华能国际（600011）

增持/维持评级

股价：RMB5.65

分析师
周衍长
SAC 执业证书编号:S1000510120024
(0755)8236 4464
zhouyc@mail.htlhsc.com.cn

煤价、利率趋涨，经营举步维艰

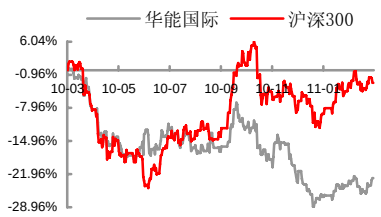
- **业绩同比大幅下降 30.24%。**2010 年公司境内电厂完成发电量 2569.5 亿千瓦时，同比增长 26.25%；实现营业收入 1043.08 亿元，同比增长 30.81%，其中境内、境外电厂收入分别增长 27.14%和 44.42%；发生营业成本 928.80 亿元，同比增长 34.46%；毛利率为 11.01%，同比下降 5.02 个百分点；实现归属母公司净利润为 35.44 亿元，同比下降 30.24%。
- **第四季度煤价超预期上涨，业绩低于预期。**第四季度港口动力煤价平均同比上涨 17.81%，致使毛利率仅为 9.52%，同比下降 6.99 个百分点；实现归属母公司净利润 3.98 亿元，同比下降 58.12%，下降幅度高于我们预期。
- **煤价、利率趋涨，2011 年经营举步维艰。**尽管进入传统耗煤淡季，但煤炭需求仍保持旺盛，煤炭产量增速上升。大秦线尚未检修，秦皇岛、广州港库存已经较快速下降，煤价淡季不淡。预示着今年煤炭供需两盛，煤价继续上行将是大概率事件，公司经营环境持续恶化。另外，尽管公司资产负债率下降至 72.82%，仍处高位水平，利率上调将公司盈利产生明显负面影响。截至 3 月 26 日，秦皇岛、广州港库存较 2 月底分别下降 13%、19%。截至 3 月 18 日，六大发电集团（华能、大唐、国电、浙电、上电、粤电）较 2 月底下降 14%。第一季度港口煤价平均同比上涨 5.35%，3 月 28 日港口煤价同比上涨约 14.10%。国内海上煤炭运价已连续 5 周保持上涨态势。
- **维持“增持”评级。**假设 2011-2013 年综合煤价分别同比上涨 5%、2%、0%，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.21、0.24、0.38 元，目前股价对应的 PE 为 26.4、23.6、14.7 倍。公司属纯火电企业，业绩对煤价敏感性较高，上网电价一旦调整到位，公司业绩将大幅改善。另外，从 PB 估值来看，在火电企业盈利能力处于非合理性的低点背景下，公司目前股价对应的 PB 仅为 1.9 倍，属于被低估范畴，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**煤价、利率超预期上涨的风险。

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	14,055
流通 A 股（百万股）	10,500
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	59,325

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	104307.7	137758.0	161177.0	185354.0
(+/-%)	30.8	32.1	17.0	15.0
归属母公司净利润(百万元)	3544.3	2988.0	3329.0	5338.0
(+/-%)	-30.2	-15.7	11.4	60.3
EPS(元)	0.25	0.21	0.24	0.38
P/E(倍)	22.4	26.4	23.6	14.7

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	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	28795	38320	43812	49553
现金	9548	12398	14506	16682
应收账款	10273	14806	17242	19876
其他应收款	1603	1058	1238	1424
预付账款	1229	1498	1751	1986
存货	5190	7488	8024	8276
其他流动资产	81	1072	1051	1309
非流动资产	19515	20402	22139	24291
长期投资	11983	10000	11000	12000
固定资产	12365	13161	14152	15386
无形资产	7507	10387	10557	10907
其他非流动资	3942	52030	58305	66145
资产总计	22395	24234	26520	29247
流动负债	80056	75863	79974	87037
短期借款	44047	45243	40932	44150
应付账款	5340	5616	6565	7449
其他流动负债	5439	25004	32477	35438
非流动负债	83038	10292	11813	13244
长期借款	65185	85185	10018	11418
其他非流动负	2234	17738	17945	18260
负债合计	16309	17878	19810	21948
少数股东权益	7968	8077	8285	8838
股本	14055	14055	14055	14055
资本公积	17746	17746	17746	17746
留存收益	20983	23984	27313	32652
归属母公司股	52891	55485	58815	64153
负债和股东权	22395	24234	26520	29247

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	18067	16696	24443	29314
净利润	3680	3097	3537	5892
折旧摊销	0	11490	13302	15478
财务费用	5184	6395	7819	8917
投资损失	-636	-400	-500	-600
营运资金变动	0	-7941	-104	-716
其他经营现金	13518	4055	389	343
投资活动现金	-26981	-24854	-30231	-36431
资本支出	20732	21913	28700	34500
长期投资	0	-1632	1200	1500
其他投资现金	0	-4573	-331	-431
筹资活动现金	13063	11008	7895	9293
短期借款	19317	1196	-4312	3219
长期借款	-6082	20000	15000	14000
普通股增加	2000	0	0	0
资本公积增加	8397	0	0	0
其他筹资现金	-10569	-10188	-2793	-7926
现金净增加额	0	2850	2108	2176

利润表 单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10430	13775	16117	18535
营业成本	92818	12480	14589	16552
营业税金及附加	148	220	242	278
营业费用	4	6	7	8
管理费用	2724	3582	4110	4727
财务费用	5106	6395	7819	8917
资产减值损失	29	20	30	40
公允价值变动收	12	0	0	0
投资净收益	632	400	500	600
营业利润	4122	3135	3571	6455
营业外收入	0	600	700	600
营业外支出	94	100	120	140
利润总额	4593	3635	4151	6915
所得税	913	538	614	1023
净利润	3680	3097	3537	5892
少数股东损益	136	109	208	553
归属母公司净利	3544	2988	3329	5338
EBITDA	9228	21020	24693	30850
EPS（元）	0.34	0.21	0.24	0.38

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	30.8%	32.1%	17.0%	15.0%
营业利润	-30.5%	-24.0%	13.9%	80.7%
归属母公司净利	-30.2%	-15.7%	11.4%	60.3%
获利能力				
毛利率(%)	0.0%	9.4%	9.5%	10.7%
净利率(%)	3.4%	2.2%	2.1%	2.9%
ROE(%)	6.7%	5.4%	5.7%	8.3%
ROIC(%)	5.1%	4.1%	4.6%	5.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	72.8%	73.8%	74.7%	75.0%
净负债比率(%)	116.06	78.55	78.81	79.43
流动比率	0.36	0.51	0.55	0.57
速动比率	0.29	0.41	0.45	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.59	0.64	0.66
应收账款周转率	10	11	10	10
应付账款周转率	19.23	22.78	23.95	23.62
每股指标（元）				
每股收益(最新	0.34	0.21	0.24	0.38
每股经营现金流	1.72	1.19	1.74	2.09
每股净资产(最	5.80	3.95	4.18	4.56
估值比率				
P/E	16.74	26.35	23.64	14.74
P/B	0.97	1.42	1.34	1.23
EV/EBITDA	19	9	8	6

数据来源：华泰联合证券研究所

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn