

2014 年 10 月 30 日

许椰惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

4.6RMB/6.7HKD

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2014/10/29)	3.93
上证综指(2014/10/29)	2373.03
股价 12 个月高/低	4.14/2.84
总发行股数(百万)	8807.29
A 股数(百万)	5880.06
A 市值(亿元)	346.13
主要股东	中国华电集团公司(50.04%)
每股净值(元)	3.41
股价/账面净值	1.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.0 7.7 28.4

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

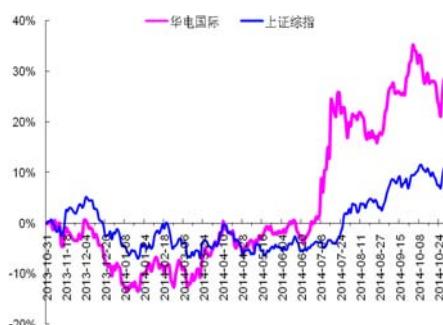
产品组合

售电	93.2%
供热	5.2%
售煤	1.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.3%
一般法人	4.4%

股价相对大盘走势



华电国际(600027/1071.HK)

Buy/买入

三季报点评：盈利能力持续增强

结论与建议：

公司今日发布 14 年三季报，1-3Q 实现收入 507.31 亿元(YOY+2.90%)，实现净利润 42.51 亿元(YOY+45.45%)。单季度看，公司 3Q 实现净利润 15.73 亿元(YOY+28.07%)。净利润较大幅度上升的主要原因在于煤价降低及发电量增加，公司主营业务的盈利能力提升。

我们预估 14 年、15 年净利润 57.57 亿元(YOY+39.11%)、63.59 亿元(YOY+10.44%)，EPS0.78、0.86 元，当前 A 股股价对应 14 年动态 PE 仅为 5X，H 股为 6X。考虑业绩增长的确定性，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 4.70 元(对应 14 年动态 PE 6X)，H 股目标价 6.90HK\$(对应 14 年动态 PE 7X)。

■ **1-3Q 实现净利润 42.51 亿元(YOY+45.45%)：**公司 1-3Q 实现收入 507.31 亿元(YOY+2.90%)，实现净利润 42.51 亿元(YOY+45.45%)。单季度看，公司 2Q 实现净利润 15.73 亿元(YOY+28.07%)。净利润较大幅度上升的主要原因在于煤价降低及发电量增加，公司主营业务的盈利能力提升。

■ **发电量增加 3.79%，拉动营收同比增长：**公司 1-3Q 累计完成发电量 1348.31 亿千瓦时(YOY+3.79%)，完成年度发电量计划 1860 亿千瓦时的 72.49%。今年下半年以来，受全国经济增速放缓以及凉夏的影响，全社会用电量增速大幅下降，公司的发电量增速因此有所下降，3Q 公司发电量比去年同期下降了 2.6%。公司所在的主要服务区域山东、宁夏、安徽(占总发电量的四分之三左右)用电需求较为稳定，机组利用小时数与去年基本持平。四季度北方进入供热旺季，公司预计今年 4Q 发电量有望超过三季度，业绩增长大有信心。

■ **燃料成本下降，拉动毛利率提升：**1-3Q 公司毛利率为 25.34%，比去年同期提升了 2.48 个百分点，单季度来看，3Q 毛利率为 26.7%，同比提升 1.9 个百分点。毛利率提升的原因主要是煤炭成本下降，前三季度标煤单价同比下降了 11.6%。上网电价于 9 月份开始下调 0.8 分钱，折合标煤单价约为 25 元/吨，远小于煤价实际下降的幅度，预计毛利率仍能维持高位。

■ **参股沧州核电专案公司，丰富能源结构：**公司与中国核电、河北建投共同出资设立中核华电河北核电有限公司，公司持股 39%，主要进行沧州核电项目的建设。按照规划，一期建设 2 台 1000MW AP 核电机组，远期建设 6 台 1000MW AP 核电机组。该专案属于京津翼污染的控制工程，有望获得国家支援，目前已获发改委路条，明年内核准的可能性大。

■ **装机规模不断扩大，资产注入可期：**截至目前，公司控股总装机容量为 37570 兆瓦左右，未来装机规模将不断扩大。今年新增投产机组 300 万千瓦左右，主要以火电为主，2015 年为 200 万左右，以风电、燃气为主，2016 年为 260 万左右，以火电为主。公司预计到 2020 年，包括母公司的资产注入，新增装机容量将以每年 10% 的速度增长。

■ **盈利预测：**我们预估 14 年、15 年净利润 57.57 亿元(YOY+39.11%)、63.59 亿元(YOY+10.44%)，EPS0.78、0.86 元，当前 A 股股价对应 14 年动态 PE 仅为 5X，H 股为 6X。考虑业绩增长的确定性，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 4.70 元(对应 14 年动态 PE 6X)，H 股目标价 6.90HK\$(对应 14 年动态 PE 7X)。

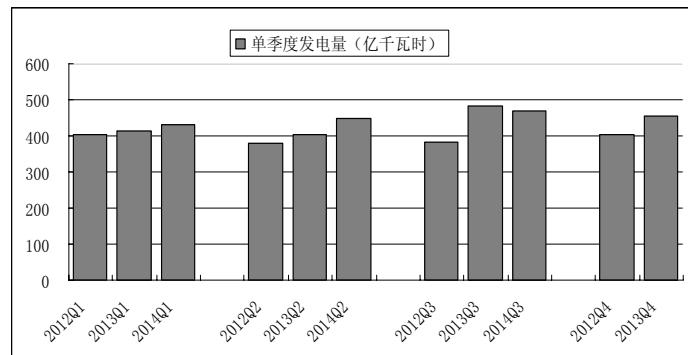
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	79.19	1417.70	4138.61	5757.02	6358.60
同比增减	%	-61.90%	1690.25%	191.92%	39.11%	10.45%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.011	0.192	0.561	0.781	0.863
同比增减	%	-61.90%	1690.25%	191.92%	39.11%	10.45%
A 股市盈率(P/E)	X	365.81	20.43	7.00	5.03	4.56
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.065	0.225	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	0.00%	1.65%	5.73%	7.63%	7.63%

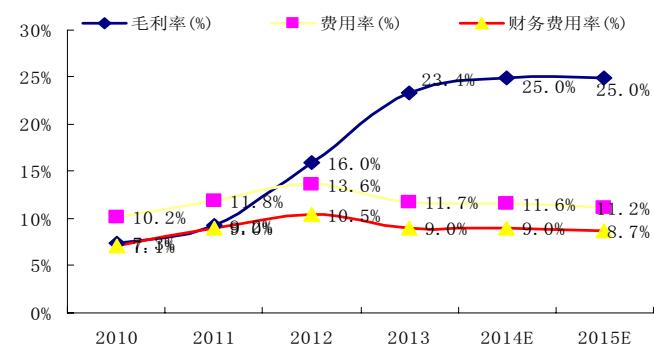
图表一：公司发电量、上网电量

图表二：公司毛利率、费用率走势

单位: 亿千瓦时



资料来源: Wind, 群益证券(2014/10)



资料来源: Wind, 群益证券(2014/10)

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
营业收入	54,491	59,490	66,625	69,675	73,732
经营成本	49,465	49,968	51,042	52,270	55,297
营业税金及附加	209	268	450	531	537
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	1,520	1,843	1,764	1,782	1,812
财务费用	4,925	6,223	6,019	6,271	6,415
资产减值损失	-13	225	528	11	17
投资收益	1,282	1,104	509	737	740
营业利润	-334	2,067	7,331	9,547	10,394
营业外收入	531	757	475	403	480
营业外支出	21	208	586	227	235
利润总额	177	2,615	7,220	9,723	10,639
所得税	32	698	1,565	2,067	2,315
少数股东损益	66	499	1,517	1,638	1,965
归属于母公司所有者的净利润	79	1,418	4,139	5,757	6,359

附二：合并资产负债表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
货币资金	2,474	3,103	2,953	3,249	3,573
应收帐款	4,926	6,614	7,349	8,818	9,700
存货	2,778	3,383	3,156	3,472	3,819
流动资产合计	13,002	17,159	16,912	19,911	21,902
长期投资净额	10,726	10,305	10,646	11,178	11,737
固定资产合计	89,252	106,881	110,463	113,777	117,190
在建工程	13,993	11,671	14,704	16,174	17,791
无形资产	135,377	147,412	155,906	163,699	170,183
资产总计	148,379	164,571	172,818	183,610	192,084
流动负债合计	54,004	56,413	62,119	68,331	75,164
长期负债合计	70,729	80,514	77,159	84,874	93,362
负债合计	124,733	136,926	139,278	153,205	168,526
少数股东权益	7,542	8,343	10,580	11,240	10,420
股东权益合计	16,104	19,302	22,960	19,164	13,138
负债和股东权益总计	148,379	164,571	172,818	183,610	192,084

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	6,733	12,283	21,886	39,394	47,273
投资活动产生的现金流量净额	-13,182	-16,408	-14,186	-13,902	-13,624
筹资活动产生的现金流量净额	7,325	5,065	-7,840	-25,197	-33,324
现金及现金等价物净增加额	876	940	-140	295	325

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劵(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。此份报告内容之资料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j @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j @。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。