

华能国际 A

一季报扣非净利润 33 亿元，维持“买入”

14 年一季度实现扣非净利润 33.4 亿元

扣除中国政府为华能新加坡业务补助的 3.47 亿元（税后），14Q1 华能国际实现扣非净利润 33.4 亿元，分别占我们全年盈利预测和市场一致预期的 26% 和 30%。业绩大幅增长主要来自国内电力业务，单位燃料成本同比下降 5.4% 且发电量增长 4%，抵消了新加坡业务税前利润同比大幅下滑 98% 至 400 万元带来的负面影响。

管理层看好国内电力行业，我们当前盈利预测已考虑电价下调

管理层重申对国内电力行业的乐观态度，他们预计电力需求增速将继续保持平稳，煤炭市场供大于求仍将持续，因此煤价有望保持相对温和。公司认为煤价跌幅已超过 5%，因此可能会下调电价，但目前仍未从政府方面得到任何消息。我们当前的盈利预测已假设 14 年 10 月 1 日起，煤电联动使得电价下调 4.4%。

重申“买入”，电力行业首选

我们重申对华能的“买入”评级。由于 13 年底并未进行煤电联动，我们预计市场一致预期有可能上调。我们认为任何电价下调都将被煤价下跌抵消，因此影响中性。而且我们不认为政府会大幅调整电价，历史上看政府都会给予发电厂比较合理的回报，1994 年起电厂的 ROE 都超过了 11%（煤价过高的 2008-11 年除外）。另一方面，电力公司也需要一定现金流来保证新建煤电和可再生能源机组的正常投资。

估值：维持目标价 7.50 元

我们维持盈利预测，基于 DCF 估值方法和 6.8% 的 WACC 假设，得到目标价 7.50 元。维持“买入”评级。

Equities

中国

电力生产和供应业

12 个月评级 **买入**
12 个月目标价 **Rmb7.50**
股价 **Rmb5.34**

路透代码: 600011.SS 彭博代码 600011 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb7.17-4.61
市值	Rmb78.7 十亿/US\$12.6 十亿
已发行股本	10,500 百万 (ORDA)
流通股比例	31%
日均成交量(千股)	19,900
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb99.5
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb70.0 十亿
市净率 (12/14E)	1.1x
净债务 / EBITDA	4.0x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	0.91	0.80
12/15E	0.71	0.82
12/16E	0.77	0.77

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	133,056	133,967	133,833	133,312	134,980	142,496	150,676	157,368
息税前利润(UBS)	8,741	18,221	26,457	27,148	22,744	23,734	25,102	26,267
净利润 (UBS)	1,075	6,460	12,186	12,843	9,982	10,851	11,996	13,064
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.08	0.46	0.87	0.91	0.71	0.77	0.85	0.93
每股股息 (Rmb)	0.05	0.21	0.38	0.41	0.32	0.35	0.38	0.42
现金 / (净债务)	(158,525)	(156,893)	(146,367)	(156,574)	(167,385)	(165,476)	(153,368)	(139,042)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	6.6	13.6	19.8	20.4	16.9	16.7	16.7	16.7
ROIC (EBIT) (%)	4.6	8.9	13.0	12.9	10.1	10.1	10.7	11.5
EV/EBITDA(core)x	9.9	7.8	6.0	5.7	6.6	6.4	5.9	5.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	67.7	13.2	6.9	5.8	7.5	6.9	6.3	5.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(11.4)	4.9	20.6	(2.6)	(2.9)	10.7	23.8	27.4
净股息收益率(%)	1.0	3.5	6.4	7.7	6.0	6.5	7.2	7.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 04 月 24 日 18 时 56 分的股价(Rmb5.34)得出。

投资主题

华能国际 A

投资理由

华能国际是一家纯粹的火电公司，公司的各项盈利指标均领先于行业内其他火电公司，且有望长期保持，在装机规模、资产质量、管理水平等方面公司也领先于同业。我们认为，公司不存在多元化风险，因此预计公司在煤价下跌的大周期中受益最大，业绩回升最快；而且随着中国用电需求增速下降，公司很可能会减少投资从而降低杠杆、改善资产负债表。公司可能的下行风险来自大士能源，新加坡当地新投机组会导致竞争加剧，影响大士的市场份额和盈利。我们目前2014-15年的盈利预测比市场一致预期高14%/低13%，目标价的推导基于DCF估值方法（假设WACC为6.8%），目标价对应2014年PE为8.2倍。

乐观情景

如果2014/15年秦皇岛煤炭现货价均为500元/吨，而合同价存在10-20元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为8.10元。

悲观情景

如果2014/15年秦皇岛煤炭现货价均为560元/吨，而合同价存在10-20元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为6.70元。

近期催化剂

- 1、电价下调幅度可能低于预期；
- 2、发电小时或止跌回升。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb7.50

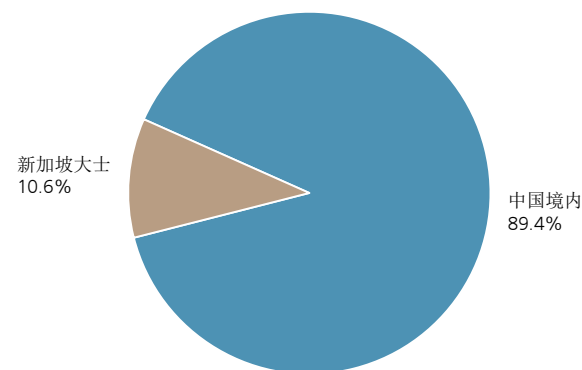
公司简介

华能国际（隶属于华能集团）是中国大陆最大的上市独立发电商，旗下电厂分布于15个省。公司1994年首先在纽约证交所上市，目前在香港和上海两地挂牌交易。08年上半年公司收购了位于新加坡的大士能源100%权益。2012年年底，总权益装机容量约为56.6吉瓦（包括大士能源）。

行业展望

国内经济增速放缓导致用电需求增长趋稳，我们认为这将有助于电力公司改善现金流、修复资产负债表。2012年底发布的煤电联动机制如落实，我们预计电力公司盈利将更趋平稳。

2013年收入的地区结构(%)



来源: 公司数据

分地区的净利润

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
中国境内	5,307	11,744	12,472	9,587	10,433
大士能源	1,154	442	371	394	418
合计	6,460	12,186	12,843	9,982	10,851

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

一季报回顾

14 年一季度公司实现净利润 36.8 亿元，同比增长 44%，其中包括了一次性的税前政府补助 4.62 亿元（税后为 3.47 亿元），主要是为公司新加坡业务提供的补助。

公司表示上述补助是中国政府为投资海外的企业所设立的，这次则是为了补贴华能为其新加坡业务进行贷款所发生的利息支出，与近期大士能源利润率的下滑无关。

管理层认为这次补贴是一次性的，至于今年是否还会得到类似补助，需要公司继续与政府沟通并视政策变化情况而定，但目前看来可能性很小。

2012 年 7 月商务部发布了有关为中国企业投资海外提供财政支持的政策，包括直接补助（例如前期费用和保险费用）和利息费用补助（针对为海外投资进行的融资活动），并在企业获得所有批文后下发。

扣除这次补助的 3.47 亿元（税后），公司 14Q1 扣非净利润为 33.4 亿元，同比增长 31%。业绩增长主要来自单位燃料成本同比下降 5.4% 和国内发电量同比增长 4%，但部分被新加坡业务税前利润同比大幅减少 98% 至 400 万元所抵消。

一季度业绩具体情况详见图表 1。

管理层展望

国内电力业务

管理层重申了对中国电力行业的乐观态度。过去煤企大量投资建设的新产能已完全释放，但随着中国经济增速放缓，电力需求也将开始温和增长，因此公司预计煤炭市场供过于求将持续，且煤价保持平稳。

公司认为在夏季用电高峰期，电力供给仍比较紧张，尤其是在华北和华东地区。我们认为这将有助于利用率的回升和煤电装机的增长，因为政府将意识到煤电增长过慢可能导致用电紧张。

管理层表示，对资产减值的测试一般在年末进行，目前并未测算 14 年可能计提的减值，但计划关停山东沾化的一处小型煤电，账面价值约 3.5 亿元。

新加坡电力业务

针对新加坡电力市场，公司表示当地竞争激烈且电力供给大于需求的局面将持续，与我们此前的看法一致。

2013 年底，新加坡当地拥有 10GW 的装机规模，但平均需求仅 5GW（高峰期为 6GW），备用率已达到 60%。华能管理层表示今年一季度又有 2GW 投产，当地总装机和备用率目前分别为 12GW 和 90%。

我们相信这已使得新加坡电力市场出现恶性循环。由于高效，拥有新投产机组的公司将获得一定市场份额，并促使其他公司建设更多高效机组以重新占据市场。因此即便现在新加坡的电力供给已然过剩，仍有不断增加的可能性。

同时，我们认为新加坡政府减少固定合同占比也可能导致竞争进一步加剧。过去，新加坡电力市场有 55%是以固定合同的形式，其电价随燃料油价格波动，剩下的 45%则开放竞争，而当地三大电企（大士能源、YTL PowerSeraya 和 Seneko）只竞标固定合同。

但我们认为这种局面将会改变，因为当地政府已决定进一步开放市场，继 13 年下半年将固定合同占比由 55%降至 50%，今年则继续降至 40%。这不但吸引了过去没有市场份额的新进入者，也可能使得电力公司以低于固定合同的价格展开竞争，因为电力供应不存在差异化。这些可能导致利润率下滑。

另一方面，固定合同的价格在 2012-13 年也有所下滑，主要是由于油价降低，且低效燃油机组退役导致过去确定的合同价失效。2013 年，固定合同的利润率趋于正常，因为燃机的单位发电成本低于燃油，且新加坡所有燃油机组均已退役。今年一季度，边际利润已从 44.77 新加坡元/千千瓦时同比下降 36% 至 28.4 新加坡元/千千瓦时。

图表 1: 华能国际 2014Q1 业绩概况

单位: 百万元人民币	Q114	Q113	变化	变化率	UBSe FY2014	Q1 占比
营业收入	32,825	32,136	689	2%	133,312	25%
国内	29,355	28,491	864	3%	119,946	24%
大士	3,470	3,645	(175)	-5%	13,366	26%
营业支出	(25,670)	(25,974)	304	-1%	(106,164)	24%
国内	(22,340)	(22,612)	272	-1%	(93,692)	24%
燃料费用	(16,270)	(16,561)	291	-2%	(64,882)	25%
折旧	(2,689)	(2,596)	(93)	4%	(10,987)	24%
其他营业支出	(3,381)	(3,455)	74	-2%	(17,824)	19%
新加坡	(3,330)	(3,362)	32	-1%	(12,472)	27%
燃料费用	(3,075)	(3,091)	16	-1%	(11,370)	27%
折旧	(187)	(173)	(14)	8%	(699)	27%
其他营业支出	(68)	(98)	30	-31%	(403)	17%
经常性EBIT	7,155	6,162	993	16%	27,148	26%
国内	7,015	5,879	1,136	19%	26,253	27%
大士	140	283	(143)	-51%	894	16%
应占合营/联营公司收益	208	98	110	112%	732	28%
财务费用	(1,847)	(1,934)	87	-4%	(7,287)	25%
其他营业外净收入	550	39	511	1301%	175	314%
税前利润	6,066	4,366	1,700	39%	20,768	29%
国内	5,600	4,201	1,399	33%	20,321	28%
大士	4	165	(161)	-98%	447	1%
非经常性	462	-	-	-	-	-
所得税	(1,502)	(1,076)	(426)	40%	(5,365)	28%
少数股东损益	(881)	(737)	(144)	20%	(2,559)	34%
净利润	3,683	2,554	1,129	44%	12,843	29%
经常性净利润	3,336	2,554	783	31%	12,843	26%
发电量 (百万千瓦时)	77,285	74,306	2,979	4%	326,639	24%
其中: 煤电	74,635	71,760	2,875	4%	310,954	24%
厂用电率	6%	6%			6%	
上网电量 (百万千瓦时)	72,936	70,205	2,731	4%	308,397	24%
平均电价 (元/千瓦时)	0.385	0.385	0.000	0%	0.356	
平均煤电电价 (元/千瓦时)	0.381	0.381	(0.001)	0%	0.370	
平均供电燃煤成本 (元/千瓦时)	(0.220)	(0.235)	0.014	-6%	(0.206)	
点火价差 (元/千瓦时)	0.160	0.146	0.014	9%	0.165	

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

华能国际 A (60011.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	133,056	133,967	133,833	133,312	-0.4	134,980	1.3	142,496	150,676	157,368
毛利	33,896	44,509	55,069	57,060	3.6	54,568	-4.4	57,670	61,301	64,375
息税折旧摊销前利润(UBS)	20,608	29,254	37,751	38,834	2.9	35,057	-9.7	36,750	38,873	40,642
折旧和摊销	(11,867)	(11,033)	(11,294)	(11,686)	3.5	(12,313)	5.4	(13,016)	(13,771)	(14,375)
息税前利润(UBS)	8,741	18,221	26,457	27,148	2.6	22,744	-16.2	23,734	25,102	26,267
联营及投资收益	774	326	342	907	165.1	840	-7.3	849	981	998
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(7,570)	(8,722)	(7,617)	(7,287)	4.3	(7,730)	-6.1	(7,844)	(7,705)	(7,306)
例外项目(包括商誉)	99	(948)	(1,759)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,044	8,877	17,423	20,768	19.2	15,855	-23.7	16,738	18,377	19,959
税项	(869)	(2,510)	(4,523)	(5,365)	-18.6	(4,054)	24.4	(3,976)	(4,350)	(4,739)
税后利润	1,175	6,366	12,900	15,403	19.4	11,801	-23.4	12,762	14,027	15,220
优先股股息及少数股权	(1)	(854)	(2,474)	(2,559)	-3.4	(1,820)	28.9	(1,911)	(2,031)	(2,156)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,174	5,512	10,426	12,843	23.2	9,982	-22.3	10,851	11,996	13,064
净利润(UBS)	1,075	6,460	12,186	12,843	5.4	9,982	-22.3	10,851	11,996	13,064
税率(%)	42.5	28.3	26.0	25.8	-0.5	25.6	-1.0	23.8	23.7	23.7
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.08	0.46	0.87	0.91	5.4	0.71	-22.3	0.77	0.85	0.93
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.08	0.39	0.74	0.91	23.2	0.71	-22.3	0.77	0.85	0.93
EPS(UBS, 基本)	0.08	0.46	0.87	0.91	5.4	0.71	-22.3	0.77	0.85	0.93
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.21	0.38	0.41	8.2	0.32	-22.3	0.35	0.38	0.42
每股账面价值	3.62	3.99	4.44	4.98	12.0	5.28	6.0	5.73	6.23	6.78
平均股数(稀释后)	14,055.38	14,055.38	14,055.38	14,055.38	0.0	14,055.38	0.0	14,055.38	14,055.38	14,055.38
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	8,553	10,505	9,433	5,777	-38.8	1,140	-80.3	2,886	3,644	7,756
其他流动资产	27,865	25,581	24,754	25,264	2.1	25,811	2.2	26,541	27,380	28,438
流动资产总额	36,417	36,086	34,187	31,041	-9.2	26,952	-13.2	29,427	31,025	36,194
有形固定资产净值	177,968	177,014	181,415	195,662	7.9	208,780	6.7	213,309	209,150	202,858
无形固定资产净值	22,136	22,799	21,086	21,086	0.0	21,086	0.0	21,086	21,086	21,086
投资/其他资产	20,895	23,201	25,544	26,704	4.5	27,634	3.5	28,478	28,909	29,345
总资产	257,416	259,100	262,233	274,494	4.7	284,453	3.6	292,300	290,170	289,483
应付账款和其他短期负债	27,220	21,646	27,419	25,171	-8.2	25,179	0.0	26,499	28,327	29,897
短期债务	69,378	71,949	71,560	74,569	4.21	77,404	3.80	77,330	72,117	67,425
流动负债总额	96,598	93,594	98,979	99,740	0.8	102,583	2.9	103,828	100,443	97,322
长期债务	97,700	95,450	84,240	87,783	4.2	91,121	3.8	91,033	84,896	79,373
其它长期负债	3,561	4,096	3,821	3,821	0.0	3,821	0.0	3,821	3,821	3,821
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	197,858	193,140	187,040	191,343	2.3	197,525	3.2	198,682	189,160	180,515
普通股股东权益	50,883	56,130	62,451	69,953	12.0	74,155	6.0	80,514	87,627	95,293
少数股东权益	8,675	9,830	12,742	13,197	3.6	12,773	-3.2	13,104	13,383	13,674
负债和权益总计	257,416	259,100	262,233	274,494	4.7	284,453	3.6	292,300	290,170	289,483
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	1,174	5,512	10,426	12,843	23.2	9,982	-22.3	10,851	11,996	13,064
折旧和摊销	11,867	11,033	11,294	11,686	3.5	12,313	5.4	13,016	13,771	14,375
营运资本变动净值	534	(176)	5,932	(3,601)	-	771	-	669	614	124
其他营业性现金流	(688)	2,346	5,950	2,254	-62.1	(554)	-	707	1,415	1,737
经营性现金流	12,887	18,715	33,602	23,183	-31.0	22,511	-2.9	25,242	27,796	29,300
有形资本支出	(20,428)	(14,807)	(16,134)	(25,195)	-56.2	(24,759)	1.7	(16,811)	(9,053)	(7,711)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(1,684)	(1,231)	(1,434)	(750)	-	(540)	-	(450)	0	0
投资性现金流	(22,112)	(16,038)	(17,568)	(25,945)	-47.7	(25,299)	2.5	(17,261)	(9,053)	(7,711)
已付股息	(2,807)	(703)	(2,952)	(5,341)	-81.0	(5,779)	-8.2	(4,492)	(4,883)	(5,398)
股份发行/回购	67	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	99	205	438	(2,104)	-	(2,244)	-6.62	(1,581)	(1,752)	(1,865)
债务及优先股变化	10,855	(681)	(11,598)	6,552	-	6,174	-5.77	(163)	(11,350)	(10,214)
融资性现金流	8,215	(1,179)	(14,112)	(894)	93.7	(1,849)	-106.9	(6,236)	(17,985)	(17,477)
现金流量中现金的增加/(减少)	(1,011)	1,497	1,922	(3,656)	-	(4,637)	-26.8	1,746	758	4,112
外汇/非现金项目	138	455	(2,994)	0	-	0	-100.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(874)	1,953	(1,072)	(3,656)	-241.1	(4,637)	-26.8	1,746	758	4,112

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

华能国际 A (600011.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	62.0	15.4	8.1	5.8	7.5	6.9	6.3	5.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	67.7	13.2	6.9	5.8	7.5	6.9	6.3	5.7
股价/每股现金收益	5.6	4.9	3.6	3.1	3.4	3.1	2.9	2.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(11.4)	4.9	20.6	(2.6)	(2.9)	10.7	23.8	27.4
净股息收益率(%)	1.0	3.5	6.4	7.7	6.0	6.5	7.2	7.8
市净率	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.9	7.8	6.0	5.7	6.6	6.4	5.9	5.6
企业价值/息税前利润(核心)	23.4	12.5	8.6	8.2	10.2	9.9	9.1	8.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	11.3	8.6	6.7	6.4	7.6	7.4	6.8	6.6
企业价值/运营投入资本	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	66,267	79,050	84,933	78,651	78,651	78,651	78,651	78,651
净债务 (现金)	145,507	157,709	151,630	151,470	161,980	166,430	159,422	159,422
少数股东权益	8,656	9,253	11,286	12,970	12,985	12,938	13,243	13,529
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	220,430	246,011	247,849	243,091	253,615	258,019	251,316	251,601
- 非核心资产	(15,889)	(17,650)	(19,790)	(20,750)	(21,480)	(22,123)	(22,354)	(22,590)
核心企业价值	204,541	228,362	228,059	222,341	232,135	235,896	228,962	229,011
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	27.5	0.7	-0.1	-0.4	1.3	5.6	5.7	4.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	7.9	42.0	29.0	2.9	-9.7	4.8	5.8	4.6
息税前利润(UBS)	1.0	108.4	45.2	2.6	-16.2	4.4	5.8	4.6
每股收益(UBS 稀释后)	-68.8	NM	88.6	5.4	-22.3	8.7	10.5	8.9
每股股息净值	-75.0	NM	81.0	8.2	-22.3	8.7	10.5	8.9
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	25.5	33.2	41.1	42.8	40.4	40.5	40.7	40.9
息税折旧摊销前利润率	15.5	21.8	28.2	29.1	26.0	25.8	25.8	25.8
息税前利润率	6.6	13.6	19.8	20.4	16.9	16.7	16.7	16.7
净利 (UBS) 率	0.8	4.8	9.1	9.6	7.4	7.6	8.0	8.3
ROIC (EBIT)	4.6	8.9	13.0	12.9	10.1	10.1	10.7	11.5
税后投资资本回报率	1.4	6.5	9.8	9.4	7.4	7.6	8.1	8.6
净股东权益回报率(UBS)	2.1	12.1	20.6	19.4	13.9	14.0	14.3	14.3
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	7.7	5.4	3.9	4.0	4.8	4.5	3.9	3.4
净债务/总权益	266.2	237.9	194.7	188.3	192.6	176.8	151.8	127.6
净债务/(净债务 + 权益)	72.7	70.4	66.1	65.3	65.8	63.9	60.3	56.1
净债务/企业价值	77.5	68.7	64.2	70.4	72.1	70.1	67.0	60.7
资本支出 / 折旧 %	172.1	134.2	142.9	NM	NM	129.2	65.7	53.6
资本支出/营业收入(%)	15.4	11.1	12.1	18.9	18.3	11.8	6.0	4.9
息税前利润/净利息	1.2	2.1	3.5	3.7	2.9	3.0	3.3	3.6
股息保障倍数 (UBS)	1.5	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
股息支付率 (UBS) %	65.3	45.7	43.8	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	133,056	133,967	133,833	133,312	134,980	142,496	150,676	157,368
总计	133,056	133,967	133,833	133,312	134,980	142,496	150,676	157,368
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	8,741	18,221	26,457	27,148	22,744	23,734	25,102	26,267
总计	8,741	18,221	26,457	27,148	22,744	23,734	25,102	26,267

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+40.4%
预测股息收益率	7.7%
预测股票回报率	+48.1%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+38.6%

风险声明

华能国际的主要下行风险包括：高于预期的煤价、环境成本、债务偿还或电厂建设成本、以及低于预期的电价或电厂利用率。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：徐颖真；郁威。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华能国际 A ¹⁶	600011.SS	买入	不适用	Rmb5.36	2014 年 04 月 23 日

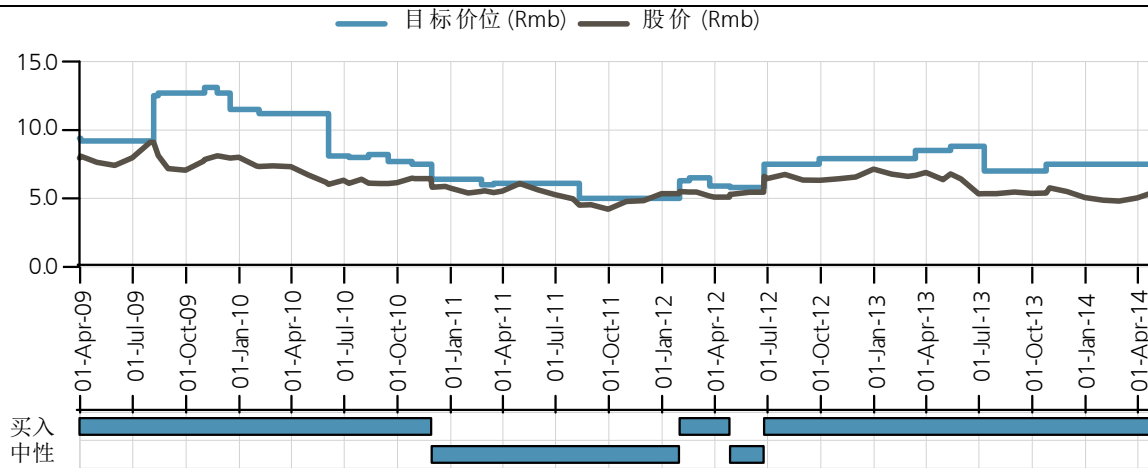
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

16. UBS Securities LLC 为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

华能国际 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 23 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

