

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 华能国际（600011.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2013.07.31

韦玮 煤炭电力行业分析师  
执业编号：S1500512030001  
联系电话：+86 10 63081423  
邮箱：weiwei@cindasc.com

谢从军 煤炭行业分析师  
执业编号：S1500511120001  
联系电话：+86 10 63081271  
邮箱：xiecongjun@cindasc.com

钟惠 研究助理  
联系电话：+86 10 63080934  
邮箱：zhonghui@cindasc.com

#### 相关研究

《华能国际深度报告：业绩改善空间仍然巨大》

2012.08.21

《华能国际（600011）1季度业绩超预期》

2013.04.24

《华能国际（600011）中期盈利超预期上升》

2013.07.31

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 盈利略超预期，关注煤电联动

### 2013年3季报点评

2013年10月23日

**事件：**2013年前3季度，公司实现营业收入992.38亿元，同比下降0.88%；归属于母公司股东的净利润91.87亿元，同比增长119.01%，对应EPS是0.65元，2013年1、2和3季度EPS分别为0.18元、0.24元和0.23元，3季度EPS略超我们此前预计的0.2元。

#### 点评：

➤ **同比看，燃料成本下降仍然是公司盈利大幅提高的主要原因。**2013年前3季度，公司发电量2339.53亿度，同比增长4.6%，特别是3季度公司机组出力良好，发电量单季度同比增加14.9%，和2011年的发电水平相近。虽然电量迅猛回升，但是由于部分高电价地区如江苏和山东等地区电量同比仍然有所下滑，因此2013年前3季度，公司营业收入基本和去年持平。

公司成本下降明显，受2013年前3季度燃煤成本低迷影响，公司营业成本总额754亿元，同比下降了10.7%或92亿元，成本的下降明显提高公司毛利率，2013年前3季度，公司毛利率为24.0%，同比提高了8.4个百分点，对应毛利润增加了82亿元。

2013年资金成本走低的环境下，公司前3季度财务费用较去年同期少支出了近11亿元，由于盈利恢复，公司所得税率恢复至25%左右，少数股东损益占利润比重基本和去年持平。

➤ **季度环比看，收入和毛利率环比提高基本符合电量和煤价变动趋势。**由于3季度公司整体电量环比2季度提高了12.4%，因此2季度收入环比也增加了10.2%；3季度公司毛利率继续小幅攀升2.3个百分点到25.9%，也符合3季度煤价变化情况。公司3季度收入和毛利率环比均有所提高的情况下，由于费用支出增加以及多计提了5个亿的资产减值损失，使得盈利环比变化不大。

➤ **盈利预测。**由于近期出台了《国家发展改革委关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价有关事项的通知》，公司电价水平有所下调，同时考虑公司全年电量增长水平超出我们的预期，我们仍然维持公司2013年EPS为0.82元的盈利预测，将2014年和2015年0.90元和1.00元EPS盈利预测下调至0.73元和0.83元。参考10月22日公司收盘价5.89元/股，2014年动态PE只有8倍。

➤ **从行业基本面来看，我们依然维持对公司的“买入”评级：**我们认为近期燃煤电价下调已经较为充分地释放了电价调整

对火电估值的压力，未来燃煤价格底部波动的概率大，此次电价调整后，火电行业将是盈利较为确定行业之一，从而电力股作为防御性品种，应该有较好市场表现；同时经过9月30日，煤电上网电价下调后，火电盈利基本恢复到较为合理的水平，因此一旦2014年1季度，煤电联动，电力行业电价调整幅度较低或者不调整，则电力股有望迎来较好的表现。

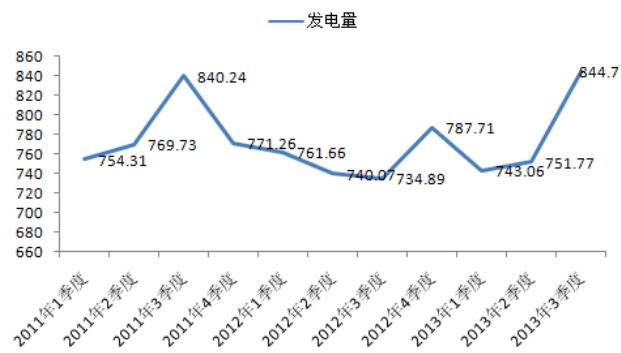
➤ **风险因素：**煤价上升，发电量严重下滑。

**公司报告首页财务数据**

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(亿元)	1,334.21	1,339.67	1,399.12	1,441.75	1,473.86
增长率 YoY %	27.91%	0.41%	4.44%	3.05%	2.23%
归属母公司净利润(亿元)	12.68	58.69	114.56	103.00	117.26
增长率 YoY%	-64.22%	362.74%	95.20%	-10.09%	13.85%
毛利率%	8.70%	16.30%	19.67%	17.91%	18.90%
净资产收益率 ROE%	2.46%	11.11%	18.03%	13.47%	13.40%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.42	0.82	0.73	0.83
市场一致预期 EPS(元)	--	--	-	-	-
市盈率 P/E(倍)	97	14	7	8	7
市净率 P/B(倍)	1.63	1.47	1.15	1.00	0.87

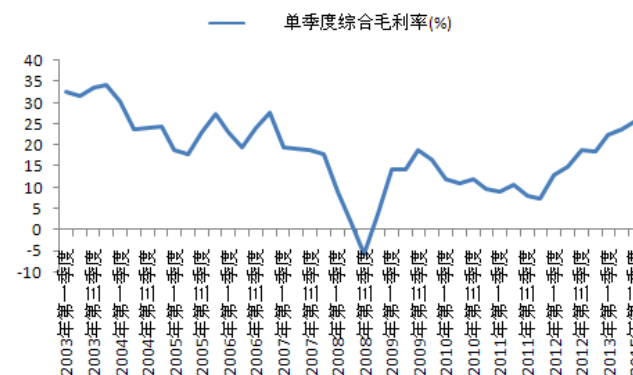
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2013年10月22日收盘价

图 1: 公司单季度发电量情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 公司单季度综合毛利率水平



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 资产负债表

单位:亿元 利润表

单位:亿元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	344.04	351.45	436.29	550.24	675.98
货币资金	86.70	106.24	192.28	297.39	418.78
应收票据	5.63	3.58	7.22	7.44	7.61
应收账款	148.14	149.42	146.57	151.04	154.40
预付账款	10.32	10.11	12.20	12.85	12.97
存货	75.26	70.22	66.15	69.65	70.34
其他	17.98	11.87	11.87	11.87	11.87
非流动资产	2,199.61	2,217.17	2,284.67	2,286.50	2,289.04
长期投资	140.08	156.53	156.53	156.53	156.53
固定资产	1,548.08	1,593.63	1,795.52	1,818.67	1,821.24
无形资产	102.07	103.62	97.36	95.00	92.65
其他	409.39	363.38	235.26	216.30	218.62
资产总计	2,543.65	2,568.62	2,720.96	2,836.74	2,965.02
流动负债	937.65	912.83	897.41	900.87	901.28
短期借款	439.79	274.42	274.42	274.42	274.42
应付账款	91.09	72.99	74.35	78.29	79.07
其他	406.77	565.41	548.64	548.16	547.79
非流动负债	1,024.41	1,006.61	1,006.61	1,006.61	1,006.61
长期借款	798.45	725.65	725.65	725.65	725.65
其他	225.96	280.96	280.96	280.96	280.96
负债合计	1,962.06	1,919.44	1,904.02	1,907.48	1,907.89
少数股东权益	80.85	93.37	103.74	113.07	123.68
归属母公司股东权益	500.75	555.81	713.20	816.19	933.46
负债和股东权益	2543.65	2568.62	2720.96	2836.74	2965.02

## 重要财务指标

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(亿元)	1,334.21	1,339.67	1,399.12	1,441.75	1,473.86
同比(%)	27.91%	0.41%	4.44%	3.05%	2.23%
归属母公司净利润(亿元)	12.68	58.69	114.56	103.00	117.26
同比(%)	-64.22%	362.74%	95.20%	-10.09%	13.85%
毛利率(%)	8.70%	16.30%	19.67%	17.91%	18.90%
ROE(%)	2.46%	11.11%	18.03%	13.47%	13.40%
每股收益(元)	0.09	0.42	0.82	0.73	0.83
P/E	97	14	7	8	7
P/B	1.63	1.47	1.15	1.00	0.87
EV/EBITDA	10.68	7.06	5.54	5.17	4.84

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,334.21	1,339.67	1,399.12	1,441.75	1,473.86
营业成本	1,218.17	1,121.37	1,123.98	1,183.51	1,195.25
营业税金及附加	4.84	6.72	7.00	7.21	7.37
营业费用	0.09	0.06	0.42	0.58	0.59
管理费用	29.16	30.87	32.18	33.16	33.90
财务费用	74.94	88.88	72.14	70.85	69.27
资产减值损失	3.65	8.72	4.02	3.74	3.88
公允价值变动收益	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.04	8.17	6.54	6.62	6.47
营业利润	11.39	91.21	165.93	149.31	170.07
营业外收入	13.78	6.94	2.15	2.15	2.15
营业外支出	1.69	3.88	1.51	1.70	1.71
利润总额	23.48	94.27	166.57	149.76	170.50
所得税	9.84	25.75	41.64	37.44	42.63
净利润	13.64	68.52	124.92	112.32	127.88
少数股东损益	0.96	9.84	10.37	9.32	10.61
归属母公司净利润	12.68	58.69	114.56	103.00	117.26
EBITDA	218.01	294.76	375.23	368.17	395.53
EPS(摊薄)	0.09	0.42	0.82	0.73	0.83

## 现金流量表

单位:亿元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	209.49	269.28	312.37	318.37	342.11
净利润	13.64	68.52	124.92	112.32	127.88
折旧摊销	119.00	110.90	134.93	144.68	151.29
财务费用	75.52	89.59	73.73	73.73	73.73
投资损失	-0.55	-7.92	-8.17	-6.54	-6.62
营运资金变动	5.82	-0.24	-18.24	-9.12	-7.83
其它	3.42	8.68	3.56	3.37	3.51
投资活动现金流	-216.65	-153.10	-151.41	-139.52	-146.98
资本支出	-167.03	-146.58	-157.95	-146.14	-153.46
长期投资	-32.20	6.80	6.54	6.62	6.47
其他	-17.42	-13.31	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	0.70	-98.17	-73.73	-73.73	-73.73
吸收投资	2.19	6.65	0.00	0.00	0.00
借款	-40.99	-405.96	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	110.72	101.05	73.73	73.73	73.73
现金净增加额	-8.74	19.53	87.23	105.11	121.39

## 煤炭电力行业研究小组

**谢从军**，煤炭行业分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心。曾任职于中信证券，从事交通运输行业研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

**韦玮**，2012 年初加盟信达证券研究开发中心。曾任职于天相投顾和中国民族证券，从事煤炭和电力行业研究。

**钟惠**，中国人民大学会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事煤炭、电力及公用事业行业研究。

## 电力行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
川投能源	600674	西昌电力	600505	长江电力	600900	华能国际	600011	郴电国际	600969
内蒙华电	600863	黔源电力	002039	文山电力	600995	乐山电力	600644	桂冠电力	600236

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixixin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。