华能国际 (600011)

增持/ 维持评级

股价：RMB6.59

分析师
周衍长
SAC 执业证书编号:S1000210070025
+755-82364464 zhouyc@lhzq.com

当季业绩大幅下滑，符合预期

—2010 年三季报公告点评及电话会议纪要

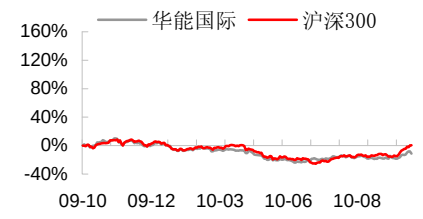
- **当季净利润同比大幅下降 48.3%，符合预期。**前三季度，公司境内电厂完成发电量 1909 亿千瓦时，同比增长 32%；实现营业收入 767.9 亿元，同比提高 35.5%；产生营业成本为 679.2 亿元，同比提高 42.4%；毛利率为 11.6%，同比下降 4.2 个百分点；实现归属母公司净利润为 31.5 亿元，同比下降 23.8%，其中第三季度实现归属母公司净利润为 11.2 亿元，由于去年同期基数较高，今年同比下降 48.3%，符合我们预期。
- **燃煤成本环比上涨 5.33%，第四季度业绩环比或将下滑。**第三季度市场煤和合同煤价格分别为 626.86 元/吨和 579.92 元/吨，环比分别提高了 2.23%和 8.71%；在合同煤兑现率为 88.1%的情况下，单位燃煤成本为 252.0 元/千千瓦时，环比提高了 5.33%，燃料成本占营业总收入比例达到了 65.41%。我们预计第四季度，单位燃煤成本环比将继续上扬，第四季度业绩环比将继续有所降低。
- **公司资产结构改善，增强长期盈利能力。**公司积极采用大容量、高参数的先进发电机组，并积极关停小机组，预计 10 年公司 60 万千瓦以上机组容量比例有望达到 48.4%左右，使公司装机结构得到持续改善，增强长期盈利能力，在发电量大幅上升的情况下，可部分抵消煤价上涨的负面影响。如玉环和海门（单机规模超过 100 万千瓦）前三季度分别实现净利润约 11 亿元和 9 亿元。
- **维持盈利预测与评级。**我们维持 2010-2012 年公司摊薄后 EPS 分别为 0.33、0.38、0.45 元的预判，目前股价对应的 PE 为 19.7、17.3、14.5 倍。公司属纯火电企业，业绩对煤价敏感性较高。目前上网电价的条件已经具备，火电企业盈利能力处于非合理性的低点，而阶梯电价出台更是加强上网电价调整预期，上网电价一旦调整，公司业绩将大幅改善。另外，从 PB 估值来看，公司目前股价对应的 PB 为 2.00 倍，属于被低估范畴，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**煤价超预期上涨的风险。

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	12055.38
流通 A 股（百万股）	2878.21
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	18967.43

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	79742.3	76791.6	118218.9	135659.5	154265.0
(+/-%)	17.6	35.5	48.3	14.8	13.7
归属母公司净利润(百万元)	5081.0	3146.3	4527.7	5161.1	6143.9
(+/-%)	237.3	-23.8	-10.9	14.0	19.0
EPS(元)	0.42	0.26	0.33	0.38	0.45
P/E(倍)	15.6	25.3	19.7	17.3	14.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	21995	29106	37277	38252
现金	5452	7093	12861	11070
应收账款	9691	12706	14513	16543
其他应收款	1183	908	1042	1185
预付账款	1024	1252	1436	1621
存货	4084	6258	6581	6756
其他流动资产	560	889	845	1077
非流动资产	172002	189707	207916	230249
长期投资	9550	10000	11000	12000
固定资产	108769	116546	126694	139461
无形资产	7086	9966	10136	10486
其他非流动资产	46597	53195	60086	68302
资产总计	193997	218813	245194	268501
流动负债	56557	57222	62849	65250
短期借款	24730	27618	25064	23836
应付账款	4315	4694	5385	6080
其他流动负债	27512	24911	32401	35334
非流动负债	88723	108973	124175	138472
长期借款	71267	91267	106267	120267
其他非流动负债	17457	17706	17908	18205
负债合计	145280	166195	187024	203722
少数股东权益	7701	8044	8435	8901
股本	12055	13555	13555	13555
资本公积	9349	9349	9349	9349
留存收益	19973	21969	27130	33274
归属母公司股东权益	41016	44574	49735	55879
负债和股东权益	193997	218813	245194	268501

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	15989	12307	24690	28500
净利润	5393	4871	5552	6609
折旧摊销	9233	10628	12446	14674
财务费用	4435	5385	6263	7725
投资损失	-809	-500	-600	-700
营运资金变动	-2636	-8563	664	-121
其他经营现金流	373	487	365	313
投资活动现金流	-25611	-28054	-30131	-36331
资本支出	22930	22000	28700	34500
长期投资	-911	456	1200	1500
其他投资现金流	-3592	-5599	-231	-331
筹资活动现金流	8764	17388	11209	6040
短期借款	-4016	2888	-2555	-1227
长期借款	12240	20000	15000	14000
普通股增加	0	1500	0	0
资本公积增加	680	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-7000	-1237	-6733
现金净增加额	-802	1641	5768	-1791

利润表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	79742	118219	135659	154265
营业成本	66961	104305	119659	135121
营业税金及附加	166	245	282	320
营业费用	3	5	6	7
管理费用	2360	3192	3663	4165
财务费用	4435	5385	6263	7725
资产减值损失	659	20	20	20
公允价值变动收益	-34	0	0	0
投资净收益	809	500	600	700
营业利润	5933	5567	6366	7607
营业外收入	279	300	300	300
营业外支出	163	150	150	150
利润总额	6050	5717	6516	7757
所得税	657	846	964	1148
净利润	5393	4871	5552	6609
少数股东损益	312	343	391	465
归属母公司净利润	5081	4528	5161	6144
EBITDA	19602	21580	25076	30006
EPS（元）	0.42	0.33	0.38	0.45

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.6%	48.3%	14.8%	13.7%
营业利润	28.9%	-6.2%	14.4%	19.5%
归属于母公司净利润	37.3%	-10.9%	14.0%	19.0%
获利能力				
毛利率 (%)	16.0%	11.8%	11.8%	12.4%
净利率 (%)	6.4%	3.8%	3.8%	4.0%
ROE(%)	12.4%	10.2%	10.4%	11.0%
ROIC(%)	6.0%	5.2%	5.5%	6.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	74.9%	76.0%	76.3%	75.9%
净负债比率 (%)	72.44%	77.55%	78.24%	78.59%
流动比率	0.39	0.51	0.59	0.59
速动比率	0.32	0.40	0.49	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.57	0.58	0.60
应收账款周转率	9	10	10	10
应付账款周转率	18.31	23.16	23.75	23.57
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.33	0.38	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	0.91	1.82	2.10
每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.29	3.67	4.12
估值比率				
P/E	17.58	19.73	17.31	14.54
P/B	2.18	2.00	1.80	1.60
EV/EBITDA	10	9	8	6

数据来源：华泰联合证券研究所.

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券评级标准:

时间段　　报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数　沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入　　股价超越基准 20%以上

增　持　　股价超越基准 10%-20%

中　性　　股价相对基准波动在 ± 10% 之间

减　持　　股价弱于基准 10%-20%

卖　出　　股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持　　行业股票指数超越基准

中　性　　行业股票指数基本与基准持平

减　持　　行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称"华泰联合证券"）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@lhzq.com