

2015年2月10日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元) 8.5RMB/10.2HKD

华能国际(600011/0902.HK)

Buy/买入

主营业务盈利确定，分红收益率高

结论与建议：

由于全社会用电量增速回落，以及公司部分地区的火电机组受西电东送和水电的挤压，公司2014年度发电量同比降低7.27%，但由于煤炭价格下跌，毛利率提升，公司仍保持着较好的盈利能力。

预计14年、15年净利润123.92亿元(YOY+17.80%)、112.42亿元(YOY-9.28%)，EPS0.88、0.80元，当前A股股价对应14年、15年动态PE为8X、9X，H股8X、9X。公司作为国内最大的发电企业，装机规模雄厚，盈利能力确定，股息率高达5%以上，且自电价下调消息出来后A股股价已下跌11%，H股下跌18%，我们认为利空消息基本反映完毕，故维持A、H股“买入”建议；A股目标价8.5RMB(对应15年动态PE10X)，H股目标价10.2HK\$(对应15年动态PE10X)。

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2015/2/9)	7.19
上证综指(2015/2/9)	3095.12
股价12个月高/低	9.36/4.61
总发行股数(百万)	14420.38
A 股数(百万)	10500.00
A 市值(亿元)	1036.83
主要股东	华能国际电力开发公司(36.05%)
每股净值(元)	4.80
股价/账面净值	1.50
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-12.5 13.6 55.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-04-24	6.50	买入
2014-07-31	5.91	买入

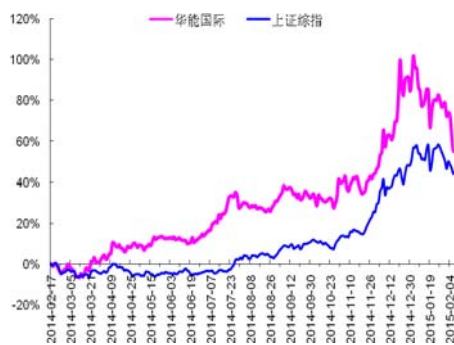
产品组合

电力及热力	100%
-------	------

机构投资者占流通A股比例

基金	7.5%
一般法人	71.8%

股价相对大盘走势



■ **发电量同比下降7.27%**：公司2014年完成发电量2943.88亿千瓦时，同比降低7.27%，完成售电量2775.38亿千瓦时，同比降低7.49%。发电量下降的主要原因包括：一是2014年我国经济增速放缓，盛夏气温偏低，全社会用电量增速连续回落；二是全国多条自西向东的特高压线路投产，公司在东南地区火电机组发电量受挤压；三是西南地区水电大发，外送上海、浙江、江苏、广东负荷中心，以及辽宁、福建大型核电机组陆续投产，挤压了公司在上述地区的火电机组。

■ **煤炭价格下跌，助毛利率提升**：自去年年初开始，煤价大幅下跌，直至四季度才有所企稳。受益于煤价下跌，公司毛利率不断提升，前三季度公司毛利率为25.6%，同比提升了1.6个pct，我们预估全年毛利率为25.4%，同比提升2.3个pct。目前，2015年煤电长协谈判基本落定，以季度定价，5500大卡动力煤一季度基准价为520元/吨，针对大客户优惠10元/吨，预计2015年公司毛利率仍能维持在较高的水准。

■ **上网电价或将下调，2015年利润受影响**：近日有消息传出，上网电价或将近期再度下调，下调幅度由各地物价局依照煤电联动规则核定。最高幅度为0.03元/千瓦时，远高于上次电价下调的0.009元/千瓦时，将对公司的利润造成一定的影响。我们假设上网电价下调0.015元/千瓦时，并于二季度实施，以此测算将减少公司2015年净利润20亿左右，但若煤价今年受压走低，将削减上网电价下调对公司利润造成的影响。

■ **盈利预测**：公司前三季度实现收入946.27亿元(YOY-4.65%)，净利润99.96亿元(YOY+8.80%)。预计14年、15年净利润123.92亿元(YOY+17.80%)、112.42亿元(YOY-9.28%)，EPS0.88、0.80元，当前A股股价对应14年、15年动态PE为8X、9X，H股8X、9X。公司作为国内最大的发电企业，装机规模雄厚，盈利能力确定，股息率高达5%以上，且自电价下调消息出来后A股股价已下跌11%，H股下跌18%，我们认为利空消息基本反映完毕，故维持A、H股“买入”建议；A股目标价8.5RMB(对应15年动态PE10X)，H股目标价10.2HK\$(对应15年动态PE10X)。

..... 接续下页

年度截止12月31日		2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1268.25	5868.65	10520.13	12392.31	11242.42
同比增减	%	-64.22%	362.74%	79.26%	17.80%	-9.28%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.090	0.418	0.748	0.882	0.800
同比增减	%	-64.22%	362.74%	79.26%	17.80%	-9.28%
A 股市盈率(P/E)	X	79.68	17.22	9.61	8.15	8.99
股利(DPS)	RMB 元	0.050	0.200	0.380	0.400	0.400
股息率(Yield)	%	0.70%	2.78%	5.29%	5.56%	5.56%

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	133,421	133,967	133,833	126,002	126,392
经营成本	121,817	112,137	102,865	92,590	96,132
营业税金及附加	484	672	1,044	952	1,010
销售费用	9	6	9	4	4
管理费用	2,916	3,087	3,433	3,274	3,367
财务费用	7,494	8,888	7,523	7,351	7,263
资产减值损失	365	872	1,456	811	800
投资收益	804	817	851	1,387	850
营业利润	1,139	9,121	18,348	21,022	18,669
营业外收入	1,378	694	449	935	683
营业外支出	169	388	1,148	655	385
利润总额	2,348	9,427	17,649	21,303	18,967
所得税	984	2,575	4,545	5,539	4,843
少数股东损益	96	984	2,584	3,372	2,882
归属于母公司所有者的净利润	1,268	5,869	10,520	12,392	11,242

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	9,433	10,565	11,833
应收帐款	14,814	14,942	14,807	16,287	17,916
存货	7,526	7,022	6,469	7,633	9,007
流动资产合计	34,404	35,145	33,524	39,124	43,968
长期投资净额	14,008	15,653	17,952	19,747	21,722
固定资产合计	154,808	159,363	160,926	183,456	209,140
在建工程	22,165	17,947	18,878	20,010	21,211
无形资产	219,961	221,717	226,751	274,477	309,964
资产总计	254,365	256,862	260,275	313,600	353,932
流动负债合计	93,765	91,283	97,183	111,760	128,524
长期负债合计	102,441	100,661	89,048	85,486	82,066
负债合计	196,206	191,944	186,230	197,246	210,590
少数股东权益	8,085	9,337	12,297	11,325	13,048
股东权益合计	50,075	55,581	61,748	105,029	130,294
负债和股东权益总计	254,365	256,862	260,275	313,600	353,932

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	40,239	48,287	57,945
投资活动产生的现金流量净额	-21,665	-15,310	-19,054	-18,673	-18,300
筹资活动产生的现金流量净额	70	-9,817	-22,240	-28,482	-38,377
现金及现金等价物净增加额	-646	1,802	-1,055	1,132	1,268

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益证券(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。