2014 年 07 月 31 日

许椰惜
C0064@capital.com.tw

目标价(元) 7.0RMB/10.0HKD

华能国际(600011/0902.HK) Buy/买入

半年报点评:成本下降提升盈利水平

公司基本信息

产业别	公用事业
A 股价(2014/7/30)	5.91
上证综指(2014/7/30)	2181.24
股价 12 个月高/低	6.26/4.61
总发行股数(百万)	14055.38
A 股数(百万)	10500.00
A 市值(亿元)	830.67
主要股东	华能国际电力开发公司(36.05%)
每股净值(元)	4.52
股价/账面净值	1.31

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	11.1	19.5	17.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-03-20	7.08	买入
2013-04-24	6.50	买入

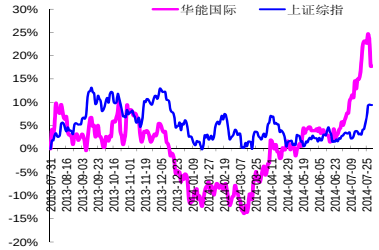
产品组合

电力及热力	99.7%
港口服务	0.2%
运输服务	0.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.5%
一般法人	71.8%
财务公司	1.2%

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司今日发布 14H1 业绩报告,报告期实现收入 646.06 亿元(YOY+0.85%),实现净利润 67.02 亿元(YOY+13.7%)。单季度看,公司 2Q 实现净利润 30.20 亿元(YOY-9.62%),2Q 业绩同比下降一方面是由于 2Q 发电量同比下降约 1%,另一方面是公司营业外支出 3.56 亿元,同比上升 128.95%,主要是由于固定资产报废同比增加。下半年公司发电量将提速,燃料成本保持低位,再加上 13 年下半年基数较低,净利润增速有望明显提高。

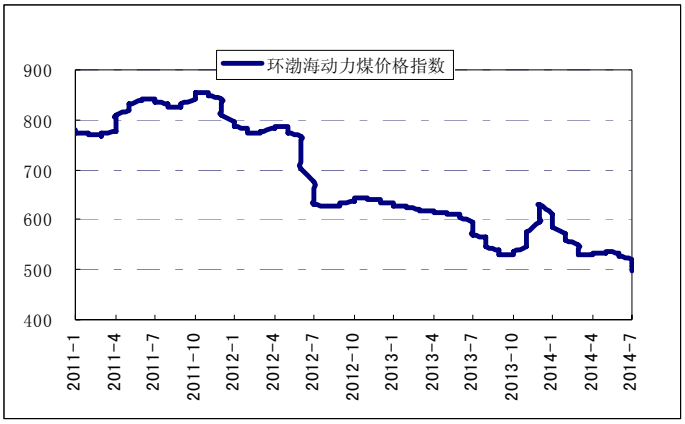
我们预估公司 14、15 全年发电量 YOY+4.0%、5.0%,预计 15 年上网电价下调 4%。基于此种预测,我们预计公司 14 年、15 年净利润 147.30 亿元(YOY+40.0%)、121.91 亿元(YOY-17.23%),EPS1.04、0.87 元,当前 A 股股价对应 14 年动态 PE 为 6X,H 股 7X。考虑业绩增长的确定性,且公司作为发电企业龙头,将受益于沪港通,当前动态估值有修复机会,维持 A、H 股"买入"建议;A 股目标价 7.0 元(对应 14 年动态 PE 7X),H 股目标价 10.0HK$(对应 14 年动态 PE 8X)。

- **发电量低速增长,成本下降,使净利润增长明显:**公司 H1 发电量 1517.39 亿千瓦时(YOY+1.51%)。上半年全社会用电量同比增长 5.9%,公司发电增速低于全国平均增速,主要是公司火电机组的发电量受到西电东送以及核电、水电机组发电量的挤压。但燃料成本下降(H1 燃料成本同比下降 5%),H1 公司毛利率为 25.48%,比去年同期提高 2.24%,费用率为 8.1%,同比下降 0.1%,使得净利润增长 13.70%。
- **成本端有望继续保持低位:**煤炭价格自 2012 年下半年以来大幅下跌,14 年 H1 环渤海动力煤价格下跌 16.6%,目前仍难看到复苏迹象,预计下半年煤炭价格将继续保持低位,公司预计全年煤炭采购成本降幅约为 5%,毛利率有望维持高位。
- **下半年进入用电旺季,社会用电量有望提升,公司发电量也将提速:**夏季高温到来,居民和第三产业用电负荷将大幅攀升,增速高于工业用电量增速。公司全年计划完成发电量 3250 亿千瓦时,同比增速为 2.37%,上半年累计完成全年发电计划的 47%,下半年发电量将提速。公司 15 年新增装机投产容量增加 6%,我们预计公司 14、15 全年发电量 YOY+4.0%、5.0%。
- **2015 年上网电价下调 4%,净利润同比下降 17.23%:**目前,煤电联动已具备条件,15 年上网电价下调是大概率事件。我们预估上网电价下调 4%,公司 15 年净利润 121.91 亿元,同比下降 17.23%。
- **沪港通提升高股息率蓝筹股估值:**自沪港通意见发布以来,公司明显受资金青睐,引发一波估值修复行情,自 4 月份至昨日股价累计上涨约 20%。展望未来,我们认为公司作为高股息率的公用事业股,目前股价对应 15 年动态 PE 仅 7X(已经考虑上网电价下调因素),估值仍具有安全边际,且股息率达 5%,沪港通正式开通后公司仍有望是境外资金的重要配置品种,估值有继续提升的空间。
- **盈利预测:**我们预估公司 14、15 全年发电量 YOY+4.0%、5.0%,上网电价下调 4%,预计 14 年、15 年净利润 147.30 亿元(YOY+40.0%)、121.91 亿元(YOY-17.23%),EPS1.04、0.87 元,当前 A 股股价对应 14 年动态 PE 为 6X,H 股 7X。考虑业绩增长的确定性,且公司作为发电企业龙头,将受益于沪港通,当前动态估值有修复机会,维持 A、H 股"买入"建议;A 股目标价 7.0 元(对应 14 年动态 PE 7X),H 股目标价 10.0HK$(对应 14 年动态 PE 8X)

.....接续下页.....

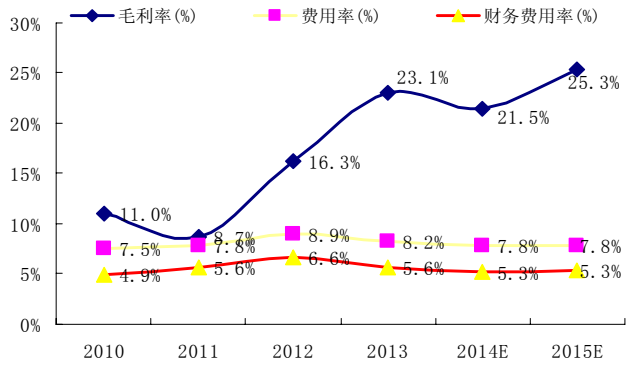
年度截止 12 月 31 日		2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	1268.25	5868.65	10520.13	14729.89	12191.25
同比增减	%	-64.22%	362.74%	79.26%	40.02%	-17.23%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.090	0.418	0.748	1.048	0.867
同比增减	%	-64.22%	362.74%	79.26%	40.02%	-17.23%
A 股市盈率(P/E)	X	65.39	14.13	7.88	5.63	6.80
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.200	0.400	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	0.00%	3.39%	6.78%	5.08%	5.08%

图表一： 环渤海动力煤价格走势图 单位：元/吨



数据源：Wind，群益证券(2014/07)

图表二： 公司毛利率、费用率走势 单位：%



数据源：Wind，群益证券(2014/7)

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
营业收入	133,421	133,967	133,833	141,657	142,790
经营成本	121,817	112,137	102,865	105,060	108,593
营业税金及附加	484	672	1,044	1,099	1,229
销售费用	9	6	9	8	8
管理费用	2,916	3,087	3,433	3,492	3,650
财务费用	7,494	8,888	7,523	7,709	7,929
资产减值损失	365	872	1456	1300	1400
投资收益	804	817	851	1,112	830
营业利润	1,139	9,121	18,348	25,001	28,170
营业外收入	1,378	694	449	892	683
营业外支出	169	388	1,148	619	385
利润总额	2,348	9,427	17,649	25,273	28,468
所得税	984	2,575	4,545	6,568	7,259
少数股东损益	96	984	2,584	3,976	4,472
归属于母公司所有者的净利润	1,268	5,869	10,520	14,730	12,192

附二：合并资产负债表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
货币资金	8,670	10,625	11,899	13,327	14,927
应收帐款	14,814	14,942	16,437	18,080	19,888
存货	7,526	7,022	8,286	9,778	11,538
流动资产合计	34,404	35,145	41,547	46,724	52,586
长期投资净额	14,008	15,653	17,219	18,941	20,835
固定资产合计	154,808	159,363	181,674	207,108	236,103
在建工程	22,165	17,947	19,024	20,166	21,376
无形资产	219,961	221,717	267,964	302,761	342,232
资产总计	254,365	256,862	309,511	349,484	394,818
流动负债合计	93,765	91,283	104,975	120,721	138,830
长期负债合计	102,441	100,661	96,635	92,769	89,058
负债合计	196,206	191,944	201,610	213,490	227,888
少数股东权益	-	-	11,468	12,621	14,555
股东权益合计	50,075	55,581	96,434	123,373	152,375
负债和股东权益总计	254,365	256,862	309,511	349,484	394,818

附三：合并现金流量表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	20,949	26,928	32,314	38,776	46,532
投资活动产生的现金流量净额	-21,665	-15,310	-15,003	-14,703	-14,409
筹资活动产生的现金流量净额	70	-9,817	-16,035	-22,645	-30,523
现金及现金等价物净增加额	-646	1,802	1,275	1,428	1,599

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。