

收入下降难掩业绩延续高增长

华能国际（600011）2013年半年报点评

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013年7月31日

投资要点：

◇ **事件：**华能国际（600011）公布2013年半年报显示，上半年公司实现营业收入640.62亿元，同比下降4.64%，实现归属于母公司净利润58.95亿元，同比上涨166.91%；实现归属母公司扣除非经常性损益净利润59.99亿元，同比增长175.12%；实现基本每股收益0.42元，同比增长162.5%。半年报业绩增长略超出预期。

点评：

◇ **上半年公司所属火电、水电发电量增长分化明显导致收入下降幅度较大。**上半年公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量1494.83亿千瓦时，同比减少0.46%；累计完成售电量141268亿千瓦时，同比减少0.26%。其中，一季度和二季度发电量分别增长-2.44%和1.58%，二季度发电量出现正增长，高于预期。上半年售电量下降的幅度远小于收入的下降幅度，主要原因是公司所属大部分地区火电机组发电和售电均有较为明显的下滑，拖累机组利用率大幅下滑130小时。而损失的电量则被水电等弥补。由于水电上网价格远小于火电上网价格，因此发电结构的变化（火电、水电发电量增长分化）导致收入有4.6%的下降。

◇ **电煤价格低位徘徊有利降低营业成本，业绩保持较高增速。**公司2013年上半年毛利率23%，同比大幅上升9个百分点；净利润率11.1%，同比增长超过7个百分点，盈利能力得到明显提升。主要原因仍然是营业成本尤其是燃料成本的下降，上半年营业成本下降14.7%，估算上半年电煤燃料成本同比下降10%左右。目前秦皇岛港口电煤价格同期下降幅度为21%-23%，上半年则下降5%-6%。公司电厂沿海装机比例较大，电煤价格的低位徘徊大幅降低了营业成本，保证上半年业绩高速增长。

◇ **费用逐步下降，控制效果进一步显现。**上半年公司的三费逐步下降，其中管理费用率和财务费用率较年初均下降0.1个百分点。管理费用和财务费用同比分别增长3.4%和-17.5%，费用控制效果明显，也为业绩的高速增长提供保障。资本结构方面，公司短、长期借款分别下降10.5%和19.4%，下降较快。使得公司资产负债率达73.9%，较2012年同期下降3个百分点，资本结构不断优化。

◇ **给予“谨慎推荐”评级。**我们预计公司2013-2014年基本每股收益0.59元和0.64元，对应PE分别为9.2倍和8.5倍，估值较低。维持“谨慎推荐”评级。

◇ **风险提示。**电价下调，用电需求回暖低于预期，来水丰裕现象延续，燃煤价格反弹

◇

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

研究助理：饶志

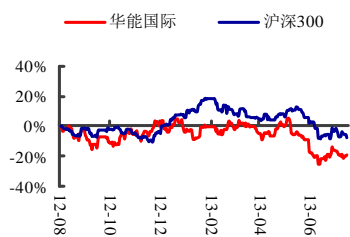
电话：0769-22119416

邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2013年07月30日

收盘价(元)	5.41
总市值(亿元)	760.40
总股本(百万股)	14,055.38
流通股本(百万股)	10,000
ROE(TTM)	16.67%
12月最高价(元)	6.88
12月最低价(元)	4.57

股价走势



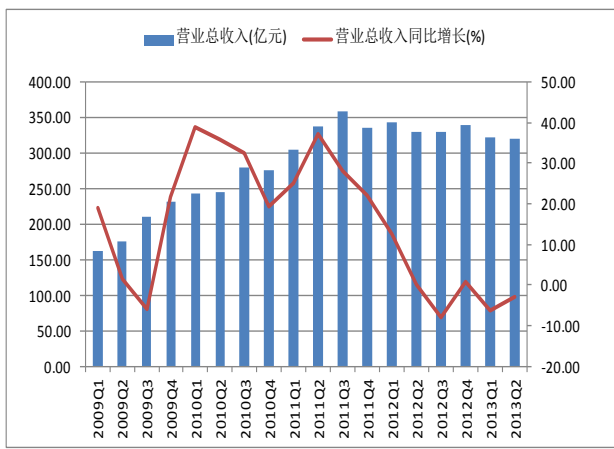
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

华能国际（600011）2012 年年报点评：成本和费用控制良好大幅提升盈利能力

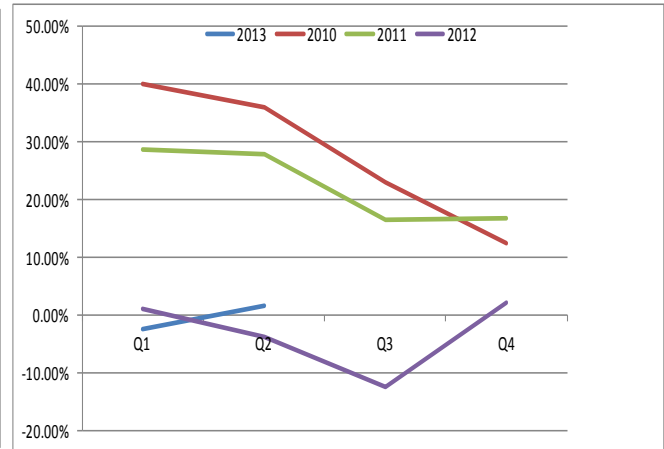
2013-3-20

图 1: 公司营业收入季度比较



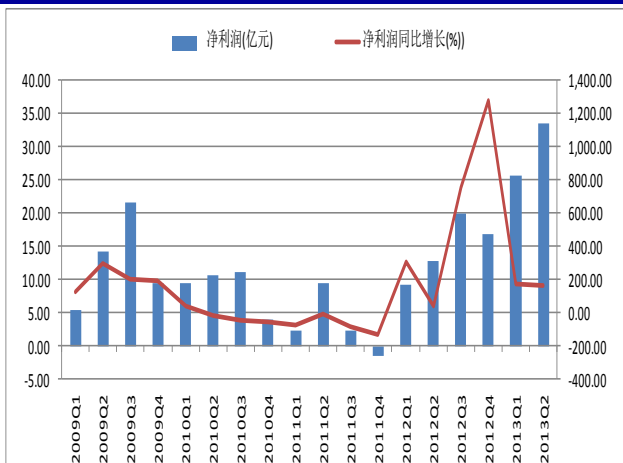
数据来源: 东莞证券研究所, 公司公告

图 2: 公司季度发电量增长情况



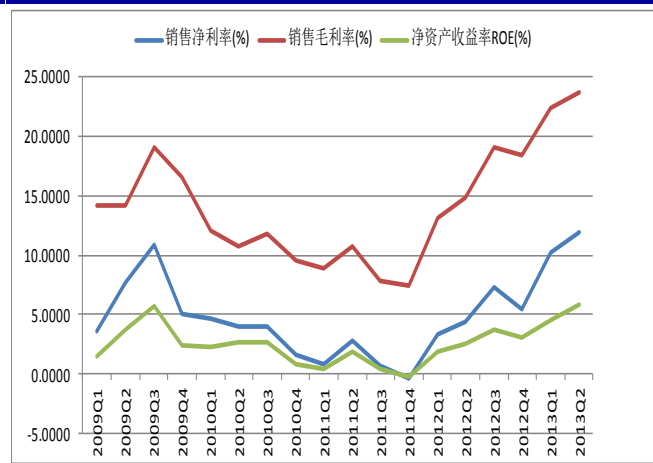
数据来源: 东莞证券研究所, 公司公告

图 3: 公司归属于母公司净利润季度比较



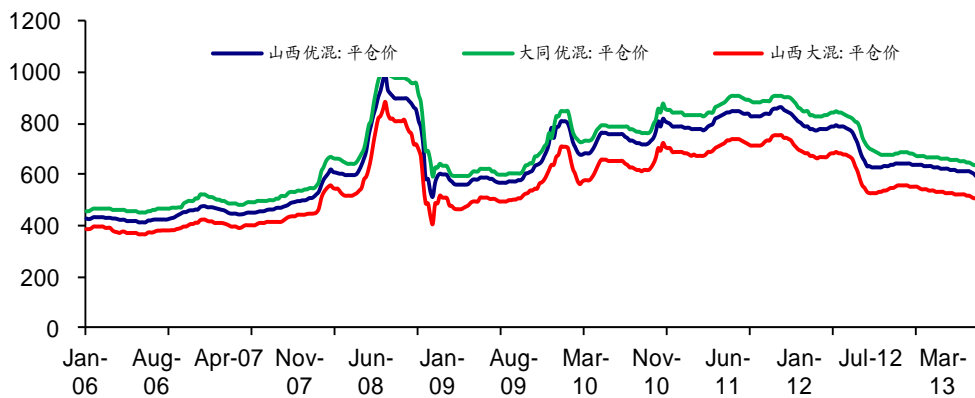
数据来源: 东莞证券研究所, wind

图 4: 公司盈利能力季度比较



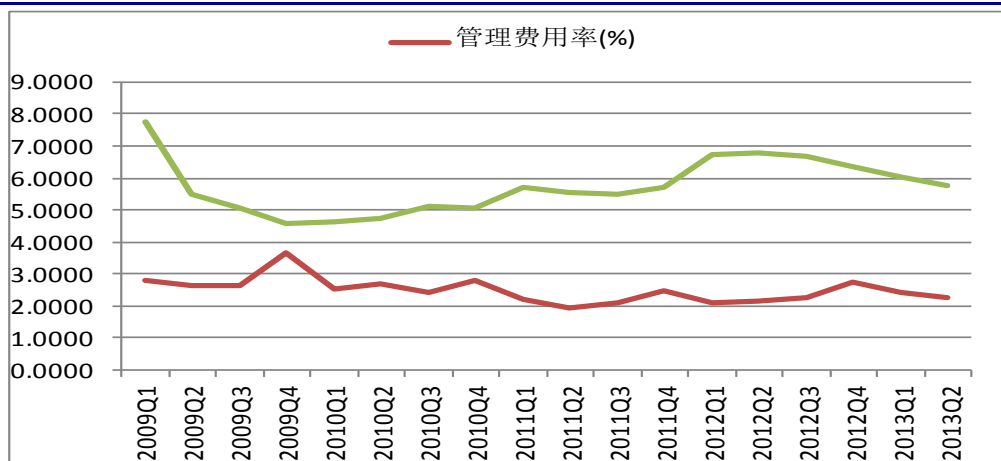
数据来源: 东莞证券研究所, wind

图 5: 环渤海各动力煤价格走势



数据来源: 东莞证券研究所, wind

图 6: 近年公司费用率变化情况



数据来源: 东莞证券研究所, wind

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn