

2013年03月20日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 9.0RMB/10.0HKD

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2013/3/19)	7.08
上证综指(2013/3/19)	2257.43
股价 12 个月高/低	7.15/5.06
总发行股数(百万)	14055.38
A 股数(百万)	10000.00
A 市值(亿元)	995.12
主要股东	华能国际电力开发公司(36.05%)
每股净值(元)	3.95
股价/账面净值	1.79
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.8 5.2 31.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

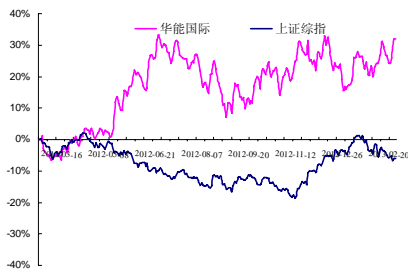
产品组合

电力及热力	99.7%
港口服务	0.2%
运输服务	0.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.4%
一般法人	71.8%
财务公司	1.2%

股价相对大盘走势



华能国际(600011/0902.HK)

Buy/买入

年报点评: 盈利能力继续提升, 估值有优势

结论与建议:

公司今日发布 2012 年年报, 报告期公司实现营收 1339.67 亿元(YOY+0.41%), 实现净利润 58.69 亿元(YOY+362.7%), EPS0.42 元, 符合预期。公司是全国最大的发电企业, 截止 2012 年末, 拥有可控装机容量 62.8GW, 权益装机容量约 56.6GW, 机组质地优良, 盈利能力好于行业平均水平。我们预计 13 年电煤价格仍较疲软, 经济复苏带动火电机组利用小时数小幅上升, 行业正处盈利向上周期。

考量 13 年电煤价格基本平稳背景下, 公司毛利率将继续提升, 我们上调了 13 年盈利预测。预计公司 13-14 年实现净利润 88.10 亿元(YOY+50.1%)、91.85 亿元(YOY+4.3%), EPS0.62、0.65 元, 当前 A 股价对应 2013 动态 PE11X, PB1.8X, 给予“买入”建议, 目标价 9.00 元(对应 2013 年 PE15.0X); 港股对应 2013 年动态 PE11X, 同样给予“买入”建议, 目标价 10.0HKD(PE 13.0x)

■ **12 年 4Q 盈利能力维持高位:** 受宏观经济企稳回升, 社会用电量同比增长显著回升影响, 公司 4Q 发电量 781.8 亿千瓦时(YOY+2.1%), 环比增速较三季度回升 14.6 个百分点。从成本角度看, 4Q 煤价与 3Q 基本持平, 公司 4Q 毛利率 18.4%, 维持了 3Q 以来的高位。

■ **受益煤价下跌, 12 年毛利率大幅改善; 12 年两次降息利好费用控制:** 公司 12 年毛利率 16.3%, 同比大幅提升了 7.6 个百分点, 主要受益于市场煤价持续下跌。截止 12 年末, 市场煤均价较 11 年下跌 10%左右, 大大缓解了公司成本压力; 费用率方面, 12 年公司综合费用率 8.9%, 同比提升 1.1 个百分点, 主要在于受 11 年加息影响, 12 年财务费用率上升。随着 12 年 2Q 以来的两次降息(55BP), 公司 13 年财务费用有下降趋势。

■ **电煤价格改革与经济复苏利好行业, 火电盈利周期向上趋势明确:** 展望 2013 年, 一方面电煤价格改革措施出台, 电煤价格预计将维持在 2012 年年末水准, 从电厂全年用煤均价看, 仍较 12 年下降 5%左右(电煤成本占火电营业成本 75%左右); 另一方面, 受益宏观经济复苏, 全社会用电量也将实现回升, 根据中电联预测, 13 年全社会用电量预计同比增长 7.5%左右, 火电机组利用小时上升 300 小时左右。成本下降, 机组利用率提高, 火电行业盈利向上趋势明确。

■ **公司机组结构优良, 盈利能力远超行业平均水平:** 根据公司规划, 15 年公司总装机容量约为 85GW, 未来三年将年均增加 4GW 装机。目前火电机组中, 60 万千瓦大机组占比超 50%, 百万千瓦的超超临界机组装机约占全国的 1/4。大容量、高参数机组占多数, 使得公司在环保和发电效率方面都处于行业的领先地位, 平均煤耗、厂用电率、水耗等技术指标甚至世界领先, 整体盈利能力远优于行业平均水平。

■ **电厂布局优势, 市场煤比例高, 利好成本控制:** 公司在中国境内的电厂广泛分布在十九个省、市和自治区。运营电厂主要分布在沿海沿江地区、煤炭资源丰富地区或电力负荷中心区域, 如上海、江苏、浙江、广东、山东等地区(近 40%电厂在沿海地带)。上述区域机组平均利用小时数高, 电价承受能力强; 同时运输便利, 有利多管道采购煤炭从而稳定煤炭供给以及降低采购成本。

■ **盈利预测:** 预计公司 2013-2014 年分别实现净利润 88.10 亿元(YOY+50.1%)、91.85 亿元(YOY+4.3%), EPS0.62、0.65 元, 当前 A 股对应 2013 年动态 PE 11X, PB1.8X, 给予“买入”建议, 目标价 9.0 元(对应 2013 年 PE15.0X); H 股 PE 10X, PB1.5X, 同样给予“买入”建议, 目标价 10.00HKD(对应 2013 年 PE13.0X)。

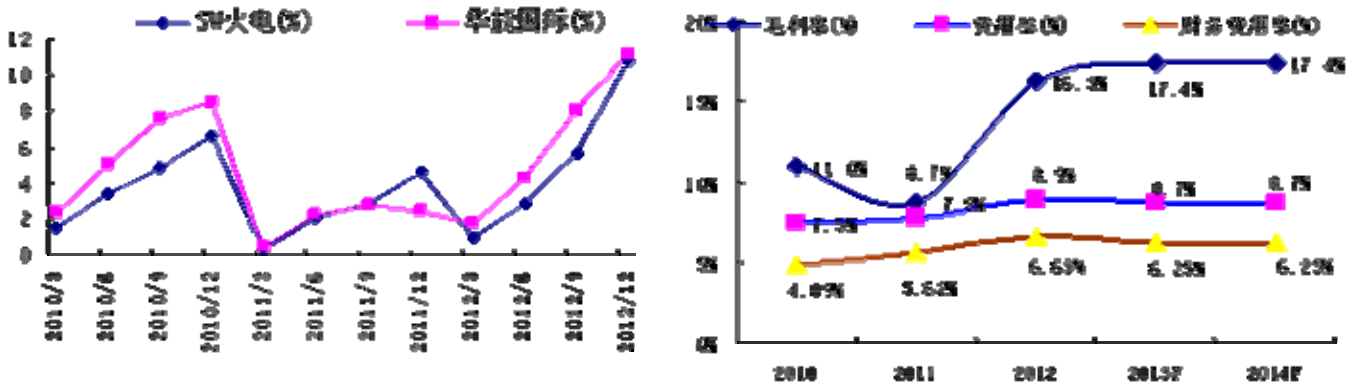
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011F	2012F	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	3544.30	1268.25	5868.65	8809.50	9185.35
同比增减	%	-30.24%	-64.22%	362.74%	50.11%	4.27%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.252	0.090	0.418	0.627	0.654
同比增减	%	-30.24%	-64.22%	362.74%	50.11%	4.27%
A 股市盈率(P/E)	X	28.08	78.46	16.96	11.30	10.83
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.000	0.200	0.250	0.250
股息率(Yield)	%	2.82%	0.00%	2.82%	3.53%	3.53%

图表一： 公司 ROE 优于行业水准

单位：% 图表二： 公司毛利率、费用率走势

单位：%

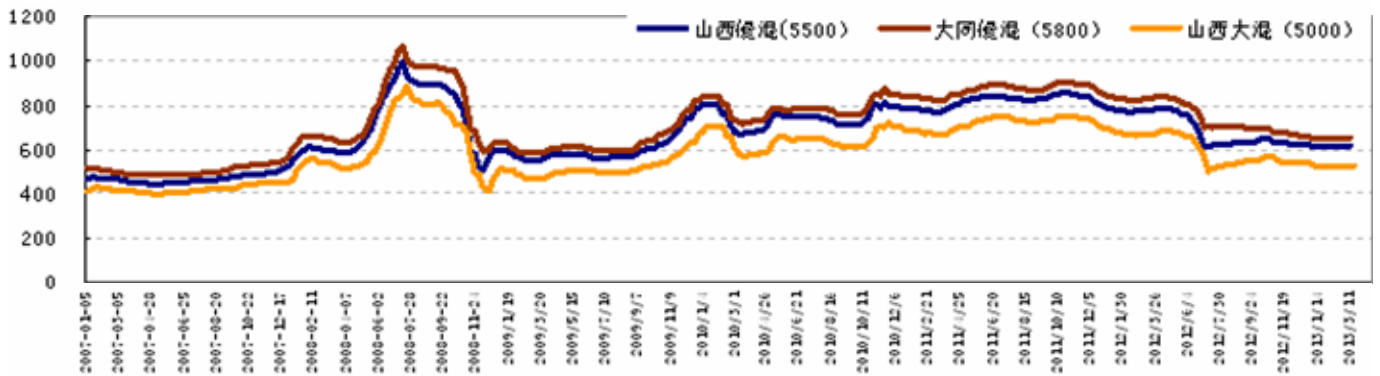


资料来源：Wind，群益证券(2013/03)

资料来源：Wind，群益证券(2013/03)

图表三： 国内煤炭价格走势高位回落

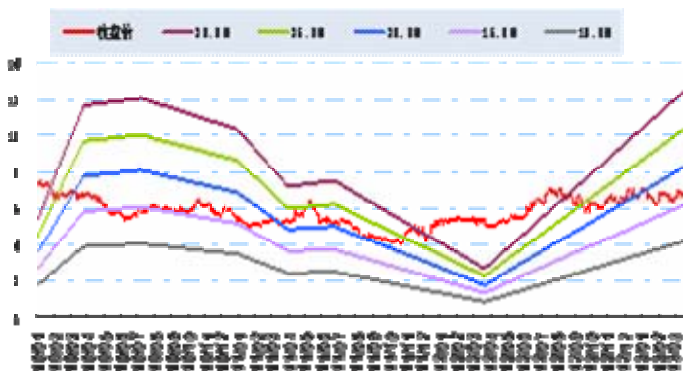
单位：元/吨



资料来源：Wind，群益证券(2013/03)

图表四： 历史 PE-BAND

图表五： 历史 PB-BAND



资料来源: Wind, 群益证券(2013/03)

资料来源: Wind, 群益证券(2013/03)

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

 强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
营业收入	104,308	133,421	133,967	153,878	163,111
经营成本	92,818	121,817	112,137	130,065	138,847
营业税金及附加	148	484	672	754	837
销售费用	4	9	6	8	8
管理费用	2,724	2,916	3,087	3,718	4,009
财务费用	5,106	7,494	8,888	9,610	10,184
资产减值损失	29	365	872	30	30
投资收益	632	804	817	620	620
营业利润	4,122	1,139	9,121	13,297	13,909
营业外收入	565	1,378	694	713	683
营业外支出	94	169	388	385	385
利润总额	4,593	2,348	9,427	13,625	14,207
所得税	913	984	2,575	3,579	3,735
少数股东损益	136	96	984	1,237	1,286
归属于母公司所有者的净利润	3,544	1,268	5,869	8,810	9,185

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
货币资金	9,548	8,670	10,625	11,899	13,327
应收帐款	10,273	14,814	14,942	16,437	18,080
存货	5,190	7,526	7,022	8,286	9,778
流动资产合计	28,795	34,404	35,145	41,547	46,724
长期投资净额	11,983	14,008	15,653	17,219	18,941
固定资产合计	123,653	154,808	159,363	181,674	207,108
在建工程	26,243	22,165	17,947	19,024	20,166
无形资产	195,158	219,961	221,717	267,964	302,761
资产总计	223,953	254,365	256,862	309,511	349,484
流动负债合计	80,056	93,765	91,283	104,975	120,721
长期负债合计	83,038	102,441	100,661	96,635	92,769
负债合计	163,094	196,206	191,944	201,610	213,490
少数股东权益	7,968	-	-	11,468	12,621
股东权益合计	52,891	50,075	55,581	96,434	123,373
负债和股东权益总计	223,953	254,365	256,862	309,511	349,484

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	18,067	20,949	26,928	32,314	38,776
投资活动产生的现金流量净额	-26,981	-21,665	-15,310	-15,003	-14,703
筹资活动产生的现金流量净额	13,063	70	-9,817	-16,035	-22,645
现金及现金等价物净增加额	4,150	-646	1,802	1,275	1,428

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, 不在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。此份报告内容之资料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; @持意见或立场, 或买入, 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; @。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。