

## 证券研究报告

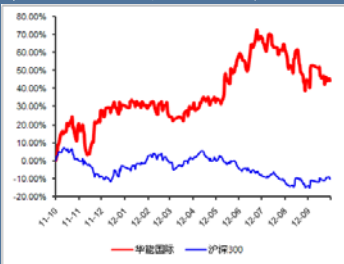
### 公司研究——季报点评

#### 华能国际 (600011.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2012.10.22

#### 华能国际相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012-10-23)

收盘价(元)	5.99
52周内股价波动区间(元)	4.13-7.30
最近一月涨跌幅(%)	0
总股本(亿股)	140.55
流通 A 股比例(%)	67.57
总市值(亿元)	841.89

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

韦玮 煤炭电力行业分析师  
执业编号: S1500512030001  
联系电话: +86 10 63081090  
邮箱: weiwei@cindasc.com

谢从军 煤炭行业分析师  
执业编号: S1500511120001  
联系电话: +86 10 63081271  
邮箱: xiecongjun@cindasc.com

钟惠 研究助理  
联系电话: +86 10 63080934  
邮箱: zhonghui@cindasc.com

#### 相关研究

《中煤能源 (601898) 2012 年中报点评-销量下降拖累 2 季度盈利》

2012.08.22

《中煤能源 (601898) 深度报告: 煤化工业务引领公司发展》2012.8.24

《卓越推: 中煤能源 (601898)》

2012.10.08

《中煤能源 (601898) -PB 估值最低, 大股东增持》2012.10.10

## 盈利仍有上升空间

### 2012 年 3 季报点评

2012 年 10 月 24 日

**事件:** 2012 年前 3 季度, 公司实现营业收入 1001.17 亿元, 同比增长 0.31%; 利润总额 70.13 亿元, 同比下降 222.8%; 归属于母公司股东的净利润 41.95 亿元, 同比增长 197.4%。前 3 季度 EPS 为 0.30 元, 1、2 和 3 季度分别为 0.07 元、0.09 和 0.14 元, 其中 3 季度 EPS 基本符合我们此前预测的 0.13 元。

#### 点评:

◆ **同比看, 毛利率上升是公司盈利大幅提高的主要原因, 财务费用和所得税费用大幅增加吞噬部分利润。** 2012 年前 3 季度, 虽然公司发电量 2236.6 亿度, 同比下降了 5.4%, 其中 3 季度少发了 100 亿度电, 同比下降了 12.5%, 但是电价的提升仍然能够带动公司前 3 季度营业收入略有增长, 收入微增的背景下, 煤价下跌使得公司营业成本下降, 带动前 3 季度综合毛利率提高了 6.5 个百分点到 15.6%, 同比增加毛利润 64.9 亿元。

虽然 2012 年年内两次降息, 但是公司资金成本仍然同比偏高, 使得前 3 季度财务费用同比增长 21.0%, 多支出了 11.69 亿元, 电力行业盈利恢复, 导致公司所得税费用同比提高了 186.1%, 或 13.11 亿元, 少数股东损益同比增加近 13 倍, 或 7.4 亿元, 这三项大幅增加部分吞噬了公司因为毛利率提高带来的盈利增长。

◆ **季度环比看, 公司 3 季度盈利环比增加明显是受益于煤价回落。** 3 季度公司发电情况不好, 旺季不旺, 发电量环比没有明显变化, 从而收入环比基本持平, 而 3 季度煤价的回落直接将公司 3 季度的毛利率提高到 19.0%, 环比提高了 4.2 个百分点, 带来了 13.89 亿的利润, 对应 0.1 元的 EPS。

◆ **公司盈利仍有上升空间。** 从公司前 3 季度的盈利情况看, 盈利恢复还是非常明显, 前 3 季度的年化 ROE 已经恢复到 8.9%, 如果单独按照 3 季度的盈利情况, 则年化 ROE 已经恢复到 12.7%, 无论从毛利率和 ROE 已经接近历史较好水平, 然而观察公司历史数据可以发现, 公司 07 年以前, 盈利较为正常的年份, 毛利率基本都保持 20% 以上, ROE 也有 15%, 因此我们认为 3 季度公司的盈利仍然没有达到公司正常盈利年份的水平, 4 季度盈利能力仍有上升空间, 一方面源于 4 季度水电出力减少, 对火电的促进, 另一方面则是因为 4 季度的平均煤价较 3 季度仍有下降空间。

◆ **盈利预测。** 预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.64 元和 0.70 元, 对应动态市盈率 (10 月 23 日股价 5.99 元/股) 分别为 13、9 和 9 倍。

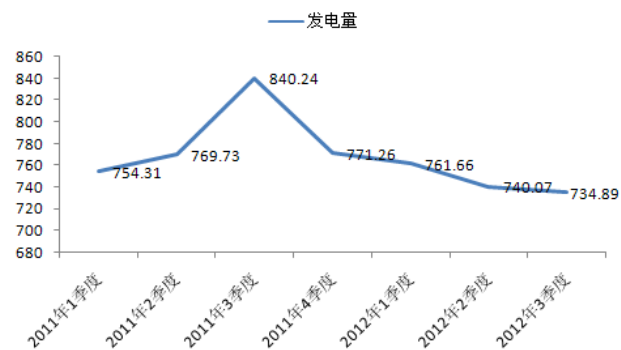
◆ **从行业基本面来看，我们依然坚持前期的观点，认为尽管动力煤近期企稳，但反弹高度有限，年内 630 元/吨上下震荡，煤价企稳后底部运行的持续时间将较长，华能国际因此受益，盈利将逐季提升，从而随着公司盈利能力不断提高将推动股价向上，维持公司“买入”的投资评级。**

◆ **风险因素：煤价上升，发电量严重下滑。**

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	104,307.70	133,420.77	139,720.97	149,444.84	157,806.81
增长率 YoY %	30.81	27.91	4.72	6.96	5.60%
净利润(百万元)	3,544.30	1,268.25	6,277.82	8,947.77	9,850.64
增长率 YoY%	-30.24	-64.22	395.00	42.53	10.09%
毛利率%	11.01	8.70	15.10	17.00	16.89%
净资产收益率 ROE%	7.55	2.46	11.80	14.71	14.03%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.09	0.45	0.64	0.70
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.46	0.60	9
市盈率 P/E(倍)	23.96	66.55	13.31	9.35	1.12
市净率 P/B(倍)	1.68	1.49	1.29	1.12	6.27

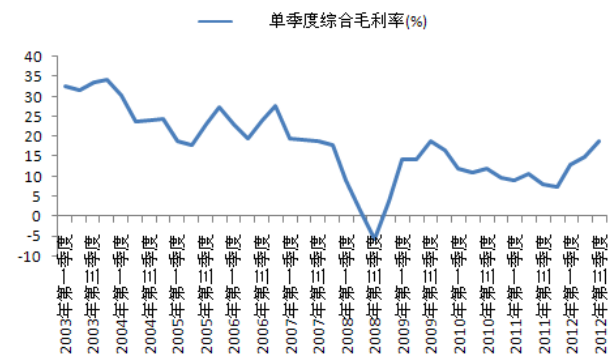
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 10 月 23 日收盘价

图 1: 公司单季度发电量情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 公司单季度综合毛利率水平



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 资产负债表

单位:亿元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	287.95	344.04	357.25	448.97	555.16
货币资金	95.48	86.70	102.99	180.25	272.30
应收票据	6.37	5.63	7.21	7.72	8.15
应收帐款	102.73	148.14	146.37	156.56	165.32
预付账款	12.29	10.32	12.88	13.46	14.24
存货	51.90	75.26	69.81	72.99	77.18
其他	19.19	17.98	17.98	17.98	17.98
非流动资产	1,951.58	2,199.61	2,235.41	2,243.64	2,248.60
长期投资	119.83	140.08	140.08	140.08	140.08
固定资产	1,236.53	1,548.08	1,619.61	1,755.29	1,758.33
无形资产	75.07	102.07	105.29	108.43	111.50
其他	520.15	409.39	370.44	239.85	238.70
资产总计	2,239.53	2,543.65	2,592.66	2,692.61	2,803.76
流动负债	800.56	937.65	916.90	919.27	923.00
短期借款	440.47	439.79	439.79	439.79	439.79
应付账款	53.40	91.09	78.48	82.05	86.76
其他	306.69	406.77	398.63	397.43	396.45
非流动负债	830.38	1,024.41	1,024.41	1,024.41	1,024.41
长期借款	651.85	798.45	798.45	798.45	798.45
其他	178.53	225.96	225.96	225.96	225.96
负债合计	1,630.94	1,962.06	1,941.31	1,943.68	1,947.41
少数股东权益	79.68	80.85	87.82	95.92	104.84
归属母公司股东权益	528.91	500.75	563.53	653.01	751.51
负债和股东权益	2239.53	2543.65	2592.66	2692.61	2803.76

## 重要财务指标

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(亿元)	1,043.08	1,334.21	1,397.21	1,494.45	1,578.07
同比(%)	30.81%	27.91%	4.72%	6.96%	5.60%
归属母公司净利润	35.44	12.68	62.78	89.48	98.51
同比(%)	-30.24%	-64.22%	395.00%	42.53%	10.09%
毛利率(%)	11.01%	8.70%	15.10%	17.00%	16.89%
ROE(%)	7.55%	2.46%	11.80%	14.71%	14.03%
每股收益(元)	0.25	0.09	0.45	0.64	0.70
P/E	24	66	13	9	9
P/B	1.59	1.68	1.49	1.29	1.12
EV/EBITDA	10.99	11.06	7.58	6.62	6.27

## 利润表

单位:亿元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,043.08	1,334.21	1,397.21	1,494.45	1,578.07
营业成本	928.18	1,218.17	1,186.28	1,240.37	1,311.49
营业税金及附加	1.48	4.84	5.07	7.47	7.89
营业费用	0.04	0.09	0.28	0.45	0.63
管理费用	27.24	29.16	30.74	34.37	36.30
财务费用	51.06	74.94	83.71	83.46	82.30
资产减值损失	0.29	3.65	3.47	4.36	4.12
公允价值变动收益	0.12	-0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.32	8.04	5.75	5.75	5.75
营业利润	41.22	11.39	93.41	129.72	141.09
营业外收入	5.65	13.78	3.56	3.56	3.56
营业外支出	0.94	1.69	1.42	1.42	1.42
利润总额	45.93	23.48	95.55	131.86	143.23
所得税	9.13	9.84	25.80	34.28	35.81
净利润	36.80	13.64	69.75	97.58	107.42
少数股东损益	1.36	0.96	6.98	8.10	8.92
归属母公司净利润	35.44	12.68	62.78	89.48	98.51
EBITDA	201.08	218.01	317.82	364.21	384.27
EPS(摊薄)	0.27	0.09	0.45	0.64	0.70

## 现金流量表

单位:亿元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	180.67	209.49	267.78	311.07	331.37
净利润	36.80	13.64	69.75	97.58	107.42
折旧摊销	103.30	119.00	137.26	147.35	156.03
财务费用	51.84	75.52	85.01	85.01	85.01
	-0.55	-6.36	-7.92	-5.75	-5.75
营运资金变动	-1.66	5.82	-21.14	-16.44	-14.54
其它	-3.26	3.42	2.64	3.33	3.20
投资活动现金流	-269.81	-216.65	-166.48	-148.80	-154.32
资本支出	-206.26	-167.03	-172.23	-154.55	-160.07
长期投资	-55.12	-32.20	5.75	5.75	5.75
其他	-8.43	-17.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	130.63	0.70	-85.01	-85.01	-85.01
吸收投资	105.64	2.19	0.00	0.00	0.00
借款	11.12	-40.99	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	87.74	110.72	85.01	85.01	85.01
现金净增加额	41.99	-8.74	16.29	77.26	92.04

### 煤炭电力行业研究小组

**谢从军**，煤炭行业分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心。曾任职于中信证券，从事交通运输行业研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

**韦玮**，2012 年初加盟信达证券研究开发中心。曾任职于天相投顾和中国民族证券，从事煤炭和电力行业研究。

**钟惠**，中国人民大学会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事煤炭、电力及公用事业行业研究。

### 电力行业重点覆盖公司

川投能源 (600674)	西昌电力 (600505)	长江电力 (600900)	华能国际 (600011)	郴电国际 (600969)
内蒙华电 (600863)	黔源电力 (002039)	文山电力 (600995)	乐山电力 (600644)	桂冠电力 (600236)

### 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：** 股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：** 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：** 股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出：** 股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：** 行业指数超越基准；

**中性：** 行业指数与基准基本持平；

**看淡：** 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。