

华能国际 (600011.SH)

净利润增长 79%，维持“买入”评级

核心观点：

● 净利润增长 79%略低预期，现金分红率超 50%

公司 2013 年实现营业收入 1338 亿元，同比基本持平；受益于燃煤成本的下降，报告期内归属上市公司股东净利润 105.2 亿元，同比增长 79%，EPS 0.75 元，低于我们和市场的预期。公司业绩低于预期的主要原因为非经常项的影响：资产减值损失达到 14.56 亿元，同比增加近 5 亿元（青岛港、罗源湾海港、施恩水电和大士能源的商誉减值损失，合计 9.78 亿元）；营业外支出 11.5 亿元，同比增加 7.6 亿元（非流动资产处置损失）。公司公告 2013 年利润分配预案为每股现金红利 0.38 元，分红比例连续 3 年超过 50%。

● 燃煤成本、财务费用同步向下，业绩有望持续改善

2013 年公司电力业务毛利率提升 6.8 个百分点，达到 23.15%，主要是受益于燃煤标煤单价下降；财务费用方面，2013 年公司财务费用同比下降 13.6 亿元，资产负债率下降 3.2 个百分点，至 71.6%。我们判断未来 2 年，动力煤煤价仍将保持低位震荡（2014 年同比下跌 5%），同时公司财务状况的进一步改善将推动财务费用的下降，上述两因素共同推动公司业绩持续改善。截止 2013 年公司控股装机 6679 万千瓦，根据公司 2015 年控股装机 8000 万千瓦的规划，未来 2 年公司装机容量同比增长 9.5% 左右。

● 维持“买入”评级，建议关注电改、国企改革等催化剂事件

预计公司 2014-16 年 EPS 0.76、0.81、0.78 元/股（考虑 2014 年电价下调 5%），对应 14-16 年 PE 仅为 6.4、6.0、6.1 倍。考虑到公司作为国内火电龙头企业，目前估值水平较低，且股息率高于 7%，给予“买入”评级。建议积极关注电力体制改革、混合所有制探索等引发行业估值修复的催化剂事件。

● 风险提示

煤价大幅波动导致业绩随之波动；发电量受宏观经济影响；

盈利预测：

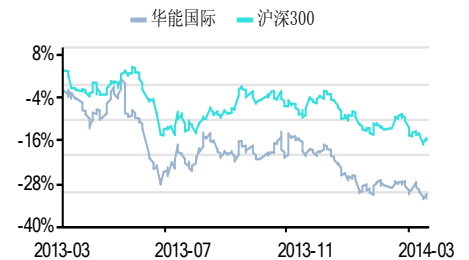
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	133,966.66	133,832.87	132,616.91	134,465.35	135,810.00
增长率(%)	0.41%	-0.10%	-0.91%	1.39%	1.00%
EBITDA(百万元)	29,154.62	37,983.64	37,247.03	39,024.52	39,067.87
净利润(百万元)	5,868.65	10,520.13	10,676.08	11,371.40	11,024.14
增长率(%)	362.74%	79.26%	1.48%	6.51%	-3.05%
EPS（元/股）	0.418	0.748	0.760	0.809	0.784
市盈率（P/E）	17.10	6.76	6.36	5.97	6.16
市净率（P/B）	1.81	1.15	1.01	0.91	0.83
EV/EBITDA	7.60	5.33	4.85	4.56	4.28

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	4.68 元
合理价值	5.64 元
前次评级	买入
报告日期	2014-03-19

相对市场表现



分析师：郭 鹏 S0260514030003



02160750611



guopeng@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

相关研究：

华能国际（600011.sh）：中 2012-08-01

报略超预期，煤价下跌是下半

年业绩显著提升的动力

华能国际（600011.sh）：煤 2012-03-23

炭价格上涨，业绩大幅下滑

华能国际(600011.sh)：业绩 2009-08-12

略超预期，复苏之路确定

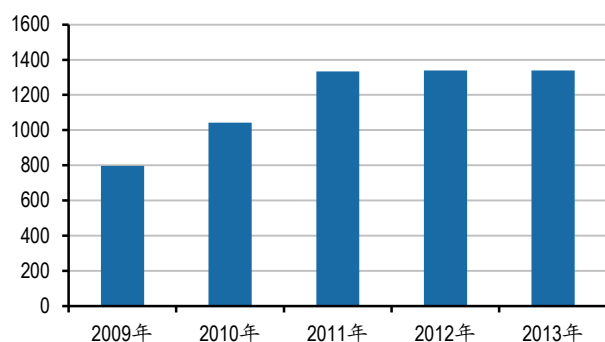
联系人：郑思恩 021-67050631

zhengsien@gf.com.cn

净利润增长 79%略低预期，现金分红率超 50%

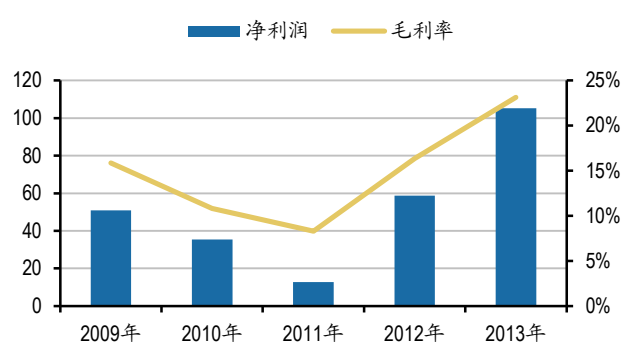
公司2013年实现营业收入1338亿元，同比基本持平；受益于燃煤成本的下降，报告期内归属上市公司股东净利润105.2亿元，同比增长79%；EPS 0.75元，低于我们和市场的预期。公司公告2013年利润分配预案为每股现金红利0.38元，分红比例连续3年超过50%。

图1：2013年营业收入同比2012年基本持平（亿元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：2013年盈利同比增长79%（亿元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

公司业绩低于预期的主要原因为非经常项的影响：资产减值损失达到14.56亿元，同比增加近5亿元（青岛港、罗源湾海港、施恩水电和大士能源的商誉减值损失，合计9.78亿元）；营业外支出11.5亿元，同比增加7.6亿元（非流动资产处置损失）。扣除非经常项损益，公司2013年EPS 0.83元，同比增长近100%，略超出市场预期。

表 1：商誉计提资产减值准备（亿元）

公司	计提金额	公司	计提金额
青岛港	1.07	施恩水电	1.34
罗源湾海港	3.09	大士能源	3.92
海运公司	0.35		
总计	9.78		

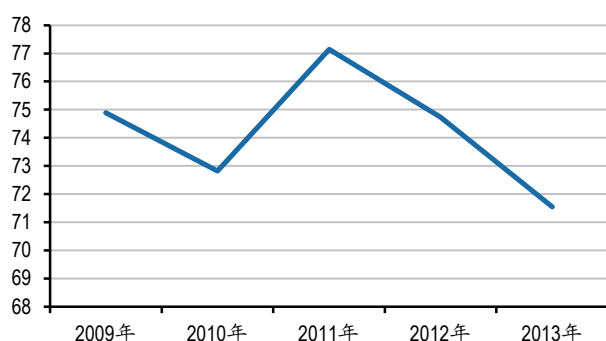
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

燃煤成本、财务费用同步向下，业绩有望持续改善

2013年公司电力业务毛利率提升6.8个百分点，达到23.15%，主要是受益于燃煤标煤单价的下降；财务费用方面，2013年公司财务费用同比下降13.6亿元，资产负债率下降3.2个百分点，至71.6%。我们判断未来2年，动力煤煤价仍将保持低位震荡（2014年同比下跌5%），同时公司财务状况的进一步改善将推动财务费用的下降，

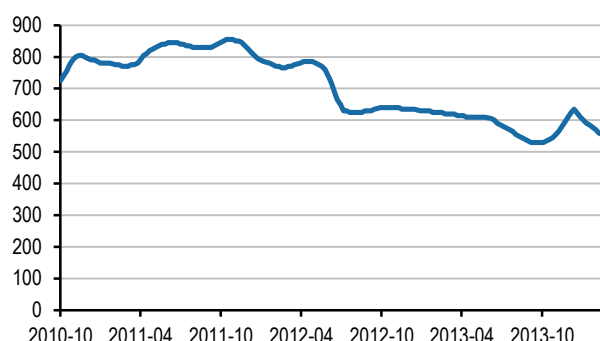
上述两因素共同推动公司业绩持续改善。

图3: 2013年公司资产负债率下滑至71.6%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

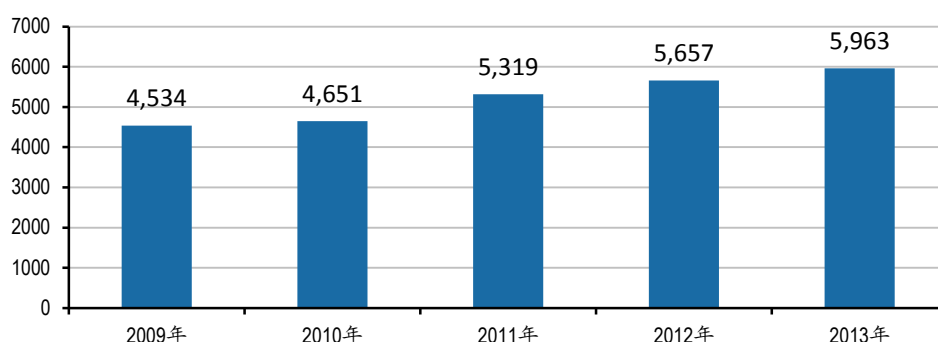
图4: 秦皇岛动力煤煤价保持低位震荡 (元/吨)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

截止2013年公司控股装机6679万千瓦, 权益装机5963万千瓦。根据公司2015年控股装机8000万千瓦的规划, 未来2年公司装机容量同比增长9.5%左右。

图5: 2009-2013年公司权益装机保持稳健增长 (万kw)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

维持“买入”评级, 建议关注电改、国企改革等催化剂事件

预计公司2014-16年EPS 0.76、0.81、0.78元/股 (考虑2014年电价下调5%), , 对应14-16 年PE 仅为6.4、6.0、6.1倍。考虑到公司作为国内火电龙头企业, 目前估值水平较低, 且股息率较高, 给予“买入”评级。建议积极关注电力体制改革、混合所有制探索等引发行业估值修复的催化剂事件。

风险提示

煤价大幅波动导致业绩随之波动; 发电量受宏观经济影响;

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	35145	33524	48766	55284	62465
货币资金	10624	9433	25811	30297	38073
应收及预付	17251	16791	15707	17235	16921
存货	7022	6469	6490	7106	7006
其他流动资产	247	831	759	647	465
非流动资产	221717	226751	227059	226046	223061
长期股权投资	15653	17952	17952	17952	17952
固定资产	160165	163663	163999	162841	159650
在建工程	17947	18878	19328	19878	20528
无形资产	24360	22681	22424	22261	22070
其他长期资产	3591	3577	3357	3115	2862
资产总计	256862	260275	275825	281331	285527
流动负债	91283	97183	104715	100584	95625
短期借款	27442	37937	40949	43994	42898
应付及预收	17843	23868	25323	24338	24959
其他流动负债	45997	35378	38443	32252	27768
非流动负债	100661	89048	89016	88714	88239
长期借款	72565	60514	60514	60514	60514
应付债券	22885	23727	23727	23727	23727
其他非流动负债	5211	4807	4776	4474	3999
负债合计	191944	186230	193731	189299	183864
股本	14055	14055	14055	14055	14055
资本公积	17035	16663	16663	16663	16663
留存收益	24489	31801	37136	44291	51099
归属母公司股东权益	55543	61702	67247	74476	81494
少数股东权益	9337	12297	14801	17510	20123
负债和股东权益	256824	260229	275780	281285	285481

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	133967	133833	132617	134465	135810
营业成本	112137	102865	102833	103741	105816
营业税金及附加	672	1044	1021	1040	1049
销售费用	6	9	7	7	8
管理费用	3087	3433	3422	3463	3499
财务费用	8888	7523	7258	7135	6992
资产减值损失	872	1456	854	768	786
公允价值变动收益	-1	-6	0	0	0
投资净收益	817	851	843	847	856
营业利润	9121	18348	18066	19158	18516
营业外收入	694	449	436	445	447
营业外支出	388	1148	786	678	634
利润总额	9427	17649	17716	18925	18329
所得税	2575	4545	4535	4845	4692
净利润	6852	13104	13180	14080	13637
少数股东损益	984	2584	2504	2709	2613
归属母公司净利润	5869	10520	10676	11371	11024
EBITDA	29155	37984	37247	39025	39068
EPS (元)	0.42	0.75	0.76	0.81	0.78

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	26928	40239	38843	27681	33684
净利润	6852	13104	13180	14080	13637
折旧摊销	11090	11502	11912	12810	13630
营运资金变动	-195	6574	5756	-6993	-1270
其它	9181	9059	7994	7783	7686
投资活动现金流	-15310	-19054	-12662	-12135	-10984
资本支出	-14658	-17563	-13505	-12982	-11840
投资变动	-768	-1673	843	847	856
其他	116	183	0	0	0
筹资活动现金流	-9666	-22349	-9804	-11060	-14924
银行借款	67720	46405	3012	3045	-1096
债券融资	-68401	-57323	-5361	-1292	-2295
股权融资	665	868	0	0	0
其他	-9650	-12299	-7455	-12813	-11532
现金净增加额	1953	-1164	16377	4486	7777
期初现金余额	8670	10624	9433	25811	30297
期末现金余额	10623	9461	25811	30297	38073

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	0.4	-0.1	-0.9	1.4	1.0
营业利润增长	700.6	101.2	-1.5	6.0	-3.4
归属母公司净利润增长	362.7	79.3	1.5	6.5	-3.1
获利能力(%)					
毛利率	16.3	23.1	22.5	22.8	22.1
净利率	5.1	9.8	9.9	10.5	10.0
ROE	10.6	17.0	15.9	15.3	13.5
ROIC	7.7	10.5	10.7	10.6	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	74.7	71.6	70.2	67.3	64.4
净负债比率	1.9	1.8	1.4	1.2	1.0
流动比率	0.39	0.34	0.47	0.55	0.65
速动比率	0.30	0.27	0.39	0.47	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.52	0.49	0.48	0.48
应收账款周转率	9.00	9.00	10.14	9.65	9.60
存货周转率	15.42	15.25	15.85	14.60	15.10
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.75	0.76	0.81	0.78
每股经营现金流	1.92	2.86	2.76	1.97	2.40
每股净资产	3.95	4.39	4.78	5.30	5.80
估值比率					
P/E	17.1	6.8	6.4	6.0	6.2
P/B	1.8	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.6	5.3	4.8	4.6	4.3

广发公用事业行业研究小组

郭 鹏： 分析师，华中科技大学工学硕士，三年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，2014 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。