



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

公共事业: 电力

姚圣, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120025  
(852) 3988 6429  
peter.yao@bocigroup.com

\*那程为本报告重要贡献者

# 12年上半年华能国际每股 收益增长89%, 3季度增幅 可能进一步扩大

华能国际(600011.SS/人民币 6.74; 0902.HK/港币 5.65, 持有)公告2012年上半年实现净利润 21.2 亿人民币, 同比增长 87.6%, 占我们全年预期的 32%。国内业务净利润增长 232.6%至 14 亿人民币, 新加坡业务实现净利润 7 亿人民币与去年同期持平。收入增长 4.7%至 669 亿人民币(主要由 2011 年末电价上涨所拉动), 略低于我们 690 亿人民币的预期。燃料成本上涨 0.9%至 433 亿人民币, 略高于我们预期的 425 亿人民币, 财务费用增长 26%至 45 亿人民币, 高于我们预测的 36 亿人民币。财务费用上升主要是因为去年利率上升的翘尾效应及新发电机组投入商业化运营后相应利息从资本化转变为当期费用。燃料和财务成本的上升表明近期的煤炭价格下跌和利率下调并没有立即转化为公司的实际收益。但是, 进入下半年之后, 我们预计燃料和财务成本增速将放缓。此外, 华能从今年 1 月开始对固定资产折旧的一些假设进行了调整, 导致上半年折旧费用减少 5 亿人民币。上半年, 公司的每股收益为 0.15 元人民币, 低于我们预期的 0.196 元人民币, 主要是因为财务费用、实际税率(29%, 高于我们预期的 20%)和少数股东权益高于我们预期。H 股目前股价对应 1.1 倍市净率, 接近历史中值。我们对华能国际重申**持有**评级, 将在今日召开的分析师会后适当调整盈利预测。

图表 1. 国际会计准则下业绩摘要

(人民币, 百万)	11年 上半年	11年 下半年	2011年	12年 上半年	12年 上半年预期	环比 (%)	同比 (%)	实际与预期 (%)
经营收入	63,836	69,585	133,421	66,862	69,093	(3.9)	4.7	(3.2)
燃料	(42,885)	(47,661)	(90,546)	(43,272)	(42,475)	(9.2)	0.9	1.9
其他经营费用	(10,330)	(11,930)	(22,260)	(10,466)	(12,786)	(12.3)	1.3	(18.1)
息税折旧前利润	10,620	9,994	20,614	13,124	13,832	31.3	23.6	(5.1)
折旧	(5,830)	(6,037)	(11,867)	(5,613)	(6,972)	(7.0)	(3.7)	(19.5)
息税前利润	4,791	3,957	8,748	7,511	6,860	89.8	56.8	9.5
净财务费用	(3,603)	(3,890)	(7,494)	(4,539)	(3,636)	16.7	26.0	24.8
应占联营公司业绩	346	358	704	291	353	(18.7)	(16.0)	(17.7)
其他收入	77	16	93	184	0	1,062.1	139.7	NM
税前利润	1,610	440	2,050	3,447	3,577	683.5	114.0	(3.6)
税金	(500)	(369)	(869)	(995)	(715)	169.7	98.9	39.1
少数股东权益	21	(22)	(1)	(330)	(102)	1,424.9	N.M.	223.6
归属于股东利润	1,131	50	1,180	2,122	2,760	4,182.3	87.6	(23.1)
每股收益(人民币)	0.08	0.00	0.08	0.15	0.196	N/M	88.7%	(23.0)
息税折旧前利润率	16.6%	14.4%	15.5%	19.6%	20.0%			
息税前利润率	7.5%	5.7%	6.6%	11.2%	9.9%			
净利率	1.8%	0.1%	0.9%	3.2%	4.0%			

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371