%、10%、5%的股权，总价格为人民币 5000 万元。 本次股权转让完成后，本公司将持有目标公司 100%的股权。
1 月 15 日	公司已于 2011 年 1 月 13 日完成了 2011 年度第一期短期融资券的发行。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%。
5 月 18 日	股东大会决议通过《关于公司发行非公开定向债务融资工具的议案》（本金总额不超过 100 亿元人民币）、《关于一般性授权发行人民币债券等债务融资工具的议案》（不超过 50 亿元人民币）、《关于公司发行超短期融资券的议案》（不超过 200 亿元人民币）、《关于公司发行短期融资券的议案》（本金总额不超过 100 亿元人民币）
6 月 2 日	公司收到《国家发展改革委关于适当调整电价有关问题的通知》，为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，缓解电力企业经营困难，保障正常合理的电力供应，国家决定适当调整电价水平。此次上网电价调整后，按照公司电量测算，2011 年预计上网电价平均提高 0.93 分/千瓦时。
6 月 30 日	公司向华能吉林公司转让吉林生物公司 100%的权益。华能吉林公司将向本公司支付 10630.32 万元作为本次转让的对价。华能开发持有本公司 36.05%的权益，为本公司的直接控股股东；华能集团直接持有华能开发 51.98%的权益，间接持有华能开发 5%的权益；华能集团亦直接持有本公司 14.86%的权益（包括华能集团全资子公司中国华能集团香港有限公司持有的 3.7%的权益）。同时，华能集团持有华能吉林公司 100%的权益。本次转让构成本公司的关联交易。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 财务报表分析

（1） 收入情况——发电量上升是主要动力

公司 2011 年上半年实现营业总收入 640.54 亿元，同比增长 31.11%。受益于发电量的增加和上网电价上涨，电力及热力收入同比增长 30.45%。分地区来看，公司境内发电业务收入同比增长 28.93%，境外同比增长 40.01%。

表 3 公司主营业务收入情况（2010H1-2011H1）

营业总收入（亿元）	按产品-电力及热力业务			按地区	
	收入（亿元）	发电量（亿度）	售电量（亿度）	境内收入	境外收入
2010H1	488.54	482.98	1188.34	1120.17	411.92 72.10
2011H1	640.54	630.04	1524.04	1437.18	531.08 100.95
YOY	31.11%	30.45%	28.25%	28.30%	28.93% 40.01%

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

2011 年上半年，公司中国境内各运行电厂累计发电 1524.04 亿度，同比增长 28.25%；累计完成售电量 1437.18 亿度，同比增长 28.30%。发电量增长一方面是由于全社会用电负荷大幅增长、需求增加；另一方面，去年下半年以来公司有多台新机组投产发电，同时完成了对滇东能源公司和沾化热电的收购，总装机容量有所增加。

上半年，公司下属发电量同比增速较快的电厂来自福建（111.5%）、湖南（74.68%）、甘肃（62.48%）、和上海（61%）。从发电量占比来看，排名前3位的地区是江苏（15.2%）、山东（14.5%）、和浙江（8.6%）。

表4 华能国际 2011 年上半年发电及售电量情况（2010H1-2011H1）

地区	发电量(亿度)			售电量(亿度)			提价标准 (分/千瓦时)
	2011H1	2010H1	YOY	2011H1	2010H1	YOY	
福建	60.15	28.44	111.50%	57.14	27.07	111.08%	0.31
湖南	47.11	26.97	74.68%	44.28	25.09	76.48%	2.39
甘肃	65.27	40.17	62.48%	61.87	38.04	62.64%	2.68
上海	117.43	72.94	61.00%	111.73	69.46	60.86%	0.05
重庆	82.87	63.01	31.52%	76.95	58	32.67%	2.28
浙江	130.99	103.38	26.71%	124.87	98.51	26.76%	
江西	47.22	37.72	25.19%	44.94	35.93	25.08%	2.62
山东	221.06	184	20.14%	208.35	164.16	26.92%	2.45
江苏	232.32	200.35	15.96%	220.83	189.99	16.23%	
河南	76.68	66.73	14.91%	72.4	63.12	14.70%	2
河北	74.81	65.64	13.97%	70.51	61.74	14.20%	1.49**
天津	31.67	30.45	4.01%	29.62	28.32	4.59%	0.18
北京	22.63	23.12	-2.12%	19.9	20.33	-2.12%	
内蒙古	0.72	0.74	-2.70%	0.71	0.73	-2.74%	
广东	88.67	92.74	-4.39%	84.03	87.57	-4.04%	0.18
山西	21.37	24.9	-14.18%	19.74	23	-14.17%	3.09
辽宁	106.43	128.16	-16.96%	100.37	121.11	-17.12%	0.22
云南	96.64	110.21		88.94	-		0.46
合计	1524.04	1188.36*	28.25%	1437.18	1120.14	28.30%	0.93***

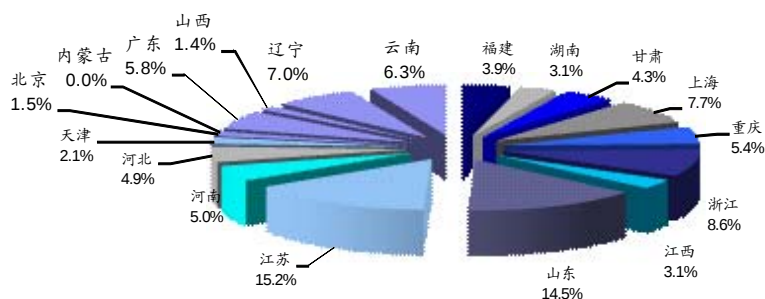
注：*云南地区的滇东、雨汪电厂，山东的沾化热电2010H1的发电量数据未统计在当期的合计发电量中

**为河北南网上网电价上调数据

***为公司上网电价的平均提高数据

山东、山西、河北南网、甘肃、河南、重庆按不同执行时间点提价两次，表中提价数据为两次合计
资料来源：华能国际2011 年上半年发电量完成情况公告，海通证券研究所

图 1 公司各地区发电量占比情况（2011H1）



资料来源：华能国际 2011 年上半年发电量完成情况公告，海通证券研究所

（2）盈利情况——燃煤成本持续走高是盈利下降的主因

2011 年上半年公司综合毛利率为 9.84%，同比下降 1.55 个百分点。从“营业成本及费用总和”的分拆情况来看，燃料费用、折旧、人工成本均有较大幅度的上涨，其中成本占比最大的燃料费用同比增加了 35.08%，增速远超折旧和人工成本。可见，公司盈利能力降低是各项成本齐涨的共同结果，而煤价持续走高是其中的首要原因。

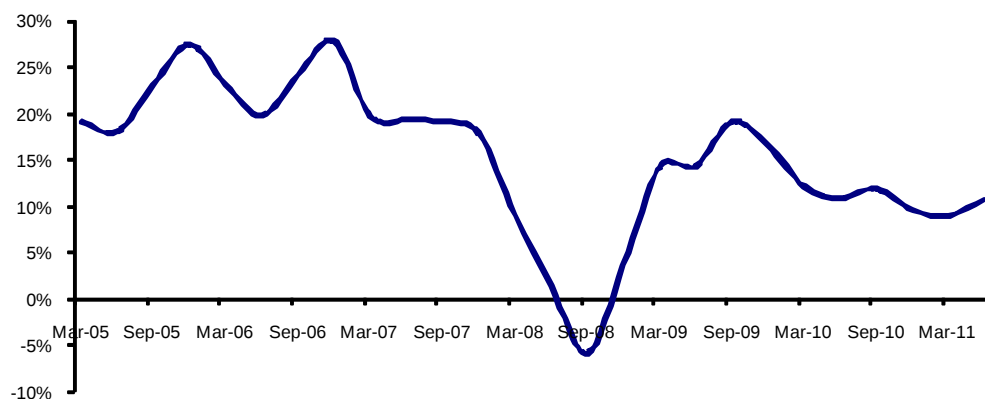
表 5 分业务毛利率情况（2010H1-2011H1）

	综合毛利率（%）	主营业务毛利率（%）	主营业务成本(亿元)*			
			营业成本及费用总和	燃料费用	固定资产折旧	人工成本
2010H1	11.39	11.28	445.77	317.49	52.26	18.19
2011H1	9.84	9.69	590.45	428.85	58.30	20.77
YOY	-1.55	-1.59	32.46%	35.08%	11.55%	14.17%

注：*数据来自半年报中按照国际财务报告准则编制的“简要中期合并综合收益表”

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

图 2 公司单季度毛利率（2005-2011H1）



资料来源：WIND，海通证券研究所

（3）期间费用

上半年公司期间费用总体控制较好，各项费用基本均与上期持平，财务费用小幅上涨 0.95 个百分点。

表 6 各项费用情况（2010H1-2011H1）

	财务费用率(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	三项费用和(%)
2010H1	4.67	0.00	2.62	7.29
2011H1	5.63	0.01	2.07	7.71
YOY	0.95	0.00	-0.54	0.41

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

（4）投资收益——营业利润对投资收益依存度提高

2011 年上半年，公司投资净收益 4.08 亿元，同比下降 4.27 个百分点；其中对联营和合营企业的投资收益为 3.29 亿元，同比下降 11.19%。由于公司主营业务利润同比大幅减少，投资净收益占营业利润的比例同比上升 8.86 个百分点。

表 7 投资收益所占营业利润比例（2010H1-2011H1）

	投资净收益（亿元）	占营业利润比例（%）	对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）	占营业利润比例（%）
2010H1	4.26	17.88	3.71	15.57
2011H1	4.08	26.75	3.29	21.61
YOY	-4.27%	8.86	-11.19%	6.04

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

投资收益占营业利润比例最大的两家公司是四川水电、深能集团。从表 8 可以看出，不论该子公司贡献投资收益数额同比增加还是减少，所占营业利润的比例都是有所提高的。

表 8 各联营、合营企业投资收益及其所占营业利润比例（2010H1-2011H1）

公司名称	持股比例(%)	投资收益(元)			占营业利润比例		
		2010H1	2011H1	YOY	2010H1	2011H1	YOY
四川水电公司	49	137,546,639	140,430,697	2.10%	5.78%	9.22%	3.44%
深能集团	25	140,732,500	124,280,000	-11.69%	5.91%	8.16%	2.24%
深圳能源	9.08	95,313,953	63,112,648	-33.78%	4.00%	4.14%	0.14%
华能财务	20	32,399,948	41,335,395	27.58%	1.36%	2.71%	1.35%
上海时代航运有限公司	50		34,571,647		0.00%	2.27%	2.27%

注：2011 年上半年投资收益为正的联营、合营企业中，还包括阳煤华能公司、石粉公司，但其投资收益占营业利润不到 1%

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

（5）主要财务指标

对比去年同期，公司成长性指标增加 4.57 个百分点，但由于财务费用增加导致偿债能力小幅下降。整体来看，ROE 同比降低 2.78 个百分点，主要成因是净利率的降低。

表 9 公司主要财务指标（2010H1-2011H1）

	营运能力-资产周转率	偿债能力-已获利息倍数	成长性-在建工程/固定资产	综合指标-ROE（%）
2010H1	0.25	2.04	16.47%	5.01
2011H1	0.27	1.42	21.05%	2.23
YOY	0.02	-0.62	4.57%	-2.78

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

3. 主要看点与盈利预测

（1）积极推进非传统火电业务。从公司股权收购、获批新项目来看，公司积极发展水电、风电以及热电联产项目，在传统火电业务盈利水平持续下降的情况下，有利于改善发电业务整体的盈利水平。

水电方面：收购的抚顺苏子河水能开发有限公司目前在建姚家山水利枢纽工程项目，计划安装 37.5 兆瓦（12.5 兆瓦×3）水轮发电机组，预计于 2011 年底投产，是苏子河流域梯级电站开发中最大的一级；此外，抚顺苏子河水能开发有限公司正在开展次大一级的占贝电站的前期工作，拟于近期申请取得政府获准。

热电联产方面：公司持股 51%的华能金陵燃机热电联产项目获得核准，该项目将建设 2 台 200 兆瓦级（E 级）燃气-蒸汽联合循环热电联产机组及相应辅助设施，预计动态投资约为 15.63 亿元人民币，其中 25%为项目资本金，由本公司、中石油昆仑天然气利用有限公司、江苏省国信资产管理集团有限公司和南京市投资公司分别按 51%、21%、21%和 7%的比例出资，其余资金由银行贷款解决。

（2）盈利预测与评级

虽然公司积极寻求拓展非火电业务，但是从业务占比来看，传统火电的盈利变化仍是主要的影响因素。从目前的国内能源需求、以及整个电价定价机制来看，火电企业的盈利改善依然较为困难。华能国际作为行业龙头，其盈利变化与行业总体变化一致，我们下调公司 2011 年盈利预测至 0.18 元。公司当期的估值水平已经充分反映了其盈利恶化的预期，其 PB 估值处于历史低位，给予 2011 年 28 倍的动态 PE，对应目标价 5.04 元，维持公司增持评级。

4. 风险提示

- （1）煤价持续上涨可能使业绩低于预期
- （2）宏观经济波动可能使电力需求下降

相关报告：

华能国际 2010 年年报点评：增收不增利，盈利符合预期（增持，维持） 2011 年 3 月 30 日

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣

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、国电清新、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	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；	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；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 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。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	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范围包括证券投资咨询业务。