

2015年10月21日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元) 12.0RMB/13.0HKD

公司基本资讯

产业别	公用事业		
A 股价(2015/10/21)	9.10		
上证综指(2015/10/21)	3320.68		
股价 12 个月高/低	14.08/5.91		
总发行股数(百万)	14420.38		
A 股数(百万)	10500.00		
A 市值(亿元)	955.50		
主要股东	华能国际电力开发公司(35.14%)		
每股净值(元)	5.17		
股价/账面净值	1.76		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.8	-18.8	53.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-04-22	9.54	买入
2015-03-25	8.50	买入

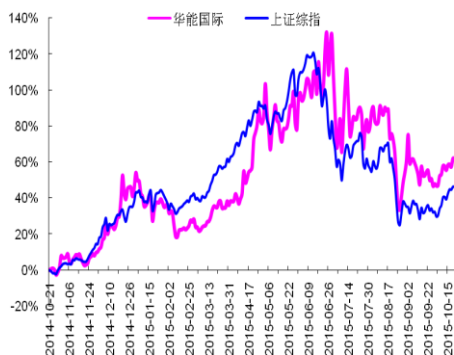
产品组合

电力及热力	100%
-------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.1%
一般法人	83.0%

股价相对大盘走势



华能国际(600011/0902.HK)

Buy/买入

受益煤价下跌, 业绩增长符合预期

结论与建议:

公司今日发布 2015 年三季报, 报告期内实现营业收入 972.49 亿元, YOY-7.98%, 实现净利润 132.35 亿元, YOY+16.74%。单季度来看的话, 3Q 实现净利润 41.76 亿元, YOY+11.21%。

我们预计公司 15、16 年分别实现净利润 149.94 亿元(YOY+25.83%)、168.81 亿元(YOY+12.58%), EPS1.067、1.20 元, 当前 A 股对应 15、16 年动态 PE 9X、8X, H 股 7X、6X, 维持 A 股和 H 股“买入”建议。

- **电力需求不振, 营收下降:** 前三季度, 公司境内电厂累计完成发电量 2410 亿千瓦时, 同比增长 8.05%, 累计完成售电量 2271 亿千瓦时, 同比增长 7.72%, 主要来自公司 2014 年向母公司收购电厂以及新投产机组的贡献, 同一口径下发电量同比下降 7%左右。前三季度公司境内各运行电厂平均上网电价为 446.68 元/兆瓦时, 同比下降 1.48%。发电量下降、上网电价下调, 导致公司营收同比下降 7.98%。
- **多因素导致发电量同比下降:** 公司前三季度发电量同比下降, 主要是因为: 一是我国经济增速放缓, 经济结构转型深入, 全社会用电量增速回落; 二是全国多条自西向东送电的特高压线路投产, 挤占了河南, 上海、江苏、浙江和广东等东南沿海地区火电机组的发电空间, 公司在该区域火电机组占比较高, 受影响程度较大; 三是今年入夏以来, 气温凉爽, 制冷负荷下降; 四是辽宁、福建、浙江的核电机组投产, 冲击了该地区火电机组的发电量。
- **单位燃料成本下降, 毛利率上升:** 公司净利润同比较大幅度增长的主要原因是, 煤价自年初以来持续走低, 公司燃料成本下降。截至 9 月 30 日, 环渤海动力煤平均价格指数已下跌了 129 元/吨, 跌幅为 25%。燃煤价格下跌带来的收益, 完全可以覆盖当期上网电价下调的损失, 故公司毛利率有所提升, 1-3Q 毛利率为 30.34%, 同比提升了 4 个 pct。三项费用率为 8.96%, 同比基本持平。
- **盈利预测:** 公司可控发电装机容量超过 8 万千瓦, 居国内行业可比公司第一, 在环保和发电效率方面都处于行业领先水准。目前煤炭价格仍无反转趋势, 公司的盈利水平有望继续维持。我们预计公司 15、16 年分别实现净利润 149.94 亿元(YOY+25.83%)、168.81 亿元(YOY+12.58%), EPS1.067、1.20 元, 当前 A 股对应 15、16 年动态 PE 9X、8X, H 股 7X、6X, 维持 A 股和 H 股“买入”建议。

..... 接续下页 .....

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	11916.70	14994.36	16880.90
同比增减	%	362.74%	79.26%	13.28%	25.83%	12.58%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.418	0.748	0.848	1.067	1.201
同比增减	%	362.74%	79.26%	13.28%	25.83%	12.58%
A 股市盈率(P/E)	X	18.70	10.43	9.21	7.32	6.50
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.380	0.380	0.400	0.400
股息率(Yield)	%	2.56%	4.87%	4.87%	5.12%	5.12%

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	126,507	138,166
经营成本	112,137	102,865	94,010	87,909	95,205
营业税金及附加	672	1,044	932	1,126	1,075
销售费用	6	9	4	4	4
管理费用	3,087	3,433	3,588	3,771	3,912
财务费用	8,888	7,523	7,664	7,865	8,495
资产减值损失	872	1,456	2,122	1,977	1,500
投资收益	817	851	1,424	1,463	1,480
营业利润	9,121	18,348	18,552	25,295	29,459
营业外收入	694	449	985	942	683
营业外支出	388	1,148	662	440	385
利润总额	9,427	17,649	18,875	25,796	29,757
所得税	2,575	4,545	5,511	6,293	7,593
少数股东损益	984	2,584	2,818	4,509	5,283
归属于母公司所有者的净利润	5,869	10,520	10,546	14,994	16,881

## 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。