

华能国际 (600011)

火电经营潜心修行，周期向上精彩在即

——华能国际调研报告

王威
021-38676694
wangw@gjtas.com
编号 S0880511010024

本报告导读：华能国际是我们推荐的电力股首选配置

投资要点：

- 公司是 A 股电力板块大型公司中火电业务比例最高的公司，同时也是火电板块中总市值最高的公司。华能国际作为龙头公司，其盈利能力亦明显高出行业平均水平；
- 按照 2011 年底的重点合同汇总情况推算，12 年公司重点合同煤价格涨幅被控制在 5% 左右，市场煤限价的落实情况有待观察。乐观预计，2012 年公司综合煤价涨幅将在 0-5% 之间，涨幅明显低于往年；
- 11 年加息对公司财务费用的影响较为复杂。主要影响将体现在 12 年。我们初步估算，因加息对公司 12 年财务费用产生的影响约合 EPS 0.06-0.07 元。与此同时，12 年资本开支的下降、盈利的回升对财务费用有一定抑制作用；
- 经过几年来的财务杠杆扩大化，五大集团对资本开支的控制已经体现在上市公司层面。我们推算 12、13 年华能国际可预见新增的装机容量都在 300-400 万千瓦左右，年均装机增速 5% 左右，明显低于往年；
- 华能国际自上市以来保持着每年都有现金分红的惯例。按照最新市值计算，公司最近三年年均分红相对于总市值比例达到 2.9%，在火电板块内处于最高水平；
- 公司在规模扩张较快、股本稀释较少的情况下，负债率仍然保持相对较低，同时每股发电量相对较高。预计华能国际 12、13 年 EPS 分别为 0.44、0.53 元，对应目前股价动态 PE 分别为 12、10 倍。维持“增持”评级，上调目标价至 6.5 元。同时我们维持对电力行业的“增持”评级，建议抓住五年一遇的行业转折，首选华能国际进行配置。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	79,742	104,308	134,782	150,784	156,625
(+/-)%	18%	31%	29%	12%	4%
经营利润 (EBIT)	10,252	8,613	8,694	16,455	17,748
(+/-)%	1110%	-16%	1%	89%	8%
净利润	5,081	3,544	1,664	6,187	7,443
(+/-)%	237%	-30%	-53%	272%	20%
每股净收益 (元)	0.42	0.29	0.12	0.44	0.53
每股股利 (元)	0.22	0.20	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	12.9%	8.3%	6.5%	10.9%	11.3%
净资产收益率 (%)	12.4%	6.7%	3.1%	10.4%	11.3%
投入资本回报率 (%)	6.0%	3.9%	3.0%	5.6%	6.4%
EV/EBITDA	10.8	11.0	9.9	7.0	6.0
市盈率	19.0	19.6	35.6	9.6	8.0
股息率 (%)	2.7%	3.5%	1.2%	1.2%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：6.50

上次预测：5.40

当前价格：5.34

2012.01.17

交易数据

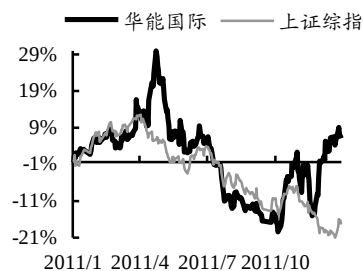
52 周内股价区间 (元)	4.01-6.85
总市值 (百万元)	75,056
总股本/流通 A 股 (百万股)	14,055/10,0
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,555
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	53

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	50,202
每股净资产	3.57
市净率	1.5
净负债率	316%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.07	
Q2	0.08	
Q3	0.08	
Q4	0.03	
全年	0.25	

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	17%	23%	3%
相对指数	17%	31%	22%

相关报告

《境内业务暂无起色，境外业务盈利良好》	2011.10.28
《融资功能重启，业绩影响有限》	2010.01.18
《一季度业绩取决于合同煤结算价格》	2009.03.10
《三季度煤价控制令人失望，09 业绩变数》	2008.10.23
《大象起舞仍待时日》	2008.03.26

模型更新时间: 2012.01.17

股票研究

公用事业
电力

华能国际 (600011)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 6.50

上次预测: 5.40

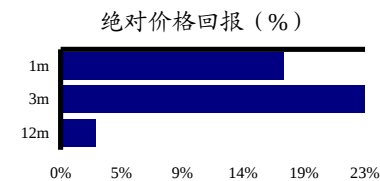
当前价格: 5.34

公司网址

www.hpi-ir.com.hk

公司简介

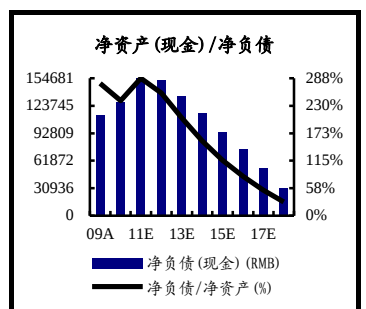
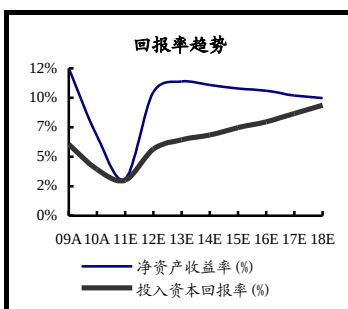
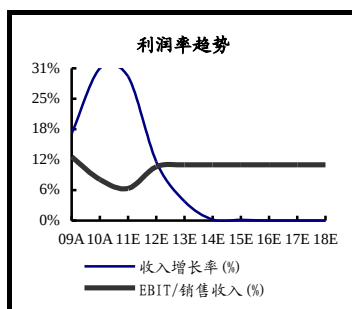
公司是中国最大的上市发电公司之一, 公司及其附属公司在中国全国范围内开发、建设和经营管理大型发电厂。



52 周价格范围 4.01-6.85
市值 (百万) 75,056

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	79,742	104,308	134,782	150,784	156,625	156,999	157,188	157,188	157,188	157,188
营业成本	66,961	92,818	122,646	130,478	134,878	135,193	135,345	135,345	135,345	135,345
税金及附加	166	148	472	528	548	549	550	550	550	550
销售费用	3	4	5	6	6	6	6	6	6	6
管理费用	2,360	2,724	2,965	3,317	3,446	3,454	3,458	3,458	3,458	3,458
EBIT	10,252	8,613	8,694	16,455	17,748	17,796	17,829	17,829	17,829	17,829
公允价值变动收益	-34	12	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	809	632	616	564	691	703	703	703	703	703
财务费用	4,435	5,106	7,548	8,214	7,785	6,897	5,869	4,816	3,797	2,571
营业利润	5,933	4,122	1,762	8,805	10,654	11,602	12,662	13,715	14,735	15,961
所得税	657	913	731	2,868	3,431	3,716	4,034	4,350	4,656	5,024
少数股东损益	312	136	41	505	563	611	667	724	778	844
净利润	5,081	3,544	1,664	6,187	7,443	8,060	8,746	9,427	10,086	10,878
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	5,452	9,548	9,922	8,850	10,497	11,000	9,930	24,942	22,273	24,068
其他流动资产	208	316	300	300	300	300	300	300	300	300
长期投资	11,844	14,642	15,165	15,729	16,420	17,122	17,825	18,528	19,231	19,934
固定资产合计	141,171	155,998	186,454	190,067	179,797	166,717	154,294	142,054	129,813	117,572
无形资产及其他资产	18,440	23,651	21,636	21,417	21,205	21,000	20,800	20,607	20,419	20,237
资产合计	193,997	223,953	259,360	264,493	256,719	245,250	232,157	235,348	221,059	211,094
流动负债	56,557	80,056	104,872	102,369	86,898	67,330	54,929	49,638	44,898	40,847
非流动负债	88,723	83,038	92,719	94,367	94,761	94,892	85,489	84,523	64,812	47,879
股东权益	41,016	52,878	53,746	59,230	65,970	73,327	81,370	90,095	99,478	109,654
投入资本(IC)	151,854	175,108	203,252	206,159	195,081	182,411	169,746	157,258	145,709	133,889
现金流量表										
NOPLAT	9,139	6,901	6,086	11,519	12,423	12,457	12,480	12,480	12,480	12,480
折旧与摊销	9,233	10,330	12,908	13,925	14,429	14,592	14,692	14,686	14,681	14,675
流动资金增量	-674	1,837	-6,473	-865	106	-659	231	45	-110	57
资本支出	-22,891	-20,626	-40,674	-16,565	-3,164	-521	-1,284	-1,466	-1,466	-1,466
自由现金流	-5,193	-1,558	-28,154	8,013	23,794	25,869	26,119	25,745	25,585	25,746
经营现金流	15,989	18,067	20,648	28,026	29,402	28,151	28,848	27,533	28,452	28,231
投资现金流	-25,611	-26,981	-40,582	-16,565	-3,164	-521	-1,284	-1,466	-1,466	-1,466
融资现金流	8,764	13,063	20,308	-12,534	-24,590	-27,126	-28,634	-11,055	-29,655	-24,969
现金流净增加额	-858	4,150	374	-1,073	1,647	503	-1,070	15,012	-2,669	1,795
财务指标										
成长性										
收入增长率	17.6%	30.8%	29.2%	11.9%	3.9%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT 增长率	1110.0%	-16.0%	0.9%	89.3%	7.9%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润增长率	237.3%	-30.2%	-53.1%	271.8%	20.3%	8.3%	8.5%	7.8%	7.0%	7.9%
利润率										
毛利率	16.0%	11.0%	9.0%	13.5%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
EBIT 率	12.9%	8.3%	6.5%	10.9%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润率	6.4%	3.4%	1.2%	4.1%	4.8%	5.1%	5.6%	6.0%	6.4%	6.9%
收益率										
净资产收益率(ROE)	12.4%	6.7%	3.1%	10.4%	11.3%	11.0%	10.7%	10.5%	10.1%	9.9%
总资产收益率(ROA)	2.6%	1.6%	0.6%	2.3%	2.9%	3.3%	3.8%	4.0%	4.6%	5.2%
投入资本回报率(ROIC)	6.0%	3.9%	3.0%	5.6%	6.4%	6.8%	7.4%	7.9%	8.6%	9.3%
运营能力										
存货周转天数	25	18	25	23	22	23	23	23	23	23
应收账款周转天数	38	35	36	37	36	36	36	36	36	36
总资产周转天数	888	784	702	640	598	570	539	546	513	490
净利润现金含量	3.15	5.10	12.41	4.53	3.95	3.49	3.30	2.92	2.82	2.60
资本支出/收入	-29%	-20%	-30%	-11%	-2%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
偿债能力										
资产负债率	74.9%	72.8%	76.2%	74.4%	70.8%	66.1%	60.5%	57.0%	49.6%	42.0%
净负债率	277.0%	240.7%	287.8%	257.2%	204.4%	157.0%	116.3%	82.8%	53.9%	28.7%
估值比率										
PE	19.0	19.6	35.6	9.6	8.0	7.4	6.8	6.3	5.9	5.5
PB	2.4	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.8	11.0	9.9	7.0	6.0	5.4	4.7	4.1	3.5	2.8
P/S	1.2	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率	2.7%	3.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

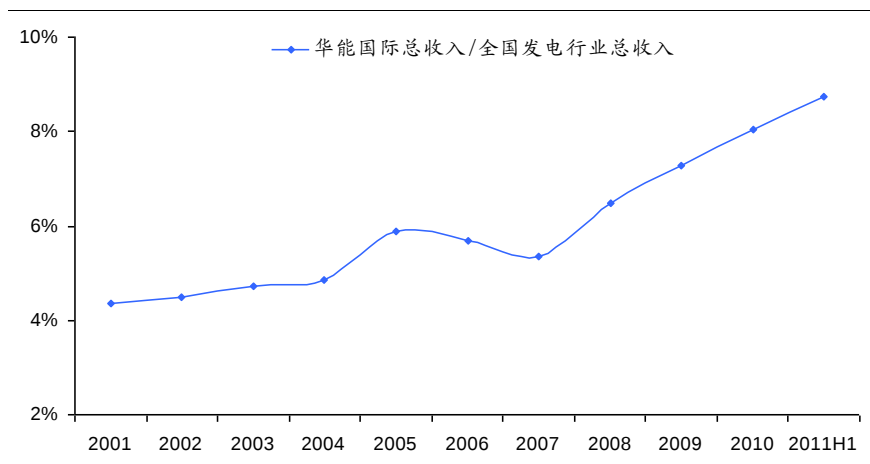


1. 公司自上市以来始终是电力板块龙头

华能国际 2001 年在 A 股市场上市，主营业务为火力发电。截至 2011 年三季度，公司在 18 个省区经营有发电项目，火电厂数量合计超过 40 个，控股装机容量接近 6000 万千瓦。

自上市以来，公司无论从装机规模、营业收入等规模指标，还是从发电煤耗、平均机组容量等技术指标来看，都是当之无愧的行业龙头公司。目前，华能国际装机规模、营业收入占发电行业比例已经分别达到 6% 及 8.7%，且该比例仍有上升趋势。

图 1：华能国际收入占发电行业比例

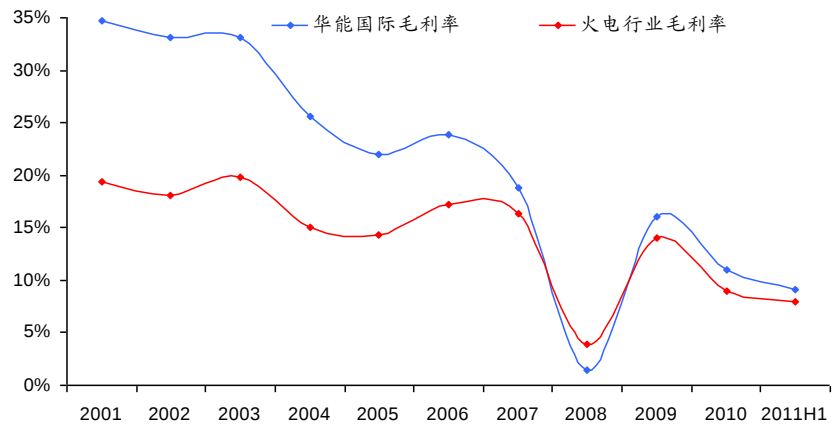


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

自 2007 年向华能集团让出华能四川水电公司控股权后，华能国际控股电力项目基本由燃煤、燃气机组构成。2008 年之后，公司逐步涉足风电项目开发，但风电项目占公司总规模比重较小。截至目前，公司是 A 股电力板块大型公司中火电业务占全部业务比例最高的公司，同时也是火电板块中总市值最高的公司。

自 2005 年开始，火电行业景气度受到机组利用率下降、煤炭价格快速上涨、电价上调不充分的影响而出现持续下滑。华能国际作为火电龙头公司，其盈利能力亦不可避免地受到影响，但相较火电行业的平均水平，华能国际的盈利能力仍然明显高出。公司相对较高的盈利能力主要得益于优秀的管理能力、良好的装机地理分布（以华东、东南地区为主）、较高的机组运行效率（上市之初大量机组为进口先进机组）等多重因素。

图 2：华能国际毛利率与火电行业对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 煤价涨幅有望近年最低，财务费用存隐忧

根据我们的测算，公司 2007-2010 年综合煤价涨幅分别约为 13%、55%、-15%、16%、11%。按照 2011 年底的重点合同汇总情况推算，2012 年公司重点合同煤价格涨幅被控制在 5% 左右，市场煤限价的落实情况则有待观察。乐观预计，2012 年公司综合煤价涨幅将在 0-5% 之间，涨幅明显低于往年。

2011 年几次加息对公司财务费用的影响较为复杂。2011 年当年对公司财务费用有影响，但主要影响将体现在 2012 年。我们初步估算，因 2011 年加息对公司 2012 年财务费用产生的影响约折合 EPS 约 0.06-0.07 元。但与此同时，2012 年资本开支的下降、盈利的回升对财务费用有一定抑制作用，因此我们预计 2012 年公司总体财务费用的上升幅度将低于市场预期。

3. 2012-2013 资本开支同比下降将成常态

3.1. 从五大集团规模变动趋势说起

2002 年电力体制改革之后，五大发电集团从国家电力公司中独立出来，开始走上市场化之路。但 2003、04 年的“电荒”及国资委对各个行业潜在的排名考核压力使得五大发电集团从诞生之日就面临“囚徒困境”的局面。

表 1: 2004-2008 年行业符合“囚徒困境”的条件

A 大举扩张

A 不扩张

B 大举
扩张

行业装机快速上升，由偏紧转向宽松甚至过剩，机组利用率出现下滑；政府对行业的政策由鼓励、扶持转向负面；与煤炭行业谈判话语权下降；行业整体盈利下滑；A、B 公司保住各自行业地位、排名

行业装机上升较慢，对行业负面影响相对较小；A 公司行业地位、排名下滑；B 公司拥有规模领先优势

B 不扩张

行业装机上升较慢，对行业负面影响相对较小；B 公司行业地位、排名下滑；A 公司拥有规模领先优势

行业装机上升极慢，03、04 以来的电力缺口持续，政府鼓励发电项目投资，给予政策扶持；火电行业景气度维持高位；A、B 公司各自保住行业地位、排名

数据来源：国泰君安证券研究

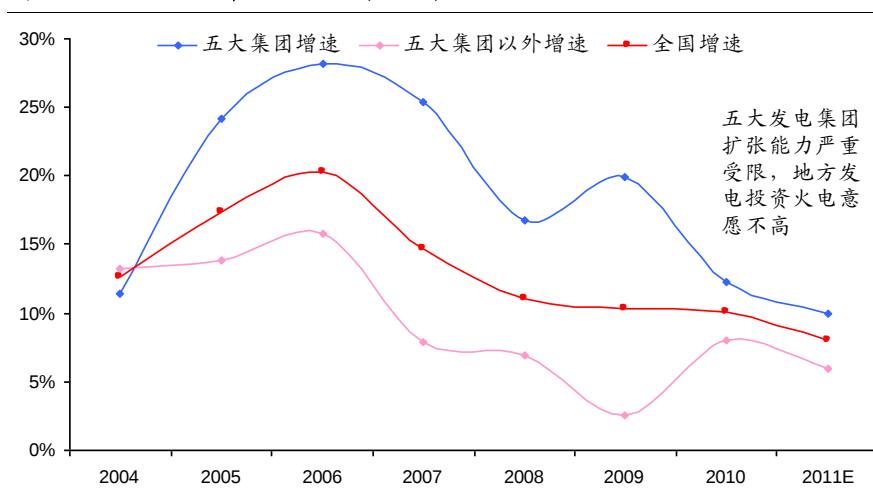
因此，五大发电集团从成立之日就开始了规模的极力追求。下表可以看到，除 2004 年之外，2005-2010 年间五大发电集团装机增速均高于全国平均装机增速，更是大大高于五大之外的其他电力企业装机增速（忽略民营、外资电企）。

表 2：五大发电集团自成立以来致力于快速规模扩张

装机容量（万千瓦）	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	七年复合增速
华能	3,166	3,357	4,321	5,719	7,158	8,586	10,438	11,343	20.0%
大唐	2,746	3,353	4,166	5,406	6,482	8,242	10,017	10,590	21.3%
华电	2,864	3,079	3,881	5,005	6,302	6,902	7,697	9,019	17.8%
国电	2,534	2,930	3,506	4,445	6,006	7,024	8,203	9,531	20.8%
中电投	2,302	2,439	2,946	3,550	4,300	4,571	6,000	7,072	17.4%
五大集团合计	13,612	15,159	18,821	24,124	30,248	35,325	42,355	47,555	19.6%
五大集团增速		11.4%	24.2%	28.2%	25.4%	16.8%	19.9%	12.3%	
全国	39,141	44,070	51,718	62,200	71,329	79,253	87,407	96,219	13.7%
全国增速		12.6%	17.4%	20.3%	14.7%	11.1%	10.3%	10.1%	
五大集团以外	25,529	28,911	32,898	38,076	41,081	43,928	45,052	48,664	9.7%
五大集团以外增速		13.2%	13.8%	15.7%	7.9%	6.9%	2.6%	8.0%	

数据来源：电监会，国泰君安证券研究

图 3：2004-2011 年各类企业装机增速



数据来源：电监会，国泰君安证券研究

在火电盈利水平逐年下滑的背景下，快速的规模扩张主要依靠债务融资。经过 5、6 年的财务杠杆扩大化，到了 2011 年五大发电集团平均资产负债率已经达到 85% 左右甚至更高，超过了国资委的 85% 的负债率“红线”。于是顺理成章地，自 2010 年开始五大发电集团的资本支出开始较前几年出现下降，过去几年的“囚徒困境”局面得以打破。

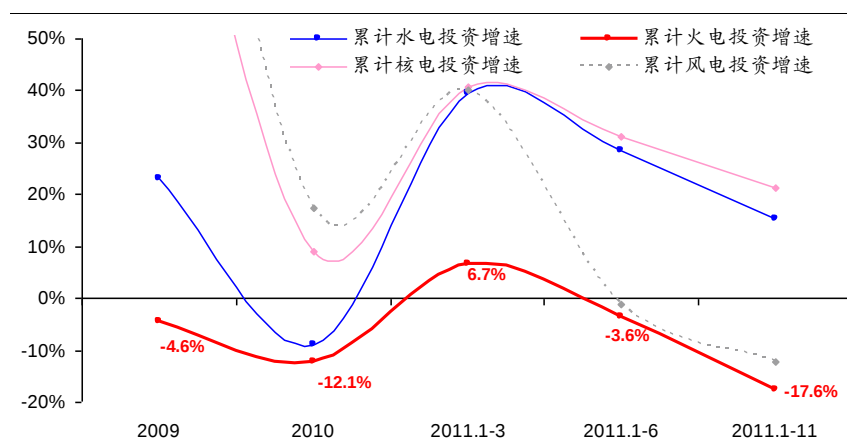
表 3: 2010-2013 年五大集团走出“囚徒困境”

A 继续大举扩张		A 不扩张
B 继续大举扩张	资产负债率已达天花板，A、B 均不具备举债扩张条件；连年亏损，A、B 自身“造血”能力严重不足	B 不具备条件
B 不扩张	A 不具备条件	

行业装机上升极慢，电力缺口开始大面积出现并扩大，政府改变游戏规则，给予火电行业政策扶持及倾斜；火电行业景气度进入上升周期，将逐步恢复可持续发展能力；A、B 公司各自保住行业地位、排名

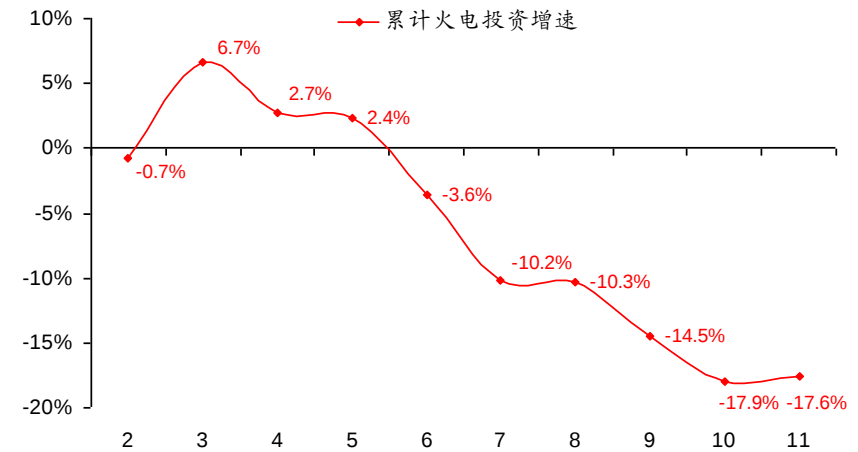
数据来源：国泰君安证券研究

图 4: 2009 年至今全国细分电源投资增速



数据来源：中电联，国泰君安证券研究

图 5: 2011 年 2-11 月火电累计投资同比增速

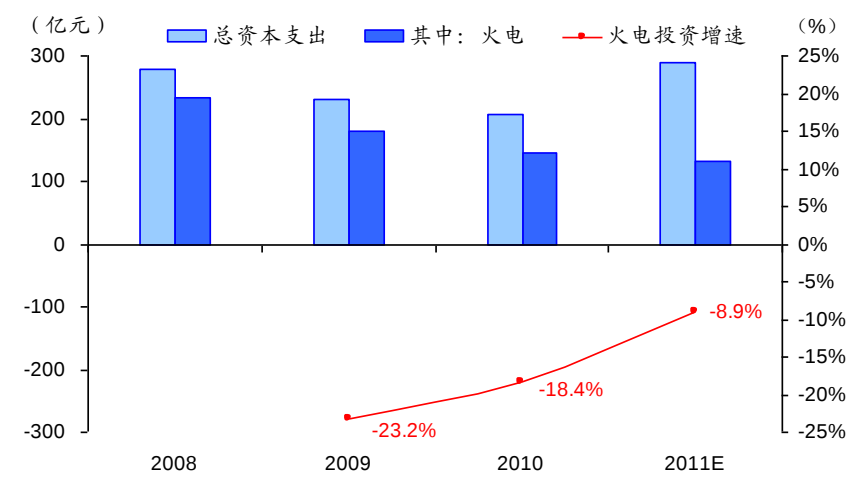


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 华能国际资本开支规模亦受影响

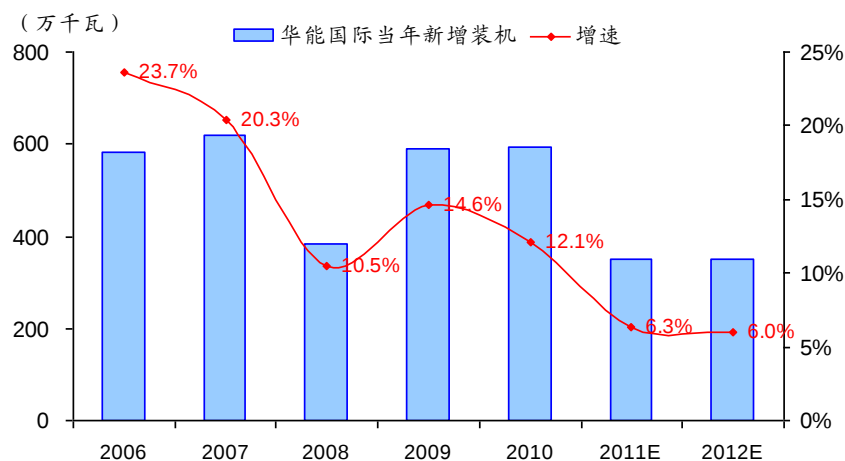
调研中我们了解到, 由于目前国资委对各大发电集团的考核中, 负债率指标都已接近或超过国资委“红线”, 发电集团对资本开支的控制已经开始体现在上市公司层面。

图 6: 华能国际近年资本开支及其构成



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 7: 华能国际历年新增装机规模及增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从具体项目层面，我们推算 2012、2013 年华能国际可预见新增的装机容量都在 300-400 万千瓦左右，年均装机增速 5% 左右，明显低于往年。这从一个侧面印证了我们对明年全国总装机增速将低于 6% 的判断。

4. 重股东回报、轻股权融资

华能国际自上市以来保持着每年都有现金分红的惯例。按照最新市值计算，公司最近三年年均分红相对于总市值比例达到 2.9%，为火电板块内所有上市公司之首。除 2008 年随火电行业一起遭遇大幅亏损、每股税前现金红利略低 (0.1 元) 之外，其余年份每股税前现金红利都在 0.2 元以上。

更为难能可贵的是，公司 A 股上市十年来仅有一次股本融资 (2010 年)，规模的持续成长主要依靠负债率的提升及自身较好的盈利积累。需要注意的是，最近五年来公司负债率的持续提升因资金投入的火电项目处于行业景气度下降周期内，并未为股东创造与负债规模相匹配的盈利，这一状况将在 2012-2013 年得到扭转。

表 4: 电力板块分红及分红收益率比较 (税前)

	最近五年分红			最近五年分红		最近三年分红		近三年分红合计
	总市值	合计	占市值比	年平均	分红收益率	年平均	分红收益率	/利润合计
	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)		(亿元)		
火电								
华能国际	751	135	18.0%	27	3.6%	21.83	2.9%	133.0%
广州控股	138	19	14.0%	4	2.8%	3.23	2.3%	53.2%
粤电力 A	147	18	12.2%	4	2.4%	3.33	2.3%	51.0%
深圳能源	165	23	14.0%	5	2.8%	3.67	2.2%	24.8%
国投电力	139	11	7.8%	2	1.6%	2.70	2.0%	70.5%
中能股份	218	31	14.0%	6	2.8%	3.94	1.8%	33.2%
国电电力	420	27	6.4%	5	1.3%	7.09	1.7%	51.0%
大唐发电	667	58	8.8%	12	1.8%	10.30	1.5%	64.7%
宝新能源	54	3	5.0%	1	1.0%	0.79	1.5%	18.9%
京能热电	56	4	7.6%	1	1.5%	0.75	1.3%	38.3%

天富热电	51	3	5.6%	1	1.1%	0.68	1.3%	69.2%
宁波热电	17	1	4.9%	0	1.0%	0.17	1.0%	33.2%
赣能股份	27	1	3.5%	0	0.7%	0.22	0.8%	85.8%
建投能源	40	2	5.0%	0	1.0%	0.31	0.8%	71.5%
华电国际	210	10	4.7%	2	0.9%	0.79	0.4%	-20.0%
上海电力	104	4	4.0%	1	0.8%	0.36	0.3%	-11.5%
大连热电	12	0	3.0%	0	0.6%	0.04	0.3%	30.7%
皖能电力	39	1	2.9%	0	0.6%	0.10	0.3%	8.9%
金山股份	21	0	1.3%	0	0.3%	0.05	0.2%	23.4%
穗恒运 A	23	2	10.0%	0	2.0%	0.00	0.0%	0.0%
惠天热电	12	0	0.0%			0.00	0.0%	0.0%
ST 能山	21	0	0.0%			0.00	0.0%	0.0%
漳泽电力	51	5	10.1%	1	2.0%	0.00	0.0%	0.0%
吉电股份	26	0	0.0%			0.00	0.0%	0.0%
长源电力	18	0	2.2%	0	0.4%	0.00	0.0%	0.0%
豫能控股	29	0	0.0%			0.00	0.0%	0.0%
华电能源	50	1	1.7%	0	0.3%	0.00	0.0%	0.0%
华银电力	25	1	3.4%	0	0.8%	0.00	0.0%	0.0%
通宝能源	72	0	0.6%	0	0.2%	0.00	0.0%	0.0%
内蒙华电	168	4	2.4%	1	0.5%	0.00	0.0%	0.0%
平均			5.8%		1.3%		0.8%	27.7%
水电及其他								
长江电力	1,048	153	14.6%	31	2.9%	34.42	3.3%	61.6%
桂冠电力	85	9	10.7%	2	2.1%	1.62	1.9%	47.5%
湖北能源	100	5	5.0%	2	1.7%	1.68	1.7%	45.1%
黔源电力	29	1	3.5%	0	0.7%	0.24	0.8%	32.2%
文山电力	32	1	3.3%	0	0.7%	0.23	0.7%	18.8%
闽东电力	22	0	2.1%			0.15	0.7%	18.3%
三峡水利	32	1	2.5%	0	0.6%	0.19	0.6%	35.7%
明星电力	31	0	1.3%	0	0.4%	0.13	0.4%	9.4%
韶能股份	31	1	3.4%	0	0.7%	0.12	0.4%	121.7%
川投能源	107	1	0.9%	0	0.2%	0.29	0.3%	10.1%
广安爱众	25	0	1.9%	0	0.5%	0.02	0.1%	4.2%
岷江水电	28	1	4.2%	0	0.8%	0.00	0.0%	0.0%
西昌电力	35	0	0.0%			0.00	0.0%	0.0%
平均			4.1%		1.0%		0.8%	31.1%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 火电景气上升期将至中段, 行业配置首选华能

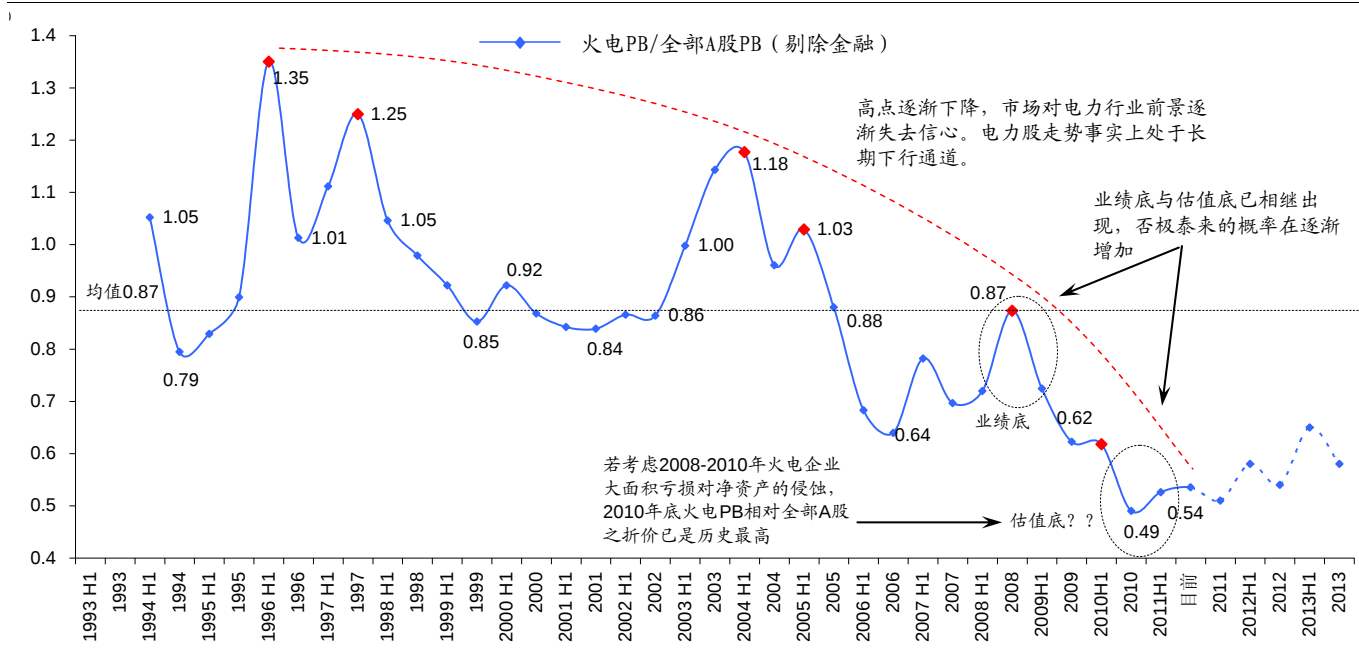
近年来市场对电力行业的典型看法是: 电价上调后煤炭价格会跟涨直至将电价上调带来的火电利润增量吞噬。因此火电公司业绩即便好转也仅是暂时的。在 2008-2011 年这一特点基本得到事实的印证。

但这次情况 (2011 年两次上调电价) 有所不同。主要原因在于火电行业已经处于无力投资扩大装机规模的境地, 发电行业与下游供需关系的逆转景气度回升提供了坚实基础。景气度回升是行业实现可持续发展的必要条件, 理由明显且充分——按照前文分析, 五大集团负债率见顶, 无力继续大规模投资; 其他电力企业投资动力不足。如果需要吸引投资进入发电行业尤其是火电行业以维持合理的装机增速, 从政策上给予火电行业一个合理甚至充满吸引力的盈利预期是必由之路。

对于景气度回升周期，我们认为以 2010 年为低点，2013、2014 年达到高点，中间历时 4-5 年，目前即将进入该周期中段。

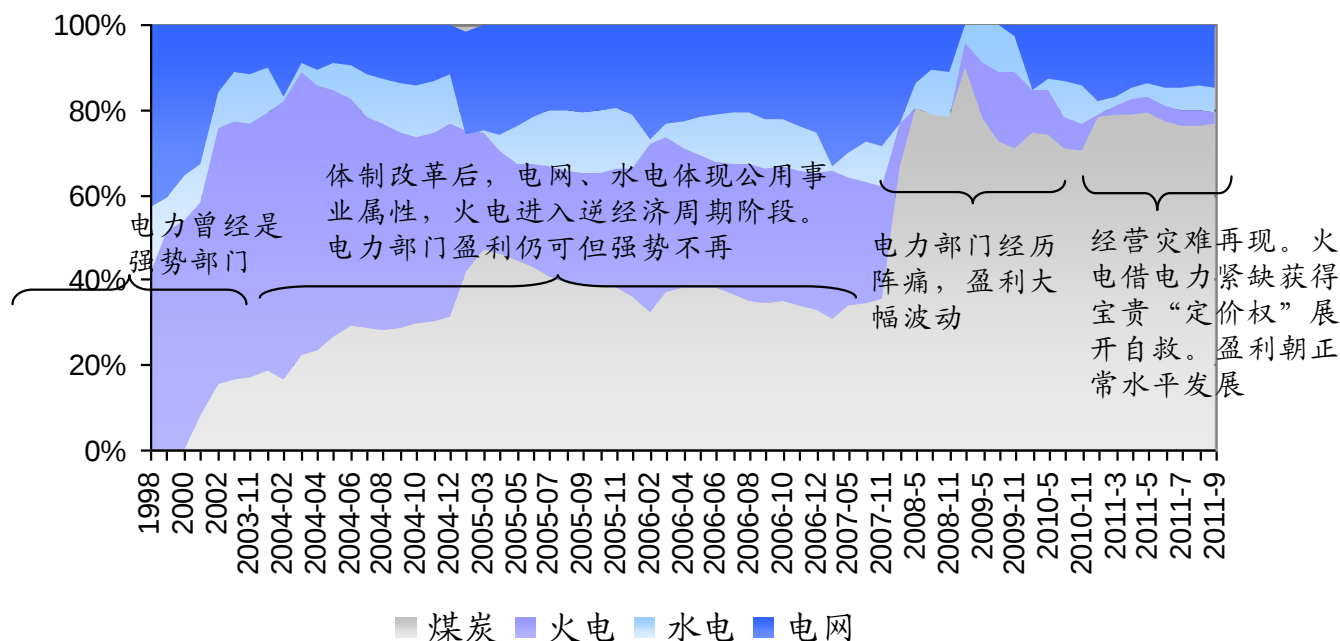
从估值角度看，目前龙头火电公司 PE、PB 双低，为近十年来不曾出现的局面，而目前的基本面情况显然不是盈利已至高点或景气度正在下行的阶段，我们认为这一估值现状不够合理。

图 8: 火电板块相对 PB 历史走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 极度扭曲的“煤-电产业链”利润分配比例

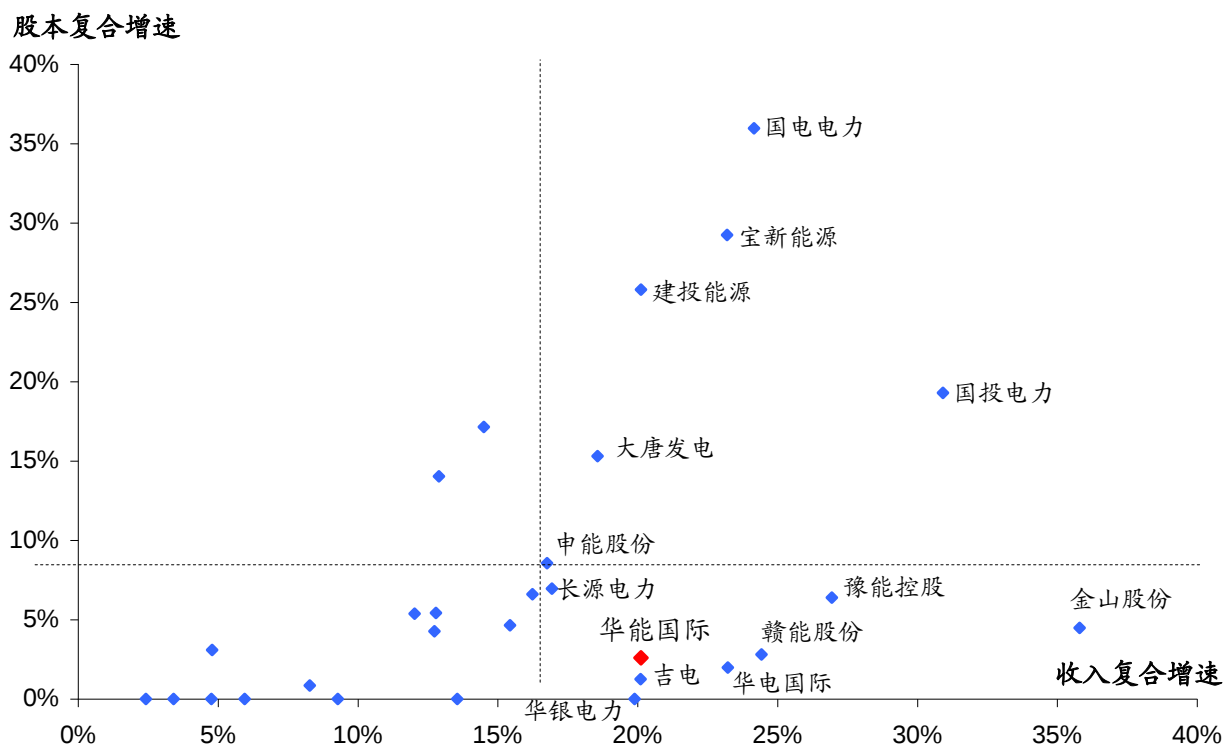


数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

注: 利润占比计算方法为“行业利润/产业链利润总和”, 利润数据采用统计局工业企业利润累计数据

不同公司的历史沿革、资产质地、隐形竞争优势难以量化，而在火电景气回升过程中我们必须找出潜在的最大受益者。我们试图通过以下思路对火电公司进行筛选——过去几年以五大发电集团为代表的电力企业通过不断提升负债率来实现再投资、规模扩张。由于多数新建电厂盈利能力不足以覆盖债务成本，扩张越厉害的公司盈利受损程度越深。按照经济下滑、煤价止涨或下跌的前景推断，电厂盈利提升并超越资金成本后，前期财务杠杆越高的公司，其股东权益部分受益程度越大。按此思路我们对主要火电上市公司收入、股本增速进行了计算和比较。

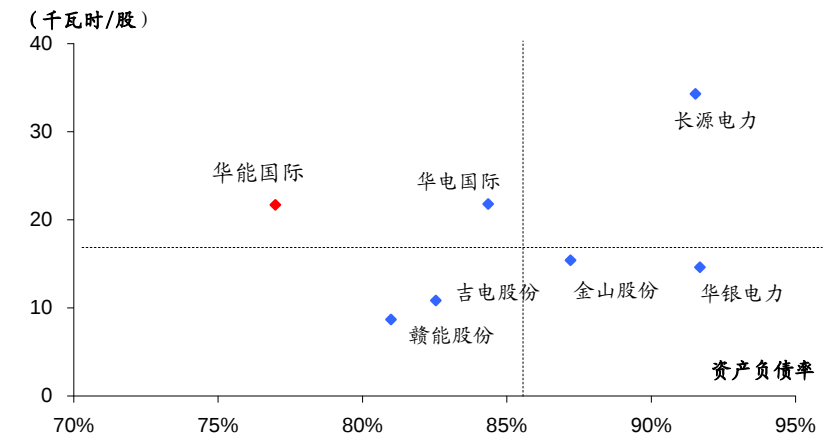
图 10：主要火电上市公司 2006 至今收入、股本复合增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

上图中右下方区域为近几年规模扩张较快、股本稀释较少的公司。我们对这些公司再进行负债率及每股所含发电量的对比。结果显示，华能国际在规模扩张较快、股本稀释较少的情况下，负债率仍然保持相对较低，同时每股发电量指标较高。

图 11：以负债率及每股发电量为标准的二次筛选



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

火电正进入重拾“定价权”时代，任人宰割时期已结束。未来或向上游挤压煤炭利润，或向下游挤压电力用户利润，来完成自身的资本结构调整，并扭转目前的不可持续发展状态（电力的行业特性决定了它必须实现可持续发展，至于怎么实现，看管理层智慧和决心）。短期经济前景不明，能源需求弹性更大的煤炭价格下跌或不涨，对火电公司业绩促进作用远大于利用小时因经济不景气而出现的下滑（或止涨）。由此我们维持对行业的“增持”评级，建议抓住五年一遇的行业转折。同时基于目前股价水平，建议首选华能国际进行配置。

6. 盈利预测与风险提示

我们假定 2012 年公司综合煤价、机组利用率、电价与 2011 年持平，2013 年综合煤价、电价与 2012 年持平而机组利用率上升 2%，预计华能国际 2012、2013 年 EPS 分别为 0.44、0.53 元，对应目前股价动态 PE 分别为 12、10 倍。维持“增持”评级，目标价 6.5 元。

风险提示：煤价出现超预期上涨将减少公司盈利。

作者简介:**王威:**

执业资格证书编号: S0880511010024

电话: 021-38676694

邮箱: wangw@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		