

2016年03月23日

华巍

C0066@capital.com.tw

目标价(元) 10.0RMB/9.0HKD

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2016/3/23)	7.83
上证综指(2016/3/23)	3009.96
股价 12 个月高/低	14.08/6.68
总发行股数(百万)	15200.38
A 股数(百万)	10500.00
A 市值(亿元)	822.15
主要股东	华能国际电力开发公司(33.33%)
每股净值(元)	5.22
股价/账面净值	1.50
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	11.1 -12.4 -1.0

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

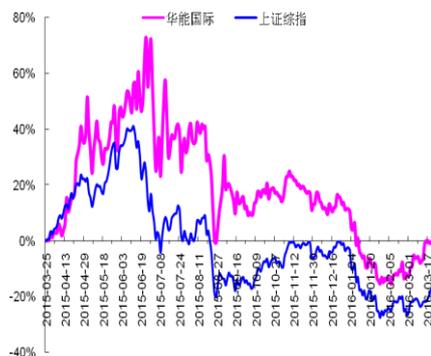
产品组合

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

15 年净利增长 13.16%，符合预期

结论与建议:

公司今日发布 2015 年报，报告期内实现营业收入 1289 亿元, YOY-7.94%，实现净利润 137.86 亿元, YOY+13.16%。单季度来看的话，4Q 实现净利润 5.51 亿元, YOY+0.18%。拟每 10 股派 4.7 元，对应 A 股、H 股股息率分别为 6%、12%。

我们预计公司 16、17 年分别实现净利润 146.74 亿元(YOY+6.44%)、153.51 亿元(YOY+4.61%)，EPS0.97、1.01 元，当前 A 股对应 16、17 年动态 PE 8X、8X，H 股 6X、6X，股息率 A/H 股分别为 6%、12%较高，维持 A 股和 H 股“买入”建议。

- **受宏观经济影响电力需求疲弱，营收下降：**2015 年公司境内电厂累计完成发电量 3205.29 亿千瓦时，同比增长 8.9%，累计完成售电量 3019.79 亿千瓦时，同比增长 8.8%，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。2015 年公司境内各运行电厂平均上网电价为 443.26 元/兆瓦时，同比下降 2.57%。发电量下降、上网电价下调，导致公司营收同比下降 7.94%。
- **发电效率提升，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一、公司境内各电厂平均利用小时为 4147 小时，燃煤机组加权平均厂用电率为 4.60%；公司燃煤机组全年平均发电煤耗为 290.96 克/千瓦时，比去年同期下降 1.23 克/千瓦时，平均供电煤耗为 308.56 克/千瓦时，比去年同期下降 0.86 克/千瓦时。二、煤价自年初以来持续走低，公司燃料成本下降。截至 12 月 31 日，环渤海动力煤平均价格指数已下跌了 153 元/吨，跌幅为 29.1%。效率提升加上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，15 年综合毛利率为 29.0%，同比提升了 3.65 个 pct。三项费用率为 9.16%，同比基本持平。
- **预计 16 年全社会用电量同比增长 1%-2%：**根据中国电力联合会预测，16 年全社会用电量同比增长 1%-2%。预计全年新增发电装机 1 亿千瓦，其中非化石能源装机 5200 万千瓦，16 年底全国发电装机达到 16.1 亿千瓦、同比增长 6.5%左右。公司力争 16 年完成发电量 3150 亿千瓦时，机组平均利用小时达到 3950 小时，与 15 年基本保持平衡。
- **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。目前煤炭结构性过剩任然存在，煤价料明年窄幅波动，公司的盈利水平有望继续维持。我们预计公司 16、17 年分别实现净利润 146.74 亿元(YOY+6.44%)、153.51 亿元(YOY+4.61%)，EPS0.97、1.01 元，当前 A 股对应 16、17 年动态 PE 8X、8X，H 股 6X、6X，股息率 A/H 股分别为 6%、12%较高，维持 A 股和 H 股“买入”建议。

年度截止 12 月 31 日		2,013	2,014	2,015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	10520	10545	13786	14674	15351
同比增减	%	79.26%	0.24%	30.73%	6.44%	4.61%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.692	0.694	0.907	0.965	1.010
同比增减	%	79.26%	0.24%	30.73%	6.44%	4.61%
A 股市盈率(P/E)	X	11.31	11.29	8.63	8.11	7.75
股利(DPS)	RMB 元	0.351	0.361	0.470	0.500	0.523
股息率(Yield)	%	4.49%	4.60%	6.00%	6.39%	6.68%

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	2,013	2,014	2,015	2016F	2017F
营业收入	133,833	124,902	128,166	130,090	136,578
经营成本	102,865	3,382	91,178	92,135	96,741
营业税金及附加	1,044	932	1,158	1,171	1,229
销售费用	9	4	4	0	0
管理费用	3,433	3,588	3,997	4,033	4,302
财务费用	7,523	7,664	7,809	7,805	8,195
资产减值损失	1,456	2,122	3,090	2,000	2,000
投资收益	851	-38	1,697	1,500	1,500
营业利润	18,348	18,552	23,006	24,446	25,611
营业外收入	449	985	1,002	800	800
营业外支出	1,148	0	0	1	1
利润总额	17,649	19,537	24,008	25,245	26,410
所得税	4,545	5,511	5,835	6,564	6,867
少数股东损益	2,584	2,818	3,764	4,007	4,192
归属于母公司所有者的净利润	10,520	10,546	13,786	14,674	15,351

## 附二：合并资产负债表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016F	2017F
货币资金	9,433	12,608	7,538	7,915	8,310
应收帐款	16,356	15,874	17,685	19,276	21,011
存货	6,469	6,702	5,423	6,236	7,172
流动资产合计	33,524	36,592	31,887	34,703	37,886
长期投资净额	17,952	17,382	19,517	53	53
固定资产合计	160,926	169,744	195,480	199,390	203,377
在建工程	18,878	17,015	20,203	133	133
无形资产	10,350	10,687	11,680	82	82
资产总计	260,275	272,165	299,730	234,308	241,479
流动负债合计	97,183	102,294	120,515	125,336	130,349
长期负债合计	89,048	86,451	83,274	303	303
负债合计	186,230	188,745	203,790	125,639	130,652
少数股东权益	12,297	14,222	16,531	511	511
股东权益合计	61,748	69,198	79,409	108,158	110,315
负债和股东权益总计	260,275	272,165	299,730	234,308	241,479

## 附三：合并现金流量表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	40,239	33,320	42,363	35,000	39,000
投资活动产生的现金流量净额	-19,054	-19,086	-33,798	-26,000	-23,000
筹资活动产生的现金流量净额	-22,240	-11,279	-14,141	-13,000	-12,500
现金及现金等价物净增加额	-1,055	2,955	-5,576	-4,000	3,500

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。