

盈利能力持续提升 业绩超预期

华能国际 (600011.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司公布 2013 年一季报。报告期,公司实现营业收入 321 亿元,同比下降 6.2%;实现归属母公司股东净利润 25.54 亿元,同比增长 177%。每股收益 0.18 元,超市场预期。

2. 我们的分析与判断

(一) 煤价低迷与资金成本降低叠加,业绩超预期

煤价低迷与资金成本降低双因素叠加,业绩超预期。虽然 13Q1 公司发电量同比下降 2.44%,导致营业收入降低。但是受益于煤价下跌和财务成本节省,公司盈利能力继续大幅提升,实现归属母公司净利润 25.54 亿元,同比 12Q1 增长 177%,环比 12Q4 增长 53%。一季度每股收益 0.18 元,超市场预期。

受益于煤价低迷,公司 13Q1 毛利率 22.4%,同比 12Q1 上升 9.3 个百分点,环比 12Q4 上升 4 个百分点。毛利率提升使得公司 13Q1 主营业务利润(毛利润)环比 12Q4 增加 9.73 亿元。

受益于降息和公司借款结构改善,公司综合资金成本持续降低,财务费用率呈现逐季下降趋势。公司 13Q1 财务费用 19.34 亿元,环比 12Q4 下降 2.11 亿元。13Q1 财务费用率 6%,同比 12Q1 下降 0.7 个百分点,环比 12Q4 下降 0.3 个百分点。

(二) 一季度业绩受非经常性因素影响小

除了主营业务利润提升和财务费用节省等因素外,公司 13Q1 受资产减值等非经常性因素影响小,业绩环比 12Q4 大幅增长。

公司在 12Q4 对平凉电厂等资产进行了减值计提,造成了 12Q4 发生资产减值损失约 8 亿元。13Q1 公司几乎没有发生资产减值,相当于环比增加税前利润 8.11 亿元。

(三) 2013 年盈利高增长可持续

煤价低迷,财务成本下降是公司 2013 年业绩高增长的保证。超预期因素来自于煤价进一步下跌,公司所得税实际税率变化,资产减值等非经常性损益变化。我们预计 13Q2 煤价继续低迷,财务费用率环比持平,季度发电量环比一季度略有降低。发电量是影响公司业绩变化的不确定因素,但是需求低迷将导致煤价进一步下跌,部分对冲发电量低迷的影响。

3. 投资建议

我们维持对公司“2013 年,煤价低迷与财务成本下降双因素叠加,业绩高增长可持续”的投资观点。假设 13 年煤价比 12 年第四季度价格小幅下降(13 年均价较 12 年明显下降)、13 年发电量持平,我们维持盈利预测不变,预计公司 13-15 年每股收益分别为 0.65 元、0.75 元和 0.80 元,动态市盈率为 10 倍、8.7 倍和 8.2 倍。维持“推荐”的投资评级。

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

特此鸣谢

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130111090279

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.04.23

A 股收盘价(元)	6.50
A 股一年内最高价(元)	7.40
A 股一年内最低价(元)	4.92
上证指数	2184
市净率	1.58
总股本(万股)	1405538
实际流通 A 股(万股)	1355538
总市值(亿元)	914

相关研究

1. 公司简评报告—华能国际:煤价低迷与财务成本降低双因素叠加,公司业绩高增长可持续.....13.03.20
2. 公司简评报告—华能国际:业绩符合预期 发电量左右业绩发挥.....12.10.23
3. 公司简评报告—华能国际:煤价下跌促毛利率提升 财务费用呈下降趋势.....12.08.01
4. 公司简评报告—华能国际:一季度盈利显著改善.....12.04.25
5. 公司深度报告:基本面拐点出现,业绩弹性大.....12.02.28

表 1: 华能国际 (600011.SH) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	8670	10624	12688	13469	13950	营业收入	133421	133967	140979	149657	155004
应收票据	563	358	386	410	425	营业成本	121817	112137	114847	122073	126761
应收账款	14814	14942	15450	16401	16987	营业税金及附加	484	672	493	524	543
预付款项	1032	1011	1011	1011	1011	销售费用	9	6	14	15	16
其他应收款	1124	940	989	1050	1087	管理费用	2916	3087	3273	3436	3608
存货	7526	7022	6293	6689	6946	财务费用	7494	8888	7838	7942	7749
其他流动资产	288	35	35	35	35	资产减值损失	365	872	700	400	400
长期股权投资	14008	15653	15653	15653	15653	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	154808	159363	162058	165218	162985	投资收益	804	817	840	840	840
在建工程	22165	17947	23947	26947	31947	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	1766	709	709	709	709	营业利润	1139	9121	14654	16108	16768
无形资产	10207	10362	9849	9335	8821	营业外入净额	1209	307	100	100	100
长期待摊费用	182	158	149	140	130	税前利润	2348	9427	14754	16208	16868
资产总计	254365	256862	266839	274664	278272	减: 所得税	984	2575	3836	3728	3542
短期借款	43979	27442	27401	32487	33041	净利润	1364	6852	10918	12480	13326
应付票据	13	55	94	100	104	母公司净利润	1268	5869	9171	10483	11194
应付账款	9109	7299	7866	8361	8682	少数股东损益	96	984	1747	1997	2132
预收款项	131	161	161	161	161	基本每股收益 (元)	0.09	0.42	0.65	0.75	0.80
应付职工薪酬	230	218	218	218	218	稀释每股收益 (元)	0.09	0.42	0.65	0.75	0.80
应交税费	-995	-207	-207	-207	-207	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
其他应付款	14662	10246	10246	10246	10246	成长性					
其他流动负债	10607	35797	35797	35797	35797	营收增长率	27.91%	0.41%	5.23%	6.16%	3.57%
长期借款	79845	72565	76765	71765	66765	EBIT 增长率	-4.86%	120%	24%	5.63%	1.98%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-64.22%	363%	56%	14.30%	6.78%
负债合计	196206	191944	195626	196213	192092	盈利性					
股东权益合计	58160	64918	71213	78452	86181	销售毛利率	8.70%	16.30%	18.54%	18.43%	18.22%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	1.02%	5.12%	7.74%	8.34%	8.60%
净利润	1364	6852	10918	12480	13326	ROE	2.53%	10.56%	15.25%	16.04%	15.77%
折旧与摊销	11900	10985	11788	12377	12769	ROIC	2.20%	6.60%	7.90%	8.39%	8.65%
经营现金流	20949	26928	30454	31027	32434	估值倍数					
投资现金流	-21665	-15310	-20126	-17150	-14161	PE	61.62	17.10	9.96	8.71	8.16
融资现金流	70	-9817	-8265	-13097	-17791	P/B	1.56	1.81	1.52	1.40	1.29
现金净变动	0	1802	2064	781	481	P/S	0.59	0.75	0.65	0.61	0.59
期初现金余额	0	8670	10624	12688	13469	股息收益率	0.90%	2.94%	5.02%	5.74%	6.13%
期末现金余额	0	10472	12688	13469	13950						

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，电力等公用事业行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn