

2011-08-16

公用事业/电力、燃气及水等公用事业

证券研究报告

公司研究 / 中报点评

华能国际 (600011)

增持/维持评级

股价: RMB4.55

分析师

周衍长

SAC 执业证书编号:s1000510120024

(021)5010 6412

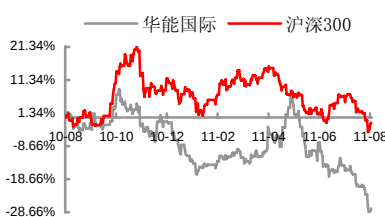
zhouyc@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	14,055
流通 A 股 (百万股)	10,500
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	47,775

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

短期业绩下滑不改长期向好趋势 ——上半年业绩公告点评

- 上半年增收不增利。**2011 年上半年, 公司境内电厂完成发电量 1524.04 亿千瓦时, 同比增长 28.25%; 实现营业收入 640.54 亿元, 同比增长 31.11%; 发生营业成本 577.48 亿元, 同比增长 33.41%, 其中燃煤成本同比增长 35.08%; 毛利率为 9.84%, 同比下降 1.55 个百分点; 实现归属母公司所有者净利润为 11.79 亿元, 同比下降 41.82%。
- 煤价高企, 电价上调难以覆盖燃煤上涨成本。**上半年秦皇岛港口煤价同比平均上涨 9.10%, 部分内陆地区煤价涨幅远高于港口煤, 尽管重点合同煤价维持去年同期水平, 公司上半年度电 (上网电量) 燃煤成本同比仍提高约 1.50 分, 同比增长约 5.3%, 燃煤成本占主营业务比例达到 66.95%。上半年电价调整后, 2011 年公司平均上网电价预计可提高 0.93 分/千瓦时, 仍难以覆盖燃煤上涨的成本。
- 财务费用大幅增加, 业绩雪上加霜。**由于公司规模持续扩大, 截至报告期, 公司资产负债率达到了 76.5%。去年利率上调负面影响已经显现, 公司上半年财务费用同比增长 57.9%。在高煤价背景下, 公司资产负债率情况短期内难以得到明显改善, 高财务费用影响将挥之不去。
- 静待政策救赎。**在煤价高企、电力紧缺日趋严重以及火电业务多年连续亏损的背景下, 政府必须保证火电业务至少保持盈亏平衡状态, 才能完成: 保证电企发电积极性, 促进电力供给; 避免部分盈利较差火电企业破产停机; 保障足够资金, 以满足未来电力投资需求。因此, 我们认为目前已是行业盈利底部, 政策救赎将使行业迎来盈利拐点。
- 维持“增持”评级。**假设 2011-2013 年综合煤价分别同比上涨 9%、3%、0%, 上网电价维持目前水平, 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.19、0.22、0.33 元, 目前股价对应的 PE 为 23.4、20.3、13.8 倍; 对应的动态 PB 为 1.2 倍, 处于历史性低点, 股价已反映悲观预期。公司代表火电行业的最高盈利水平, 火电行业政策破局将使公司直接受益, 我们维持公司“增持”评级。
- 风险提示。**煤价、利率超预期上涨的风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	104307.7	137686.0	161093.0	185257.0
(+/-%)	30.8	32.0	17.0	15.0
归属母公司净利润(百万元)	3544.3	2734.0	3151.0	4651.0
(+/-%)	-30.2	-22.9	15.3	47.6
EPS(元)	0.25	0.19	0.22	0.33
P/E(倍)	18.0	23.4	20.3	13.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	28795	39646	45368	51385	营业收入	10430	13768	16109	18525
现金	9548	13769	16109	18526	营业成本	92818	12430	14533	16551
应收账款	10273	14799	17233	19866	营业税金及附加	148	220	242	278
其他应收款	1603	1057	1237	1423	营业费用	4	6	7	8
预付账款	1229	1492	1744	1986	管理费用	2724	3029	3544	4076
存货	5190	7459	7993	8276	财务费用	5106	7926	9337	10772
其他流动资产	81	1071	1050	1308	资产减值损失	29	20	30	40
非流动资产	19515	20402	22139	24291	公允价值变动收	12	0	0	0
长期投资	11983	10000	11000	12000	投资净收益	632	800	900	1000
固定资产	12365	13161	14152	15386	营业利润	4122	2976	3498	5565
无形资产	7507	10387	10557	10907	营业外收入	0	450	550	600
其他非流动资产	3942	52030	58305	66145	营业外支出	94	100	120	140
资产总计	22395	24367	26675	29430	利润总额	4593	3326	3928	6025
流动负债	80056	80263	84794	92890	所得税	913	492	581	892
短期借款	44047	49667	45777	50004	净利润	3680	2834	3347	5133
应付账款	5340	5594	6540	7448	少数股东损益	136	100	196	482
其他流动负债	5439	25002	32477	35438	归属母公司净利	3544	2734	3151	4651
非流动负债	83038	10292	11813	13244	EBITDA	9228	22393	26137	31815
长期借款	65185	85185	10018	11418	EPS (元)	0.34	0.19	0.22	0.33
其他非流动负	2234	17738	17945	18260	主要财务比率				
负债合计	16309	18318	20292	22533	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	7968	8068	8264	8746	成长能力				
股本	14055	14055	14055	14055	营业收入	30.8%	32.0%	17.0%	15.0%
资本公积	17746	17746	17746	17746	营业利润	-30.5%	-27.8%	17.6%	59.1%
留存收益	20983	20919	24070	28721	归属母公司净利	-30.2%	-22.9%	15.2%	47.6%
归属母公司股	52891	52421	55571	60223	获利能力				
负债和股东权	22395	24367	26675	29430	毛利率(%)	0.0%	9.7%	9.8%	10.7%
现金流量表					净利率(%)	3.4%	2.0%	2.0%	2.5%
单位: 百万元					ROE(%)	6.7%	5.2%	5.7%	7.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.1%	4.7%	5.1%	6.0%
经营活动现金	18067	17586	25372	30000	偿债能力				
净利润	3680	2834	3347	5133	资产负债率(%)	72.8%	75.2%	76.1%	76.6%
折旧摊销	0	11490	13302	15478	净负债比率(%)	116.06	79.07	79.32	79.97
财务费用	5184	7926	9337	10772	流动比率	0.36	0.49	0.54	0.55
投资损失	-636	-800	-900	-1000	速动比率	0.29	0.40	0.44	0.46
营运资金变动	0	-7724	-103	-725	营运能力				
其他经营现金	13518	3859	389	343	总资产周转率	0.50	0.59	0.63	0.66
投资活动现金	-26981	-24454	-29831	-36031	应收账款周转率	10	11	10	10
资本支出	20732	21913	28700	34500	应付账款周转率	19.23	22.74	23.96	23.67
长期投资	0	-1632	1200	1500	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-4173	69	-31	每股收益(最新)	0.34	0.19	0.22	0.33
筹资活动现金	13063	11089	6800	8447	每股经营现金流	1.72	1.25	1.81	2.13
短期借款	19317	5620	-3890	4227	每股净资产(最	5.80	3.73	3.95	4.28
长期借款	-6082	20000	15000	14000	估值比率				
普通股增加	2000	0	0	0	P/E	13.48	23.39	20.30	13.75
资本公积增加	8397	0	0	0	P/B	0.79	1.22	1.15	1.06
其他筹资现金	-10569	-14531	-4310	-9780	EV/EBITDA	18	8	7	6
现金净增加额	0	4221	2341	2416					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。