

2015年3月25日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

9.5RMB/10.5HKD

华能国际(600011/0902.HK)

Buy/买入

2014年业绩增0.24%，主要受减值拖累

结论与建议：

公司今日发布2014年年报，报告期内实现营业收入1254.07亿元，YOY-6.3%，实现净利润105.46亿元，YOY+0.24%，扣非后实现净利润105.74亿元，YOY-8.93%。单季度来看，公司4Q实现净利润5.5亿元，YOY-58.7%，主要是因为4Q比去年同期多计提了9亿的减值损失。公司同时公布2014年分红预案，每10股派息3.8元。

预计公司15、16年分别实现净利润111.34亿元(YOY+5.58%)、119.52亿元(YOY+7.35%)，EPS0.79、0.85元，当前A股对应15、16年动态PE 11X、10X，H股9X、9X，给予A股和H股“买入”建议。

■ **受减值拖累，全年净利润增0.24%**：公司2014年营业收入较上年同期减少6.30%，主要因为上网电量下降。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%，主要是受到全社会用电量需求疲软，以及水电、外送电挤压的影响，导致火电发电量下降。而公司4Q计提了17亿的资产减值损失，导致全年的净利润同比仅增0.24%。

■ **单位燃料成本下降，毛利率上升**：由于煤炭价格下跌，公司境内电厂全年售电单位燃料成本同比下降了7.96%，同时平均供电煤耗下降了1.52克/千瓦时，电力毛利率为25%，同比增加1.85个pct。各项费用与上年同期基本持平。目前煤价仍处于低位，环渤海动力煤价格已接近去年最近水准478元/吨，预计2015年公司毛利率仍能维持在较高的水准。

■ **装机规模雄厚**：截至2014年末公司可控发电装机容量为7048万千瓦，其中清洁能源比例为12.08%，公司规划到2015年底，可控发电装机容量将突破8000万千瓦，同比增加13.5%。公司电源结构以火电机组为主，其中超过50%是60万千瓦以上的大型机组，包括12台已投产的世界最先进的百万千瓦等级的超超临界机组，约占全国的1/4，公司在环保和发电效率方面都处于行业领先水准。

■ **盈利预测**：公司公布2014年分红预案，每10股派息3.8元。中电协预计2015年全社会用电量有一定的回升，增速在4%-5%。但今年上网电价下调，我们预计公司15、16年分别实现净利润111.34亿元(YOY+5.58%)、119.52亿元(YOY+7.35%)，EPS0.79、0.85元，当前A股对应15、16年动态PE 11X、10X，H股为9X、8X，给予A股和H股“买入”建议。

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2015/3/25)	8.40
上证综指(2015/3/25)	3691.41
股价 12 个月高/低	9.36/4.97
总发行股数(百万)	14420.38
A 股数(百万)	10500.00
A 市值(亿元)	1211.31
主要股东	华能国际电力开发公司(35.14%)
每股净值(元)	4.80
股价/账面净值	1.75
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	12.1 -0.7 75.9

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

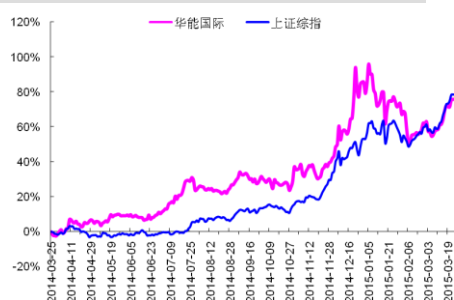
产品组合

电力及热力	100%
-------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.7%
一般法人	83.0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2,012	2,013	2,014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	5868.65	10520.13	10545.76	11133.90	11952.06
同比增减	%	362.74%	79.26%	0.24%	5.58%	7.35%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.418	0.748	0.750	0.792	0.850
同比增减	%	362.74%	79.26%	0.24%	5.58%	7.35%
A 股市盈率(P/E)	X	20.12	11.22	11.20	10.60	9.88
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.380	0.380	0.400	0.400
股息率(Yield)	%	2.38%	4.52%	4.52%	4.76%	4.76%

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	2,012	2,013	2,014	2015F	2016F
营业收入	133,967	133,833	125,407	132,516	139,142
经营成本	112,137	102,865	94,010	101,358	106,426
营业税金及附加	672	1,044	932	1,059	1,112
销售费用	6	9	4	4	4
管理费用	3,087	3,433	3,588	3,760	3,713
财务费用	8,888	7,523	7,664	7,998	8,225
资产减值损失	872	1,456	2,122	800	800
投资收益	817	851	1,424	1,355	1,430
营业利润	9,121	18,348	18,552	18,896	20,296
营业外收入	694	449	985	683	683
营业外支出	388	1,148	662	385	385
利润总额	9,427	17,649	18,875	19,194	20,594
所得税	2,575	4,545	5,511	4,909	5,265
少数股东损益	984	2,584	2,818	3,151	3,376
归属于母公司所有者的净利润	5,869	10,520	10,546	11,134	11,952

附二：合并资产负债表

百万元	2,012	2,013	2,014	2015F	2016F
货币资金	10,625	9,433	12,608	14,121	15,816
应收帐款	14,942	14,807	14,076	15,483	17,031
存货	7,022	6,469	6,702	7,909	9,332
流动资产合计	35,145	33,524	36,592	42,557	47,869
长期投资净额	15,653	17,952	17,382	19,120	21,032
固定资产合计	159,363	160,926	169,744	193,508	220,600
在建工程	17,947	18,878	17,015	18,035	19,117
无形资产	221,717	226,751	235,573	283,639	310,203
资产总计	256,862	260,275	272,165	326,196	358,072
流动负债合计	91,283	97,183	102,294	117,638	135,284
长期负债合计	100,661	89,048	86,451	82,993	79,673
负债合计	191,944	186,230	188,745	200,631	214,957
少数股东权益	9,337	12,297	-	12,025	12,997
股东权益合计	55,581	61,748	69,198	113,540	130,117
负债和股东权益总计	256,862	260,275	272,165	326,196	358,072

附三：合并现金流量表

百万元	2,012	2,013	2,014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	26,928	40,239	33,320	39,984	47,981
投资活动产生的现金流量净额	-15,310	-19,054	-19,086	-18,704	-18,330
筹资活动产生的现金流量净额	-9,817	-22,240	-11,279	-19,767	-27,956
现金及现金等价物净增加额	1,802	-1,055	2,955	1,513	1,695

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。