

华能国际(600011)2014年中报点评

## 煤价低位运行, 业绩持续增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 2014年1-6月, 公司实现营业收入646.06亿元, 同比增长0.85%; 营业利润111.45亿元, 同比增长18.92%; 归属母公司所有者净利润67.02亿元, 同比增长13.70%; 每股收益0.48元。
- **发电量小幅增长, 收入基本持平。** 公司是国内装机容量最大的火电企业。截止2014年6月底, 公司可控发电装机容量达到66,888兆瓦, 其中清洁能源(水电、风电、燃机)比例达到9.34%。上半年, 公司境内电厂累计完成发电量1,517.39亿千瓦时, 同比增长1.51%, 完成全年发电计划的47%, 利用小时为2,374小时, 同比下降24小时。公司收入基本持平。
- **上半年煤价低位运行, 公司毛利率持续提升。** 公司90%左右为火电机组, 受益于上半年煤价维持低位, 公司燃料成本同比下降3.10%, 电力及热力业务毛利率同比上升2.24个百分点, 达到25.48%, 综合毛利率也提升2.52个百分点, 达到25.53%的新高。我们预计短期内煤价仍将维持低位, 后续随着宏观经济逐渐好转, 煤价或有逐步回升, 届时公司毛利率将逐渐回落。
- **境内业务稳定增长, 新加坡业务下滑。** 上半年公司境内收入571.53亿元, 同比增长2.06%, 境外收入72.39亿元, 同比减少2.80%。公司全资拥有的新加坡大士能源有限公司登布苏二期A项目发电机组投产(容量32.5兆瓦), 大士能源上半年累计发电量市场占有率为21.6%, 同比增加了0.7个百分点。后续公司将进一步加强国际化运营组织管理, 提升国际化运营能力, 加强新加坡大士电厂和登布苏项目开发 and 运营, 公司在新加坡发电市场的份额和竞争力有望提升。
- **集团常规能源业务整合平台, 未来资产注入可期。** 公司上市以来, 控股股东华能集团累计注入运营机组的权益发电装机容量超过1,500万千瓦, 并参与了历次公司的股权融资, 累计注入约60亿元人民币现金。今年6月份, 华能集团做出承诺, 将公司作为集团常规能源业务最终整合的唯一平台, 并将在2016年底之前将符合条件的非上市资产注入公司。根据该承诺, 公司未来仍有较大规模的优质资产注入预期。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.84元、0.82元和0.82元, 对应最新收盘价6.19元计算, 动态市盈率分别为7.3倍、7.5倍和7.5倍。公司作为国内火电龙头企业, 资产质量、盈利能力均居于行业前列, 未来具有资产注入预期, 且将受益于国企及电力改革, 目前公司估值水平较低, 防御性好, 具有较高投资价值, 维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 煤价上涨; 煤电联动下调电价; 发电小时数下降。

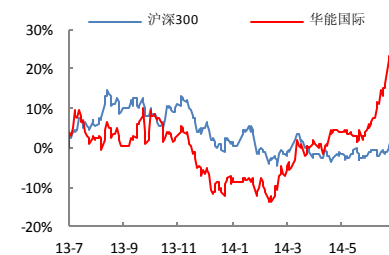
| 指标年度          | 2013A     | 2014E     | 2015E     | 2016E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 133832.87 | 135188.63 | 139000.94 | 143541.61 |
| 增长率           | -0.10%    | 1.01%     | 2.82%     | 3.27%     |
| 归属母公司净利润(百万元) | 10520.13  | 11870.36  | 11545.43  | 11542.39  |
| 增长率           | 79.26%    | 12.83%    | -2.74%    | -0.03%    |
| 每股收益EPS(元)    | 0.75      | 0.84      | 0.82      | 0.82      |
| 净资产收益率ROE     | 17.04%    | 17.54%    | 15.72%    | 14.57%    |
| PE            | 8.27      | 7.33      | 7.54      | 7.54      |
| PB            | 1.41      | 1.29      | 1.18      | 1.10      |

数据来源: 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王恭哲  
执业证号: S1250513060003  
电话: 010-57631225  
邮箱: wgz@swsc.com.cn  
研究助理: 王颖婷  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 140.55    |
| 流通A股(亿股)    | 105       |
| 52周内股价区间(元) | 4.28-6.29 |
| 总市值(亿元)     | 870.03    |
| 总资产(亿元)     | 2636.49   |
| 每股净资产(元)    | 4.52      |

### 相关研究

**附：财务预测表（单位：百万元）**

| 资产负债表            | 2013A         | 2014E         | 2015E         | 2016E         | 利润表           | 2013A        | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 6745          | 22982         | 23630         | 24402         | 营业收入          | 133833       | 135189       | 139001       | 143542       |
| 应收和预付款项          | 16791         | 17570         | 17774         | 18740         | 减:营业成本        | 102865       | 102103       | 106030       | 110567       |
| 存货               | 6469          | 6922          | 6984          | 7517          | 营业税金及附加       | 1044         | 1054         | 1084         | 1120         |
| 其他流动资产           | 681           | 681           | 681           | 681           | 营业费用          | 9            | 9            | 9            | 10           |
| 长期股权投资           | 1795194       | 1860194       | 1925194       | 1990194       | 管理费用          | 3433         | 3468         | 3566         | 3682         |
| 投资性房地产           | 0             | 0             | 0             | 0             | 财务费用          | 7523         | 7817         | 8114         | 7971         |
| 固定资产和在建工程        | 182540        | 188863        | 194385        | 199108        | 资产减值损失        | 1456         | 1456         | 1456         | 1456         |
| 无形资产和开发支出        | 10350         | 9870          | 9389          | 8909          | 加:投资收益        | 851          | 850          | 850          | 850          |
| 其他非流动资产          | 461           | 461           | 461           | 461           | 公允价值变动损益      | -6           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>256674</b> | <b>280561</b> | <b>287092</b> | <b>294254</b> | 其他经营损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款             | 37937         | 51986         | 49905         | 47320         | <b>营业利润</b>   | <b>18348</b> | <b>20130</b> | <b>19591</b> | <b>19586</b> |
| 应付和预收款项          | 23103         | 24090         | 24094         | 25234         | 加:其他非经营损      | -699         | -699         | -699         | -699         |
| 长期借款             | 8424022       | 8424022       | 8424022       | 8424022       | <b>利润总额</b>   | <b>17649</b> | <b>19432</b> | <b>18892</b> | <b>18887</b> |
| 其他负债             | 2758          | 2758          | 2758          | 2758          | 减:所得税         | 4545         | 4645         | 4510         | 4509         |
| <b>负债合计</b>      | <b>182629</b> | <b>197665</b> | <b>195587</b> | <b>194143</b> | 净利润           | 13104        | 14786        | 14381        | 14378        |
| 股本               | 14055         | 14055         | 14055         | 14055         | 减:少数股东损益      | 2584         | 2916         | 2836         | 2835         |
| 资本公积             | 16663         | 16663         | 16663         | 16663         | 归属母公司股东净      | 10520        | 11870        | 11545        | 11542        |
| 留存收益             | 31030         | 36965         | 42738         | 48509         | <b>现金流量表</b>  | <b>2013A</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |
| 归属母公司股东权益        | 61748         | 67683         | 73456         | 79227         | 经营性现金净流量      | 39647        | 36434        | 37115        | 37602        |
| 少数股东权益           | 12297         | 15213         | 18049         | 20884         | 投资性现金净流量      | -19054       | -20324       | -20324       | -20324       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>74045</b>  | <b>82896</b>  | <b>91504</b>  | <b>100111</b> | 筹资性现金净流量      | -22240       | 128          | -16143       | -16506       |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>256674</b> | <b>280561</b> | <b>287092</b> | <b>294254</b> | <b>现金流量净额</b> | <b>-1756</b> | <b>16237</b> | <b>648</b>   | <b>772</b>   |

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn