

业绩大幅增长，下半年会更好

买入调高

投资要点:

- 📖 收入小幅增长，利润大幅增长；
- 📖 毛利率有所上升，期间费用率增长；
- 📖 电价上涨和煤价下跌对业绩贡献较大。

报告摘要:

- **收入小幅增长，利润大幅增长。**2012 年上半年营业收入为 671.80 亿元，同比增长 4.88%；营业成本为 578.32 亿元，与上年同期基本持平；归属于本公司股东的净利润为 22.08 亿元，比上年同期增长 87.28%，主要由于去年电价上调和公司成本的有效控制。
- **毛利率有所上升，期间费用率增长。**公司的毛利率是 14.8%，较去年同期上升 4.12 个百分点，销售净利率为 4.33%，同比上升 1.48 个百分点；上半年公司期间费用率增长 1.15 个百分点。
- **发电量售电量双双小幅下降。**上半年，中国境内电厂累计完成发电量 1501.73 亿千瓦时，同比减少 1.46%；累计完成售电量 1416.37 亿千瓦时，同比减少 1.45%。主要是因为经济下滑和水电出力增加导致。
- **电价上涨和煤价下跌对业绩贡献较大。**上半年，在电量负增长 1.4% 的情况下，电价上涨 5.75%，整体销售收入增长 4.9%。煤价下跌对业绩也有较大贡献。由于 2012 年一季度高价煤库存较多，煤价下跌的效果未能完全体现，并且 2011 年上半年基数较低，整个上半年煤炭价格与去年基本持平；但下半年煤价下跌的影响将体现得更为明显。
- **盈利预测和投资评级。**预计 2012-2014 年实现营业收入 1344.21、1748.36、1626.20 亿元，实现归属母公司股东净利润 62.35、81.65、98.64 亿元，对应每股收益 0.44、0.58、0.70 元，对应市盈率为 15、12、10 倍，给予买入评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	104307.70	133420.77	134400.00	147836.00	162620.00
增长率	30.81%	27.91%	0.73%	10.00%	10.00%
净利润	3544.30	1268.25	6234.80	8165.08	9863.96
增长率	-30.24%	-64.22%	391.61%	30.96%	20.81%
基本每股收益	0.252	0.090	0.444	0.581	0.702
市盈率 PE	27.24	76.14	15.49	11.83	9.79

公用事业研究组

分析师:

鲁儒敏 (S1180511090001)

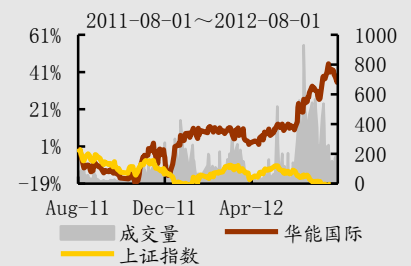
电话: 010-88085790

Email: lurumin@hysec.com

联系人:

王乃红

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120630	33884	
20120331	30581	
20111231	79036	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 公司年报点评 * 华能国际: 2012 业绩好转, 煤价尚待观察 * 600011 * 公用事业 * 鲁儒敏》, 2012.3

一、利润大幅增长，业绩符合预期

2012 年上半年合并营业收入为 671.80 亿元，同比增长了 4.88%。合并营业成本为 578.32 亿元，同比基本持平；归属于本公司股东的净利润为 22.08 亿元，比上年同期的 11.79 亿元增长了 87.28%；每股收益 0.16 元。第一和第二季度单季度 EPS 分别为 0.07 和 0.09 元，第二季度环比有明显提高。

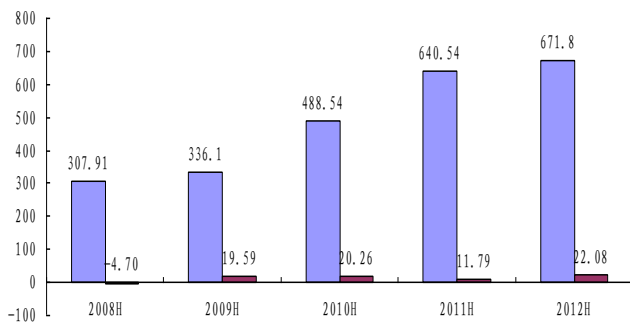
图表 1：2012、2011 中报同比比较

项目	2011-06-30	2012-06-30	差额	同比变化
一、营业总收入	64054.2	67180.5	3126.3	4.9%
营业收入	64054.2	67180.5	3126.3	4.9%
二、营业总成本	62936.5	64166.7	1230.2	2.0%
营业成本	57748.3	57832.2	84.0	0.1%
营业税金及附加	218.0	318.6	100.6	46.1%
销售费用	3.4	3.2	-0.2	-5.6%
管理费用	1328.8	1410.7	82.0	6.2%
财务费用	3603.3	4539.2	935.9	26.0%
资产减值损失	34.8	62.8	28.0	80.3%
三、其他经营收益	406.2	465.9	59.7	14.7%
公允价值变动净收益	-1.4	-1.0	0.4	-27.8%
投资净收益	407.6	466.9	59.3	14.6%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	329.3	281.6	-47.7	-14.5%
四、营业利润	1523.8	3479.7	1955.9	128.4%
加：营业外收入	251.7	256.4	4.7	1.9%
减：营业外支出	37.1	123.5	86.4	232.8%
其中：非流动资产处置净损失	13.6	72.0	58.4	428.3%
五、利润总额	1738.4	3612.6	1874.2	107.8%
减：所得税	530.5	1025.3	494.8	93.3%
六、净利润	1207.9	2587.3	1379.4	114.2%
减：少数股东损益	29.2	378.8	349.6	1197.4%
归属于母公司所有者的净利润	1178.7	2208.5	1029.7	87.4%
七、每股收益：	0.1	0.2	0.1	77.8%

资料来源：WIND、宏源证券

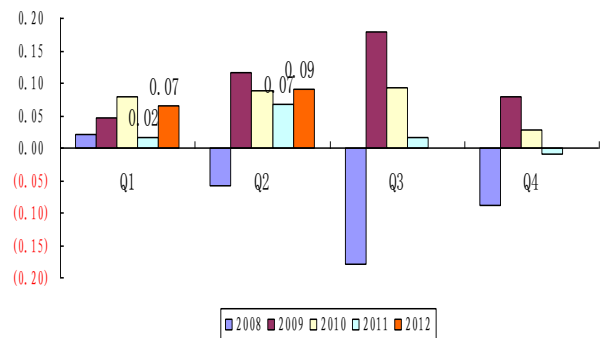
收入和利润增长的主要原因是主要由于去年电价调整带来收入增长和煤价下跌导致成本增幅明显低于收入增幅。

图表 2: 2008-2012 年上半年收入和归属母公司股东净利润 (亿元)



资料来源: WIND、宏源证券

图表 3: 2008-2012 华能国际单季度 EPS

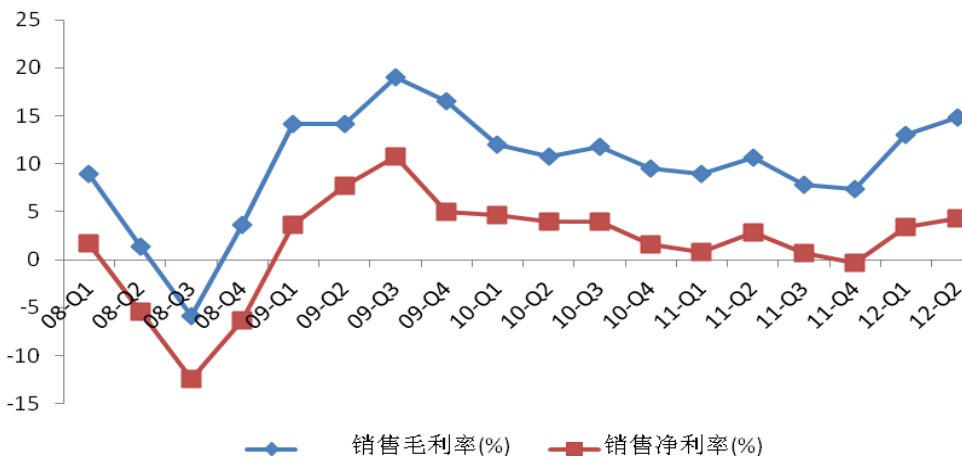


资料来源: WIND、宏源证券

二、毛利率有所上升，期间费用率增长

公司的毛利率是 14.8%，较去年同期上升 4.12 个百分点，销售净利率为 4.33%，较去年同期上升 1.48 个百分点。毛利率显著上升的主要原因：(1) 2011 年两次电价调整；(2) 上半年国际和国内的煤价格明显下跌，公司在上半年调整采购策略，优化采购结构，进口煤的采购量增多，同时利用当前铁路运力宽松的时期，开拓铁路运输直达渠道，降低了燃料成本，公司盈利逐季改善。

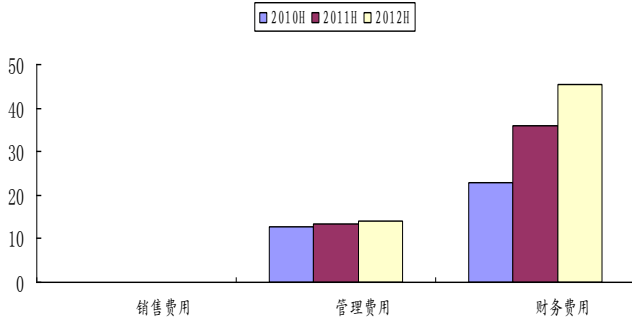
图 4: 公司 2008-2012 年毛利率和净利率变化情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

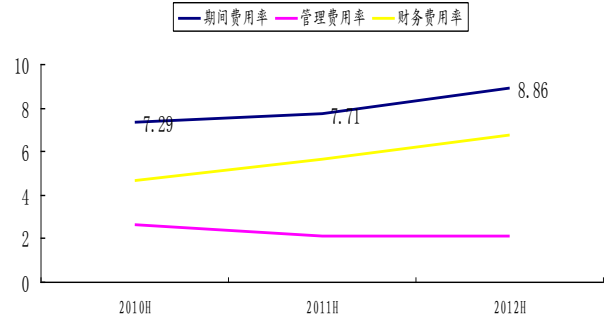
上半年公司期间费用率增长 1.15 个百分点。公司的管理费用为 14.11 亿元，同比增加 0.82 亿元；其中一季度为 7.1 亿元，二季度为 7 亿元。财务费用为 45.39 亿元，同比增加 9.36 亿元。管理费用和财务费用增长的主要原因是公司业务规模的增长；尽管国家两次降息，但上半年资金成本为 5.81%，仍然比去年上半年的 5.16% 增长 0.65 个百分点。

图表 5: 2010-2012 年上半年期间费用金额



资料来源: WIND、宏源证券

图表 6: 2010-2012 年上半年期间费用率



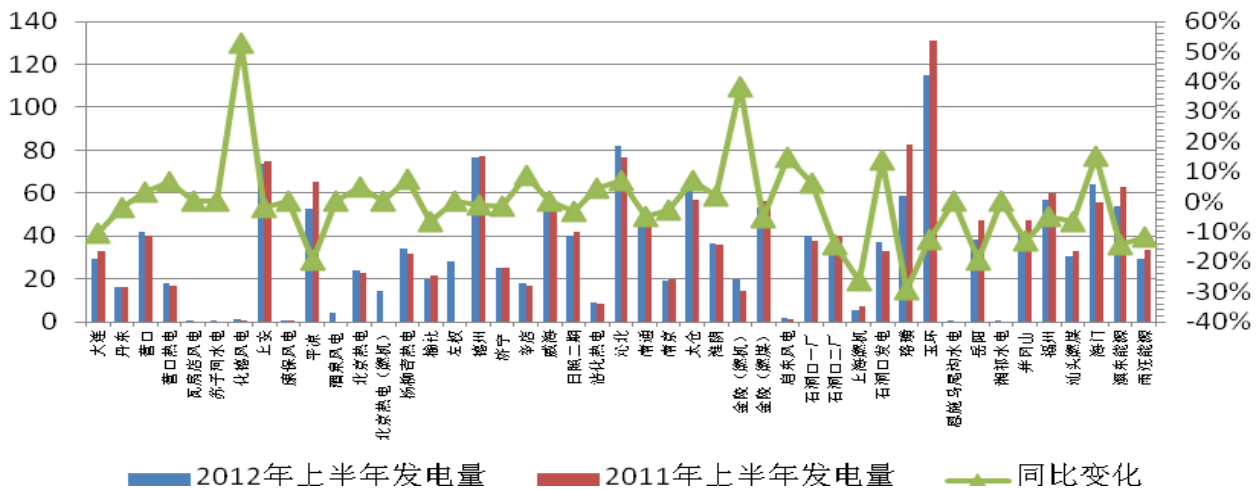
资料来源: WIND、宏源证券

三、发电量售电量双双小幅下降

截止 2012 年 6 月 30 日, 中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 1501.73 亿千瓦时, 同比减少 1.46%; 累计完成售电量 1416.37 亿千瓦时, 同比减少 1.45%。2012 年上半年, 新加坡大士能源有限公司累计发电量市场占有率为 26.2%, 比去年同期下降了 0.8 个百分点。上半年电量同比增长保持的区域有: 北京、天津、山东、江苏、上海、广东等地; 其他大部分省份电量出现明显下滑。

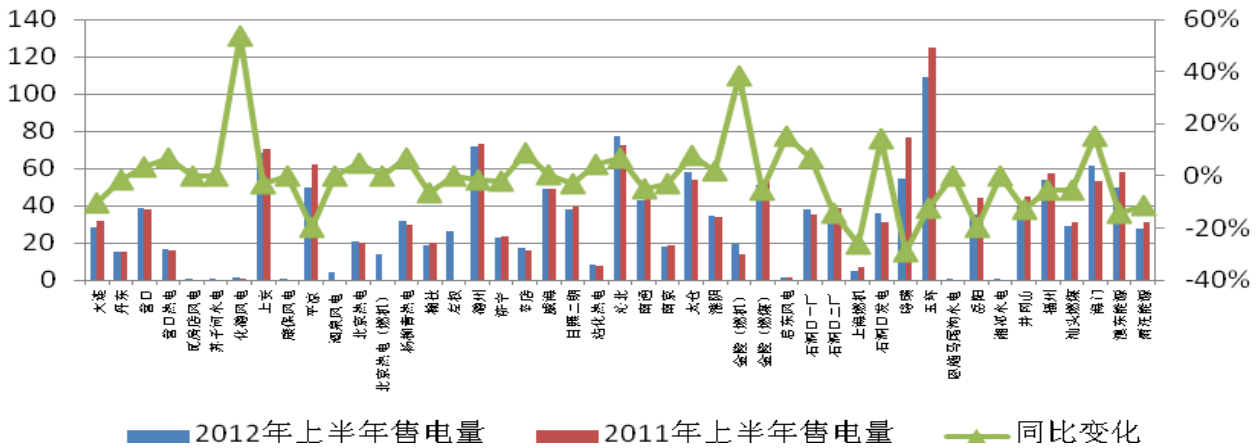
公司发电量减少的主要原因是: (1) 公司下属电厂所在区域上半年发电量多为负增长或增幅较低, 同时部分省份水电大发, 当地火电机组发电量空间大幅减少。(2) 公司上半年装机容量增长率低于全国平均水平, 影响公司发电量增长率。(3) 一季度公司在云南两厂因当地煤矿安全事故影响, 电煤供应紧张, 影响了部分发电量。

图表 7: 发电厂上半年发电量以及增速情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

图表 8: 发电厂上半年售电量以及增速情况

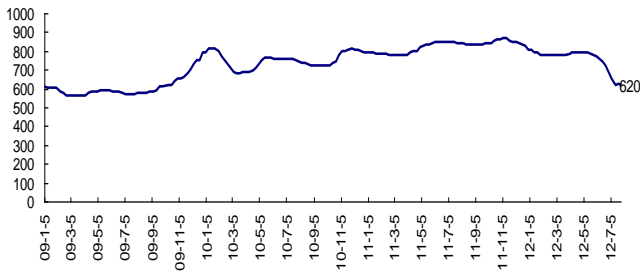


资料来源: 公司公告、宏源证券

三、电价上涨和煤价下跌对业绩贡献较大

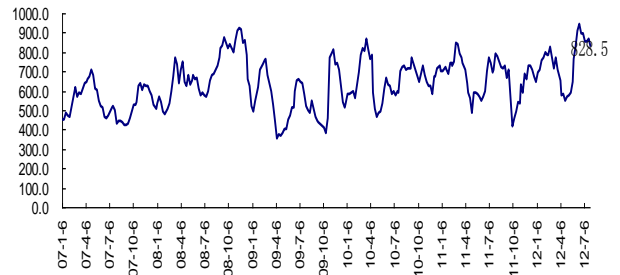
上半年, 在电量负增长 1.4% 的情况下, 电价上涨 5.75%, 整体销售收入增长 4.9%。煤价下跌对业绩也有较大贡献。进入 5 月份以后, 秦皇岛港煤价快速下跌, 目前 5500 大卡均价在 625 元/吨。由于一季度高价煤库存较多, 2011 年上半年基数较低, 整个上半年煤炭价格与去年基本持平。

图 9: 环渤海地区 5500 大卡动力煤价格指数走势图



资料来源: WIND、宏源证券

图 10: 中转地秦皇岛港煤炭库存处于高位



资料来源: WIND、宏源证券

四、公司规模不断扩张, 发电结构进一步优化

公司电厂广泛分布在中国 19 个省、市和自治区, 是中国最大的上市发电企业之一。另外公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司——大士能源(权益装机容量 2670 兆瓦)。截止到 2012 年 8 月 1 日, 公司可控发电装机容量为 60795 兆瓦, 权益发电装机容量为 55750 兆瓦, 是中国目前最大的上市发电公司, 公司火电装机占比约为 95%。

2012 年公司电源项目进展顺利, 1-6 月份有山西华能左权电厂(2 号机组)、河南华能沁北电厂三期工程和湖南永州祁水电站分别通过了试运行阶段, 另外, 汕头海门港华能煤炭中转基地工程、云南楚雄天然气电联产新建工程、浙江华能桐乡天然气热电联产工程和

华能启东风发电风电场一期分别获得了批准。除此之外，公司收购了湖北省恩施马尾沟流域水电发展有限公司（总装机 1.5 万千瓦）100% 股权的交易也于 2011 年 12 月 30 日生效，共计增加公司权益装机容量 247.5 万千瓦。公司还对原有机组进行技术改造以及关停小机组使得发电装机容量发生变化，6 月 30 日已关停的长兴电厂 4 号、5 号机组溢价成交。

根据 2012 和 2011 年披露的公告中，可以看出，目前在建的机组中基本上都是热电联产项目和风能等新能源的项目。公司目前正着力于推进经济发达地区和沿海、沿江煤电大机组，煤电一体化项目、效益型风电以及燃气电厂项目，保障公司可持续发展。

图表 11: 重大在建项目情况

项目名称	权益比率	项目总投资	装机容量	备注
华能北京热电厂燃气热电联产扩建	41%		92.3 万千瓦	
湖南永州祁水电站	100%		20 兆瓦	5 月份通过了试运行
华能启东风发电风电场一期	65%	4.52 亿	48 兆瓦	4 月份获得江苏省发改委核准
浙江华能桐乡天然气热电联产工程	95%	14.88 亿	2*200	7 月份获得浙江省发改委核准
河南华能沁北电厂三期工程	60%		1000 兆瓦	12 年 3 月通过了试运行
云南楚雄天然气电联产新建工程	100%	26.56 亿	2*300 兆	2 月获得云南发改委核准
汕头海门港华能煤炭中转基地工程	60%	24.42 亿元	接卸泊位	2 月获得国家发改委核准
山西华能左权电厂（2 号机组）	80%	50.9 亿元	600 兆瓦	2012 年 2 月通过试运行
华能酒泉风电一期工程	100%		501.5 兆瓦	2011 年底通过试运行
重庆两江燃机冷热电三联供项目	100%	67.39 亿元	5*300 兆瓦级	2011 年底重庆发改委核准
华能金陵燃机热电联产项目	51%	15.63 亿元	2*200 兆瓦级	2011 年江苏省发改委核准
辽宁昌图太平风电场项目	100%	4.69 亿元	49.5 兆瓦	2011 年辽宁省发改委核准

数据来源：公司公告、宏源证券

五、盈利预测和投资评级

假定（1）2012 年全年电量下降 3%；（2）2012 全年平均煤价下跌 3%；（3）电价不下调。

预计 2012-2014 年实现营业收入 1344.21、1748.36、1626.20 亿元，实现归属母公司股东净利润 62.35、81.65、98.64 亿元，对应每股收益 0.44、0.58、0.70 元，对应市盈率为 15、12、10 倍，给予买入评级。

财务报表及财务比

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	7673.21	1344.00	1478.36	1626.20	营业收入	133420.77	134400.00	147836.00	162620.00
应收和预付款项	17534.46	15546.84	20833.85	19186.76	减: 营业成本	121816.77	115711.00	126930.00	139702.00
存货	7525.62	5415.60	8780.36	6844.04	营业税金及附加	484.02	487.57	536.31	589.95
其他流动资产	553.82	553.82	553.82	553.82	营业费用	9.10	9.16	10.08	11.09
长期股权投资	14007.55	14927.55	15927.55	17027.55	管理费用	2916.16	2937.56	3231.23	3554.36
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7493.53	7289.41	6536.23	5897.43
固定资产和在建工程	178892.21	170204.88	166517.54	162830.20	资产减值损失	365.12	351.06	351.06	351.06
无形资产和开发支出	23411.97	22247.83	21083.68	19919.54	加: 投资收益	803.92	920.00	1000.00	1100.00
其他非流动资产	2939.03	2848.19	2757.35	2757.35	公允价值变动损益	-0.73	0.00	0.00	0.00
资产总计	252537.88	233088.72	237932.52	230745.46	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	43979.20	23190.27	12609.10	2.82	营业利润	1139.27	8534.23	11241.08	13614.11
应付和预收款项	23915.78	18548.73	25190.48	19998.98	加: 其他非经营损益	1208.88	0.00	0.00	0.00
长期借款	97699.79	97699.79	97699.79	97699.79	利润总额	2348.14	8534.23	11241.08	13614.11
其他负债	28783.25	28783.25	28783.25	28783.25	减: 所得税	983.88	1827.41	2457.86	3003.39
负债合计	194378.02	168222.04	164282.62	146484.84	净利润	1364.26	6706.81	8783.22	10610.72
股本	14055.38	14055.38	14055.38	14055.38	减: 少数股东损益	96.01	472.01	618.15	746.76
资本公积	17131.95	17131.95	17131.95	17131.95	归属母公司股东净利润	1268.25	6234.80	8165.08	9863.96
留存收益	18887.93	25122.73	33287.81	43151.77	毛利率	8.70%	13.91%	14.14%	14.09%
归属母公司股东权益	50075.26	56310.06	64475.14	74339.10	三费/销售收入	7.81%	7.62%	6.61%	5.82%
少数股东权益	8084.60	8556.61	9174.76	9921.52	EBIT/销售收入	7.43%	11.79%	12.03%	12.02%
股东权益合计	58159.86	64866.67	73649.90	84260.62	EBITDA/销售收入	16.35%	33.81%	32.05%	31.39%
负债和股东权益合计	252537.88	233088.72	237932.52	230745.46	销售净利率	1.02%	4.99%	5.94%	6.52%
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	2.53%	11.07%	12.66%	13.27%
经营性现金净流量	20872.68	41769.13	42261.76	45681.55	ROA	3.93%	6.80%	7.48%	8.47%
投资性现金净流量	-21664.83	-20000.00	-25000.00	-27000.00	ROIC	3.58%	6.39%	7.48%	8.30%
筹资性现金净流量	69.65	-28098.34	-17127.40	-18533.71	销售收入增长率	27.91%	0.73%	10.00%	10.00%
现金流量净额	-950.13	-6329.21	134.36	147.84	净利润增长率	-62.93%	391.61%	30.96%	20.81%

分析师简介:

鲁儒敏: 宏源证券研究所公用事业行业分析师, 中国人民大学经济学硕士, 4年证券从业经历, 2011年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511090001。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。