

2012年02月17日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

7.14RMB

公司基本资讯

产业别	电力
A 股价(12/02/16)	5.50
上证综合指数(12/02/16)	2356.86
股价 12 个月高/低	6.54/4.06
总发行股数(百万)	14055.38
A 股数(百万)	10000
A 市值(亿元)	550
主要股东	华能国际电力开发公司(36.05%)
每股净值(元)	3.57
股价/帐面净值	1.54
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.38 12.47 3.00

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

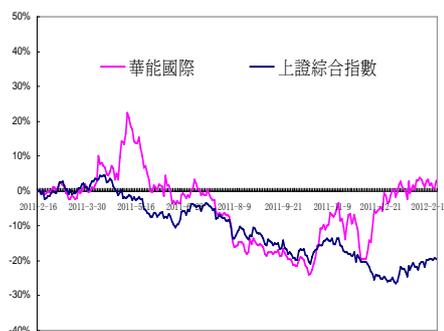
产品组合

电力	100%
----	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.77%
券商集合理财	0.03%

股价相对大盘走势



华能国际(600011/0902.HK)

Buy 买入

行业盈利周期拐点出现，龙头最受益

结论与建议：

公司是全国最大的发电企业，截止 2011 年中期，拥有可控装机容量 54.4GW，权益装机容量约 51.0GW。公司火电装机占比约 95%，是受益火电上网电价上调最敏感企业。预计公司 2011、2012 年分别实现净利润约 14.37 亿元(YOY-59.2%)、51.83 亿元(YOY+260.6%)，EPS0.10、0.37 元，当前 A 股价对应 2012 动态 PE15X，PB1.5X，考量行业正处盈利向上拐点，公司作为最受益企业之一，估值有提升空间，给予目标价 7.14 元(对应 2012 年 PB2.0X)；港股对应 2012 年动态 PE11X，PB1.2X，同样给予“买入”建议，目标价 6.60HKD(PB 1.5x)

- **受困煤价高企，公司 2011 年业绩下降 50%以上：**公司近日发布业绩预警公告，预计公司 2011 年业绩下降 50%以上。公司业绩下降主要是受煤价上涨而电价受压所致。2011 年 Q1-Q3，公司市场、合同煤比例为 58%、42%，其中现货采购煤价为 666.04 元/千克(YOY+5.7%)，合同采购原煤价格为 590.95 元/千克(YOY+3.1%)。
- **电价上调，盈利能力得到改善：**2011 年 12 月公司上调上网电价约 2.88 分/千瓦时(上调幅度约 6.70%)，由于上调的电价未增加营运成本，扣除增值税与少数股东权益后，将直接计入净利润。据此测算，2012 年公司增加净利润约 61.18 亿元，是本轮上网电价上调受益最大的发电企业。
- **下游需求放缓，全年煤价预计微幅下跌：**受经济增速放缓因素影响，中电联预计 2012 年社会用电量增速预计将为 8.5%~10.5%之间，电煤需求量将同比增速放缓；与此同时国外进口煤价格(低于国内价格)抑制国内市场煤价走高，预计全年电力用煤价格将稳中趋降，利好与电力企业。
- **公司机组结构优良，盈利能力远超行业平均水平：**根据公司规划，未来四年每年新增装机容量约为 300~400 万千瓦，且主要以 60 万千瓦大机组为主，盈利能力强。公司机组已实现完全脱硫，脱硝比例已达 30%以上，整体盈利能力远优于行业平均水平。
- **经历“业绩”与“估值”双底，长期投资价值显著：**电力行业经历 2008 年“业绩”底与 2011 年“估值”底后，行业基本面在电价上调等利好因素促发下，长期投资价值显现。根据中电联 2011 年数据，自 2008 年以来，火电投资连续下降，作为占发电量 60%的电源，火电资源的稀缺性将得到更多的体现，公司作为装机量最大的火电龙头，投资价值提升。
- **盈利预测：**预计公司 2011、2012 年分别实现净利润约 14.37 亿元(YOY-59.2%)、51.83 亿元(YOY+260.6%)，EPS0.10、0.37 元，当前 A 股价对应 2012 动态 PE15X，PB1.5X，考量行业正处盈利向上拐点，公司作为最受益企业之一，估值有提升空间，给予目标价 7.14 元(对应 2012 年 PB2.0X)；港股对应动态 PE 分别为 11X，PB1.2X，同样给予“买入”建议，目标价 6.60HKD(PB 1.5x)

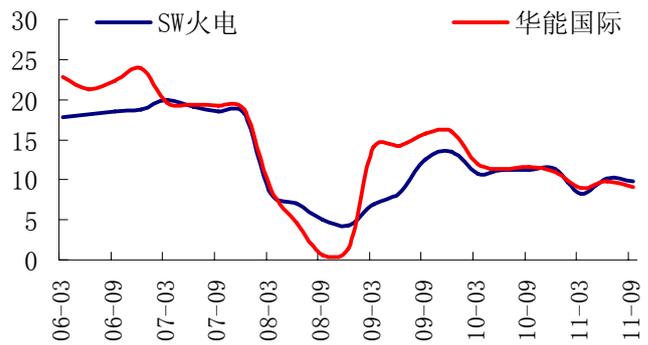
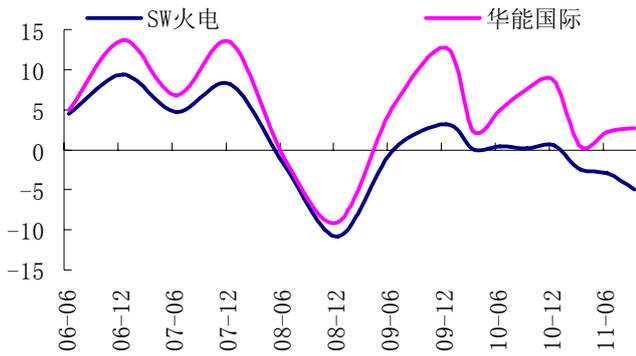
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F	2012F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	(3701.23)	5081.00	3544.30	1437.36	5182.62
同比增减	%	-161.72%	137.28%	-30.24%	-59.45%	260.57%
每股盈余(EPS)	RMB 元	(0.263)	0.361	0.252	0.102	0.369
同比增减	%	-161.72%	-237.28%	-30.24%	-59.45%	260.57%
A 股市盈率(P/E)	X	-20.89	15.21	21.81	53.78	14.92
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.210	0.200	0.000	0.200
股息率(Yield)	%	1.82%	3.82%	3.64%	0.00%	3.64%

图表一： 公司 ROE 高于行业水准

单位：% 图表二： 公司毛利率走势

单位：%



资料来源：Wind，群益证券

资料来源：Wind，群益证券

图表三： 国内煤炭价格走势高位逐渐回落

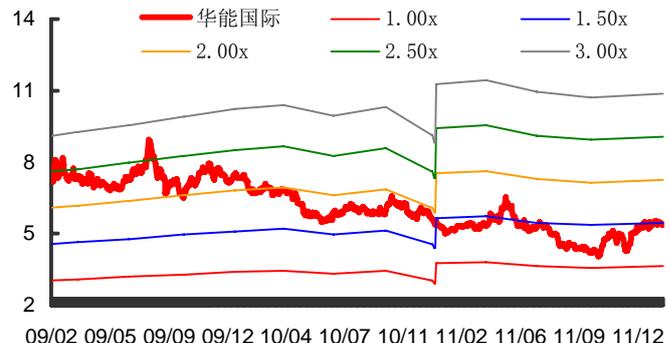
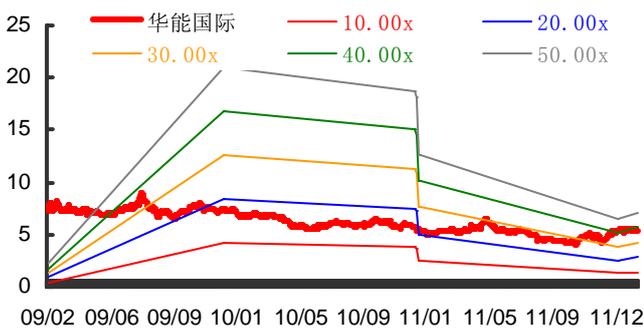
单位：元/吨



资料来源：Wind，群益证券

图表四： 历史 PE-BAND

图表五： 历史 PB-BAND



资料来源：Wind，群益证券

资料来源：Wind，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业收入	67,825	79,742	104,308	134,587	169,222
经营成本	66,876	66,961	92,818	122,405	148,404
营业税金及附加	106	166	148	420	105
销售费用	3	3	4	6	8
管理费用	1,855	2,360	2,724	3,029	4,016
财务费用	3,624	4,435	5,106	7,739	9,937
资产减值损失	93	659	29	50	70
投资收益	185	809	632	638	609
营业利润	-4,602	5,933	4,122	1,576	7,301
营业外收入	295	279	565	732	475
营业外支出	126	163	94	111	140
利润总额	-4,433	6,050	4,593	2,197	7,636
所得税	-220	657	913	705	1,982
少数股东损益	-512	312	136	54	182
归属于母公司所有者的净利润	-3,701	5,081	3,544	1,437	5,183

附二: 合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
货币资金	5,766	5,452	9,548	8,402	9,410
应收帐款	7,128	9,691	10,273	12,841	14,125
存货	5,170	4,084	5,190	5,969	7,043
流动资产合计	20,018	21,995	28,795	30,871	34,690
长期投资净额	8,745	9,551	11,983	13,421	14,763
固定资产合计	91,292	108,769	123,653	140,965	160,700
在建工程	13,641	23,637	26,243	27,555	29,209
无形资产	144,569	172,002	195,158	223,726	251,677
资产总计	164,588	193,997	223,953	254,597	286,367
流动负债合计	51,652	56,557	80,056	96,067	110,477
长期负债合计	71,363	88,723	83,038	86,359	82,905
负债合计	123,015	145,280	163,094	182,426	193,382
少数股东权益	5,326	7,701	7,968	9,135	10,275
股东权益合计	36,247	41,016	52,891	63,036	82,710
负债和股东权益总计	164,588	193,997	223,953	254,597	286,367

附三: 合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	5,186	15,989	18,067	17,163	20,596
投资活动产生的现金流量净额	-47,957	-25,611	-26,981	-28,060	-27,499
筹资活动产生的现金流量净额	41,255	8,764	13,063	9,751	7,911
现金及现金等价物净增加额	-1,516	-858	4,150	-1,146	1,008

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。