

# 华能国际 (600011)

## 煤价涨幅超出预期，四季度仍不乐观

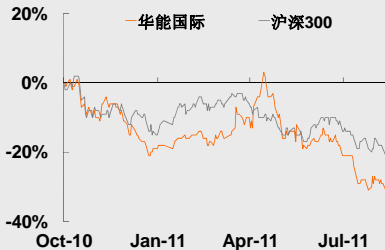
### 推荐 (维持)

现价: 4.22 元

#### 主要数据

行业	公用事业与环保
公司网址	www.hpi.com.cn
大股东/持股	华能集团/36.05%
实际控制人/持股	国资委/35.40%
总股本(百万股)	14,055
流通 A 股(百万股)	9,000
流通 B/H 股(百万股)	3,555
总市值(亿元)	593.14
流通 A 股市值(亿元)	379.80
每股净资产(元)	3.57
资产负债率(%)	77.0

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

王凡	S1060511010010 22624183 wangfan007@pingan.com.cn
曾凡	S1060511010018 22625952 zengfan323@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 三季度净利同比大幅下滑

2011年1-9月，公司实现营业收入998亿元，同比增长30%左右；实现归属于母公司的净利润14.1亿元，同比下滑55.2%；其中三季度单季营业收入和净利润分别同比增长28%和-79.3%左右。1-9月公司实现每股收益为0.1元/股，净资产收益率为2.74%。

#### ■ 煤价上涨导致三季度毛利率明显下滑

公司三季度单季毛利率仅为7.87%，较去年同期下滑4个百分点左右。不考虑2010年电价补偿收入贡献，公司二季度单季毛利率为9.6%左右，因此公司三季度毛利率环比下滑了1.7个百分点左右。煤价上涨是导致公司毛利率环比下滑的主要原因。从秦皇岛市场煤价来看，5500大卡的山西优混三季度均价较二季度上涨约12元/吨。除此之外，合同煤的兑现时机也可能导致了三季度煤价涨幅超出市场预期。

#### ■ 财务费用环比小幅增加

三季度单季公司财务费用为19.7亿元，较二季度增加1亿元左右。前三季度公司财务费用同比增长50%左右，财务费用大幅增长的原因除了加息导致的资金成本提高之外，主要是收购资产导致负债额大幅攀升以及汇兑收益由正转负。

#### ■ 10月份煤价加速上涨，四季度业绩仍不乐观

9月下旬以来，随着用煤旺季的来临，秦皇岛煤价重新步入了上涨通道。截至24号，5500大卡的山西优混含税车板价已经高达855元/吨，创下金融危机以来的新高。随着北方采暖季的来临，我们认为秦港煤价继续上涨的动力仍在。即使秦港煤价维持目前水平不变，四季度均价已较三季度上涨50元/吨左右，将吞噬公司数亿元的利润。

#### ■ PB估值偏低，维持“推荐”评级

预计公司2011-2013年EPS分别为0.12、0.22和0.26元，目前股价分别对应PE为36.1、19.5和16.3倍。公司目前PB为1.18倍左右。鉴于火电行业目前盈利环境的特殊性，我们更倾向于使用PB估值衡量公司价值。公司目前PB估值已经创历史新低，我们对中期政策仍持乐观态度，维持“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	79742	104308	129075	155071	172667
YoY(%)	17.6	30.8	23.7	20.1	11.3
净利润(百万元)	5081	3544	1645	3038	3629
YoY(%)	-	-31.8	-52.8	84.7	19.5
毛利率(%)	1.4	16.0	11.0	9.1	9.8
净利率(%)	6.8	3.5	1.3	2.1	2.2
ROE(%)	13.2	7.5	3.1	5.5	6.3
EPS(摊薄/元)	0.42	0.25	0.12	0.22	0.26
P/E(倍)	10.0	16.7	36.1	19.5	16.3
P/B(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	21995	28795	36909	44269	49290	营业收入	79742	104308	129075	155071	172667
货币资金	5452	9548	7744	9304	10360	营业成本	66961	92818	117321	139933	155786
应收账款	10043	10909	19826	23819	26522	营业税金及附加	166	148	258	465	518
预付款项	1024	1229	1525	1819	2025	销售费用	3	4	0	0	0
存货	4084	5190	7039	8396	9347	管理费用	2360	2724	2581	3412	3971
其他	1392	1919	774	930	1036	财务费用	4435	5106	7145	7736	8210
<b>非流动资产</b>	172002	195158	212264	233946	234224	资产减值损失	659	29	260	316	202
固定资产	108769	123653	146219	170884	175233	公允价值变动收益	(34)	12	(25)	(16)	(10)
在建工程	23637	26243	20912	19109	14465	投资净收益	809	632	800	800	800
长期股权投资	9550	11983	11983	11983	11983	<b>营业利润</b>	5933	4122	2283	3993	4770
无形资产	7086	7507	7379	7250	7122	营业外收入	279	565	380	408	451
其他	22960	25772	25772	24720	25421	营业外支出	163	94	127	128	116
<b>资产总计</b>	193997	223953	249174	278215	283514	<b>利润总额</b>	6050	4593	2535	4273	5104
流动负债	56557	80056	93541	110530	113414	减: 所得税	657	913	800	1068	1276
短期借款	24730	44047	40747	47560	43310	<b>净利润</b>	5393	3680	1735	3205	3828
应付账款	4315	5340	5866	6997	7789	减: 少数股东损益	312	136	90	167	199
其他	27512	30669	46929	55973	62314	<b>归属母公司净利润</b>	5081	3544	1645	3038	3629
<b>非流动负债</b>	88723	83038	93038	102906	102994	EBITDA	19570.6	19531.4	21022.2	25449.2	28403.1
长期借款	71267	65185	75185	85185	85185	EPS (元/股)	0.42	0.25	0.12	0.22	0.26
其他非流动负债	17457	17853	17853	17721	17809	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	145280	163094	186579	213435	216407	<b>会计年度</b>	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	7701	7968	8058	8225	8424	<b>成长能力</b>					
股本	12055	14055	14055	14055	14055	营业收入	17.6%	30.8%	23.7%	20.1%	11.3%
资本公积	9349	17746	17746	17746	17746	营业利润	1247.0%	-10.1%	2.3%	28.8%	11.5%
留存收益	13831	13979	15459	17326	18990	归属母公司净利润	-228.0%	-31.8%	-52.8%	84.7%	19.5%
<b>归属母公司股东权益</b>	41016	52891	54536	56555	58683	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	193997	223953	249174	278215	283514	毛利率(%)	1.4%	16.0%	11.0%	9.1%	9.8%
<b>现金流量表</b>	<b>单位: 百万元</b>					净利率(%)	6.8%	3.5%	1.3%	2.1%	2.2%
<b>会计年度</b>	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBIT Margin	18.0%	-1.4%	13.0%	8.8%	7.3%
<b>经营活动现金流</b>	15,989	18,067	26,542	29,015	29,311	ROA(%)	3.0%	1.8%	0.7%	1.2%	1.4%
净利润	5393	3680	1735	3205	3828	ROE(%)	13.2%	7.5%	3.1%	5.5%	6.3%
折旧摊销	9202	10304	11594	13720	15423	<b>偿债能力</b>					
财务费用及投资损失	3626	4473	6345	6936	7410	资产负债率(%)	74.9%	72.8%	74.9%	76.7%	76.3%
营运资金变动	9078	-515	6238	4988	2536	净负债比率(%)	81.9%	83.9%	79.1%	78.9%	77.3%
其他经营现金流	11	2	630	166	113	流动比率	38.9%	36.0%	39.5%	40.1%	43.5%
<b>投资活动现金流</b>	-25611	-26981	-27900	-35654	-14200	速动比率	31.7%	29.5%	31.9%	32.5%	35.2%
资本支出	-45185	-27909	-28700	-36454	-15000	<b>营运能力</b>					
长期投资	-805	-2432	0	0	0	总资产周转率	44.5%	49.9%	54.6%	58.8%	61.5%
其他投资现金流	524	211	800	800	800	应收账款周转率	876%	977%	813%	682%	659%
<b>筹资活动现金流</b>	8764	13063	-446	8199	-14055	<b>每股指标 (元)</b>					
短期借款	-4016	19317	-3301	6813	-4249	每股收益	0.42	0.25	0.12	0.22	0.26
长期借款	12240	-6082	10000	10000	0	每股经营现金流	1.33	1.29	1.89	2.06	2.09
普通股增加	0	2000	0	0	0	每股净资产	3.40	3.76	3.88	4.02	4.18
资本公积增加	680	8397	0	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	9235	-11208	-4290	-7229	-19611	P/E	10.0	16.7	36.1	19.5	16.3
<b>现金净增加额</b>	-802	4,150	-1,803	1,560	1,056	P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257