

2015年10月21日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 12.0RMB/13.0HKD

華能國際(600011/0902.HK)

Buy/買入

受益煤價下跌，業績增長符合預期

結論與建議：

公司今日發布 2015 年三季報，報告期內實現營業收入 972.49 億元，YOY-7.98%，實現淨利潤 132.35 億元，YOY+16.74%。單季度來看的話，3Q 實現淨利潤 41.76 億元，YOY+11.21%。

我們預計公司 15、16 年分別實現淨利潤 149.94 億元(YOY+25.83%)、168.81 億元(YOY+12.58%)，EPS1.067、1.20 元，當前 A 股對應 15、16 年動態 PE 9X、8X，H 股 7X、6X，維持 A 股和 H 股“買入”建議。

■ **電力需求不振，營收下降：**前三季度，公司境內電廠累計完成發電量 2410 億千瓦時，同比增長 8.05%，累計完成售電量 2271 億千瓦時，同比增長 7.72%，主要來自公司 2014 年向母公司收購電廠以及新投產機組的貢獻，同一口徑下發電量同比下降 7%左右。前三季度公司境內各運行電廠平均上網電價為 446.68 元/兆瓦時，同比下降 1.48%。發電量下降、上網電價下調，導致公司營收同比下降 7.98%。

■ **多因素導致發電量同比下降：**公司前三季度發電量同比下降，主要是因為：一是我國經濟增速放緩，經濟結構轉型深入，全社會用電量增速回落；二是全國多條自西向東送電的特高壓綫路投產，擠占了河南、上海、江蘇、浙江和廣東等東南沿海地區火電機組的發電空間，公司在該區域火電機組占比較高，受影響程度較大；三是今年入夏以來，氣溫涼爽，製冷負荷下降；四是遼寧、福建、浙江的核電機組投產，衝擊了該地區火電機組的發電量。

■ **單位燃料成本下降，毛利率上升：**公司淨利潤同比較大幅度增長的主要原因是，煤價自年初以來持續走低，公司燃料成本下降。截至 9 月 30 日，環渤海動力煤平均價格指數已下跌了 129 元/噸，跌幅為 25%。燃煤價格下跌帶來的收益，完全可以覆蓋當期上網電價下調的損失，故公司毛利率有所提升，1-3Q 毛利率為 30.34%，同比提升了 4 個 pct。三項費用率為 8.96%，同比基本持平。

■ **盈利預測：**公司可控發電裝機容量超過 8 萬兆瓦，居國內行業可比公司第一，在環保和發電效率方面都處於行業領先水準。目前煤炭價格仍無反轉趨勢，公司的盈利水平有望繼續維持。我們預計公司 15、16 年分別實現淨利潤 149.94 億元(YOY+25.83%)、168.81 億元(YOY+12.58%)，EPS1.067、1.20 元，當前 A 股對應 15、16 年動態 PE 9X、8X，H 股 7X、6X，維持 A 股和 H 股“買入”建議。

..... 接續下頁

公司基本資訊

| | |
|------------------|--------------------|
| 產業別 | 公用事業 |
| A 股價(2015/10/21) | 9.10 |
| 上證綜指(2015/10/21) | 3320.68 |
| 股價 12 個月高/低 | 14.08/5.91 |
| 總發行股數(百萬) | 14420.38 |
| A 股數(百萬) | 10500.00 |
| A 市值(億元) | 955.50 |
| 主要股東 | 華能國際電力開發公司(35.14%) |
| 每股淨值(元) | 5.17 |
| 股價/賬面淨值 | 1.76 |
| 股價漲跌(%) | 一個月 三個月 一年 |
| | -1.8 -18.8 53.7 |

近期評等

| 出刊日期 | 前日收盤 | 評等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

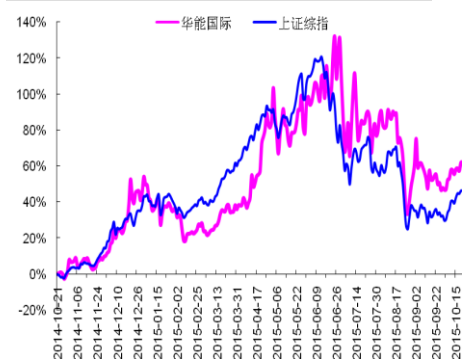
產品組合

| | |
|-------|------|
| 電力及熱力 | 100% |
|-------|------|

機構投資者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 0.1% |
| 一般法人 | 83.0% |

股價相對大盤走勢



年度截止 12 月 31 日

| | | 2,012 | 2,013 | 2,014 | 2015F | 2016F |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 純利(Net profit) | RMB 百萬元 | 5868.65 | 10520.13 | 11916.70 | 14994.36 | 16880.90 |
| 同比增減 | % | 362.74% | 79.26% | 13.28% | 25.83% | 12.58% |
| 每股盈餘(EPS) | RMB 元 | 0.418 | 0.748 | 0.848 | 1.067 | 1.201 |
| 同比增減 | % | 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% |

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

| 百萬元 | 2,012 | 2,013 | 2,014 | 2015F | 2016F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 133,967 | 133,833 | 125,407 | 126,507 | 138,166 |
| 經營成本 | 112,137 | 102,865 | 94,010 | 87,909 | 95,205 |
| 營業稅金及附加 | 672 | 1,044 | 932 | 1,126 | 1,075 |
| 銷售費用 | 6 | 9 | 4 | 4 | 4 |
| 管理費用 | 3,087 | 3,433 | 3,588 | 3,771 | 3,912 |
| 財務費用 | 8,888 | 7,523 | 7,664 | 7,865 | 8,495 |
| 資產減值損失 | 872 | 1,456 | 2,122 | 1,977 | 1,500 |
| 投資收益 | 817 | 851 | 1,424 | 1,463 | 1,480 |
| 營業利潤 | 9,121 | 18,348 | 18,552 | 25,295 | 29,459 |
| 營業外收入 | 694 | 449 | 985 | 942 | 683 |
| 營業外支出 | 388 | 1,148 | 662 | 440 | 385 |
| 利潤總額 | 9,427 | 17,649 | 18,875 | 25,796 | 29,757 |
| 所得稅 | 2,575 | 4,545 | 5,511 | 6,293 | 7,593 |
| 少數股東損益 | 984 | 2,584 | 2,818 | 4,509 | 5,283 |
| 歸屬於母公司所有者的淨利潤 | 5,869 | 10,520 | 10,546 | 14,994 | 16,881 |

附二：合并資產負債表

| 百萬元 | 2,012 | 2,013 | 2,014 | 2015F | 2016F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 貨幣資金 | 10,625 | 9,433 | 12,608 | 14,121 | 15,816 |
| 應收帳款 | 14,942 | 14,807 | 14,076 | 15,483 | 17,031 |
| 存貨 | 7,022 | 6,469 | 6,702 | 7,909 | 9,332 |
| 流動資產合計 | 35,145 | 33,524 | 36,592 | 42,557 | 47,869 |
| 長期投資淨額 | 15,653 | 17,952 | 17,382 | 19,120 | 21,032 |
| 固定資產合計 | 159,363 | 160,926 | 169,744 | 193,508 | 220,600 |
| 在建工程 | 17,947 | 18,878 | 17,015 | 18,035 | 19,117 |
| 無形資產 | 221,717 | 226,751 | 235,573 | 283,639 | 310,203 |
| 資產總計 | 256,862 | 260,275 | 272,165 | 326,196 | 358,072 |
| 流動負債合計 | 91,283 | 97,183 | 102,294 | 117,638 | 135,284 |
| 長期負債合計 | 100,661 | 89,048 | 86,451 | 82,993 | 79,673 |
| 負債合計 | 191,944 | 186,230 | 188,745 | 200,631 | 214,957 |
| 少數股東權益 | 9,337 | 12,297 | - | 12,025 | 12,997 |
| 股東權益合計 | 55,581 | 61,748 | 69,198 | 113,540 | 130,117 |
| 負債和股東權益總計 | 256,862 | 260,275 | 272,165 | 326,196 | 358,072 |

附三：合并現金流量表

| 百萬元 | 2,012 | 2,013 | 2,014 | 2015F | 2016F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 經營活動產生的現金流量淨額 | 26,928 | 40,239 | 33,320 | 39,984 | 47,981 |
| 投資活動產生的現金流量淨額 | -15,310 | -19,054 | -19,086 | -18,704 | -18,330 |
| 籌資活動產生的現金流量淨額 | -9,817 | -22,240 | -11,279 | -19,767 | -27,956 |
| 現金及現金等價物淨增加額 | 1,802 | -1,055 | 2,955 | 1,513 | 1,695 |

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。