

2010年8月12日

赖桑生

C0047@capital.com.cn

目标价(元)

公司基本信息

产业别	电力
A 股价 (10/08/11)	6.16
上证综合指数 (10/08/11)	2607.50
股价 12 个月高/低	8.90/5.90
总发行股数 (百万)	12055.38
A 股数 (百万)	2878.21
A 市值 (亿元)	177.30
主要股东	华能国际电力开发公司(42.03%)
每股净值 (元)	3.31
股价/账面净值	1.86
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	0.98 -0.65 -30.79

近期评等

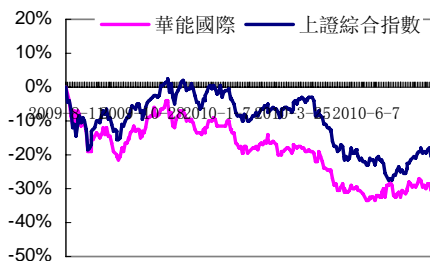
出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

电力生产	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	76.18%
基金	0.83%

股价相对大盘走势


年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5,997	-3,701	5,081	4,637	5,522
同比增减	%	-	-161.72%	237.28%	-8.73%	19.07%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.497	-0.307	0.362	0.330	0.393
同比增减	%	-	-161.72%	237.28%	-8.73%	19.07%
A 股市盈率 (P/E)	X	12.38	-20.06	17.04	18.67	15.68
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0	0.1	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	4.87%	0.00%	1.62%	1.62%	1.62%

华能国际(600011.SH)
Hold 持有
增收不增利，行业整体回暖有待时机

公司近日发布 2010 年半年度业绩报告，期内实现营业收入 488.54 亿元 (YOY+37.3%)，归属上市公司股东净利润 20.26 亿元 (YOY+2.71%)，EPS0.17 元。由于上半年煤价涨幅超过 10%，成为净利增速明显低于营收增速主因。

展望下半年，由于发改委限制重点合同煤价格措施出台，同时合同煤兑现率要达 100.0%，公司煤炭价格有企稳并略有下降的趋势，同时公司受节能减排政策影响不大（公司电厂主要位于沿海地区，高耗能地区只占 1/3），预计全年完成发电量 2300 亿千瓦时，机组利用小时数达 5200 小时，我们预计公司下半年盈利能力将会好转。

预计公司 2010 年、2011 年实现营业收入 983.67 亿元 (YOY+23.4%)、1073.19 亿元 (YOY+9.1%)，实现净利润 46.37 亿元 (YOY-8.74%)、55.22 亿元 (YOY+19.1%)，预计公司 A+H 股增发 20 亿股左右，此次增发难以增厚业绩，考虑股本摊薄影响，2010 年、2011 年 EPS 为 0.33 元、0.39 元，给予“持有”建议。

结论与建议：

- **发电量同比大幅增长，但增收不增利：**上半年，公司（境内）各电厂累计完成发电量 1188.36 亿千瓦时，同比增长 38.06%，而受同期煤炭运行高位影响，公司毛利持续下滑（一、二季度毛利分别为 12.01%、10.79%，去年同期为 14.13%、14.21%），公司出现增收不增利的情形，上半年营业收入 488.54 亿元 (YOY+37.3%)，实现净利润 20.26 亿元 (YOY+2.27%)
- **下半年煤价有望企稳并略有下降，但电价上调预期不强，难以根本改变盈利局面：**公司作为主要火电企业，其对煤炭价格敏感度高。上半年以来，公司煤炭价格以标煤计算为 770.51 元/吨 (YOY+12.87%)，合同兑现率为 78.7%，这是公司毛利下降的主要原因。但考虑发改委煤炭限价影响，且下半年合同煤兑现比例要求达到 100%，我们认为三、四季度公司合同煤价格将会略有下降。但综合考虑整体供需关系，煤炭价格全年仍会维持高位运行。与此同时，限价合同煤也使得电价上调预期减弱，综合来看，公司下半年盈利情况略好于上半年，但全年净利润较去年将下滑。
- **盈利预测：**我们预计公司 2010 年、2011 年实现营业收入 983.67 亿元、1073.19 亿元，实现净利润 46.37 亿元、55.22 亿元，考虑公司 A+H 股增发 20 亿股左右，而此次增发难以带来业绩增厚，考虑股本摊薄影响，2010 年、2011 年 EPS 为 0.33 元、0.39 元，给予“持有”建议。

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	50,435	67,825	79,742	98,367	107,319
经营成本	40,943	66,876	66,961	86,243	90,100
营业税金及附加	151	106	166	153	160
销售费用	0	3	3	7	6
管理费用	1,524	1,855	2,360	2,517	2,683
财务费用	1,939	3,624	2,360	2,517	2,683
资产减值损失	-6	93	659	650	500
投资收益	1,341	185	809	826	1,000
营业利润	7,125	-4,602	5,933	5,116	7,669
营业外收入	303	295	279	370	300
营业外支出	38	126	163	56	80
利润总额	7,390	-4,433	6,050	5,431	7,889
所得税	972	-220	657	891	1,578
少数股东损益	421	-512	312	-98	789
归属于母公司所有者的净利润	5,997	-3,701	5,081	4,637	5,522

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	18,645	23,506	25,776	32,887	52,473
应收账款	28,257	31,713	41,348	45,200	45,200
存货	10,398	18,359	16,541	18,195	20,015
流动资产合计	63,650	78,657	86,983	96,500	96,500
长期股权投资	28,142	34,823	36,875	40,000	40,000
固定资产	275,861	337,993	390,068	405,000	405,000
在建工程	39,723	47,911	80,420	88,462	84,039
非流动资产合计	8,310	22,772	27,269	30,000	30,000
资产总计	441,429	599,956	725,872	762,166	800,274
流动负债合计	111,560	199,437	219,350	241,285	265,413
非流动负债合计	135,244	219,702	324,236	324,236	324,236
负债合计	246,804	419,139	543,586	565,521	589,649
少数股东权益	17,371	162,001	156,388	164,207	172,418
股东权益合计	177,254	18,816	25,898	32,437	38,207
负债及股东权益合计	441,429	599,956	725,872	762,166	800,274

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	12,221	5,186	15,989	16,053	22,285
投资活动产生的现金流量净额	-17,361	-47,957	-25,611	-11,327	-7,700
筹资活动产生的现金流量净额	9,227	41,255	8,764	2,386	5,001
现金及现金等价物净增加额	4,088	-1,516	-858	7,112	19,586

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,不对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。此份报告内容之数据和意见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j@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j@。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。