

增持 维持
华能国际 (600011)
2014 年 04 月 23 日

扣非后业绩增速 25%，收入增长缓慢，毛利率持续提升为业绩增长主因

2014 年 4 月 22 日收盘价: 5.25 元
6 个月目标价: 5.84 元

 公用事业行业首席分析师: 陆凤鸣
 SAC 执业证书编号: S0850511010021
 lufm@htsec.com
 021-23219415

 公用事业行业分析师: 汤砚卿
 SAC 执业证书编号: S0850513050003
 tyq6066@htsec.com
 021-23219768

事件:

华能国际今日发布 1 季报, 实现营业收入 328 亿元, 同比增长 2%, 归属母公司股东净利润 37 亿元, 同比增长 44%, 扣非后归属净利润 32 亿元, 同比增长 25%, 基本每股收益 0.26 元。

点评:

整体来看, 公司 1 季度的业绩增长主要来自煤价进一步下降带来的毛利率提升、以及大额的非经常性政府补助。收入方面, 虽装机容量增长带来发电量提升, 但上网电价同比下降, 导致收入增长缓慢; 期间费用方面, 管理、财务费用率合计同比降 0.5 个百分点, 费用水平控制较好。

展望 2014 年, 上网电价下调的影响充分体现, 全年来看, 由于全国用电需求趋缓, 火电机组利用小时数大幅提升的可能性也不大。假定公司 2014 年煤炭采购价格与 2013 年持平、计提资产减值损失 6 亿元 (接近 2010 年以来的年均值)、财务费用进一步节省 (但降幅小于 13 年), 维持 2014 年 EPS0.73 元的保守预测。考虑到火电板块目前估值处于历史较低水平、煤电联动推出的预期弱化, 估值仍具备修复空间。给予 2014 年 8 倍的目标动态 PE, 对应目标价 5.84 元, 维持增持评级。

(详细分析见下文)

1. 财报分析

(1) 收入: 1 季度, 公司实现营业收入 328 亿元, 同比增长 2%, 1 季度公司境内发电量 773 亿度, 同比增长 4%, 主要是新机组投产所致 (海门 2 台 100 万千瓦机组于 2013 年 3 月投产)。收入增速慢于发电量增速, 我们认为主要是上网电价自 2013 年 9 月起下调所致。

表 1 华能国际分季度收入及其同比变化 (亿元)

	营业收入								境内发电量							
	数值 (亿元)				同比增速				数值 (亿度)				同比增速			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	343	329	329	338					762	740	735	788				
2013	321	319	352	346	-6.2%	-3.0%	6.8%	2.2%	743	752	845	835	-2.4%	1.6%	14.9%	6.0%
2014	328				2.1%				773				4.0%			

资料来源: wind, 海通证券研究所

(2) 盈利: 1 季度, 公司综合毛利率 25%, 同比上升 2 个百分点, 环比 2013 年 4 季度上升 4 个百分点, 我们认为主要与煤价的变动趋势相关。以秦皇岛 5500 大卡港口煤的季度均价为例, 2013 年 1~4 季度分别为 620 元/吨、608 元/吨、551 元/吨、581 元/吨, 2014 年 1 季度为 547 元/吨, 整体呈下降趋势, 但 2013 年 4 季度呈现一次反复, 上述煤价走势与同期公司毛利率“此消彼长”的关系显著。此外可以看出, 1 季度的煤价与 2013 年 3 季度接近, 毛利率也最为接近, 略有差异主要是上网电价降低的原因。

表 2 华能国际分季度毛利率及其变化

	综合毛利率								煤价(秦皇岛 5500 大卡)							
	数值				同比变化				数值(元/吨)				同比增长			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	13%	15%	19%	18%					778	763	630	637				
2013	22%	24%	26%	21%	9%	9%	7%	2%	620	608	551	581	-20%	-20%	-13%	-9%
2014	25%				2%				547				-12%			

资料来源: wind, 海通证券研究所

(3) 期间费用: 1 季度, 公司管理、财务费用同比分别减少 0.6%、减少 4.5%, 费用率基本同比持平。上述两项费用率合计同比降低 0.5 个百分点, 费用水平控制较好。

表 3 华能国际期间费用及同比变化(亿元)

	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率
2013Q1	7.7	2.4%	19.3	6.0%
2014Q1	7.7	2.3%	18.5	5.6%
同比变化	-0.6%	-0.1%	-4.5%	-0.4%

资料来源: wind, 海通证券研究所

(4) 其他收益: 1 季度公司实现投资收益 2.6 亿元, 同比增长 142%, 主要是参股企业贡献投资收益增加所致, 但投资收益占利润总额比例仅为 4%。营业外收入 5.6 亿元, 同比增长 928%, 占利润总额比例达 9%, 对业绩贡献显著, 主要来自政府补助(计入非经常性损益)。

表 4 华能国际其他收益及同比变化(亿元)

	投资净收益	占利润总额比例	营业外收入	占利润总额比例	所得税	所得税率
2013Q1	1.1	2.4%	0.5	1.3%	10.8	24.6%
2014Q1	2.6	4.2%	5.6	9.3%	15.0	24.8%
同比变化	141.8%	1.8%	928.1%	8.0%	39.7%	0.1%

资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 盈利预测及评级

整体来看, 公司 1 季度的业绩增长主要来自煤价进一步下降带来的毛利率提升、以及大额的非经常性政府补助。收入方面, 虽装机容量增长带来发电量提升, 但上网电价同比下降, 导致收入增长缓慢; 期间费用方面, 管理、财务费用率合计同比降 0.5 个百分点, 费用水平控制较好。

展望 2014 年, 上网电价下调的影响充分体现, 全年来看, 由于全国用电需求趋缓, 火电机组利用小时数大幅提升的可能性也不大。假定公司 2014 年煤炭采购价格与 2013 年持平、计提资产减值损失 6 亿元(接近 2010 年以来的年均值)、财务费用进一步节省(但降幅小于 13 年), 维持 2014 年 EPS0.73 元的保守预测。考虑到火电板块目前估值处于历史较低水平、煤电联动推出的预期弱化, 估值仍具备修复空间。给予 2014 年 8 倍的目标动态 PE, 对应目标价 5.84 元, 维持增持评级。

表 5 华能国际盈利预测简表(亿元)

	2012	2013	2014E
营业总收入	1340	1338	1349
	YOY	0.41%	0.80%
营业成本	1121	1029	1079
毛利率	16.30%	23.14%	20%
销售费用	0.06	0.09	0
	销售费用率	0.00%	0%
管理费用	30.87	34.33	33.73
	管理费用率	2.30%	2.5%
财务费用	88.88	75.23	70.15
	财务费用率	6.63%	5.20%
	资产减值损失	8.72	14.56
投资收益	8.17	8.51	8
营业利润	91.21	183.48	168
营业外收入	6.94	4.49	3
利润总额	94.27	176.49	171
	所得税率	27%	25%
所得税	25.75	45.45	42.73
净利润	68.52	131.04	128
归属母公司股东净利润	58.69	105	103
EPS(元, 最新股本)	0.42	0.75	0.73

资料来源: wind, 海通证券研究所

风险提示

- (1) 煤电联动政策推出时点和内容的不确定性
- (2) 宏观经济波动可能使电力需求下降

相关报告

- 华能国际(600011)2013 年报点评: 燃料费用降低、财务费用节省为业绩增长主因; 资产减值损失超预期大增(增持, 维持)_20140319
- 华能国际(600011)2013 年 3 季报点评: 受益煤价下跌, 盈利改善持续超预期, “煤电联动”电价下调风险释放后或有估值修复(买入, 维持)_20131023
- 华能国际(600011)2013 半年报点评: 煤价下降、财务负担减轻, 盈利改善大超预期, 过度反映电价下调悲观预期(买入, 调高)_20130731
- 华能国际(600011)2012 年报点评: 业绩符合预期, 盈利预期稳定、低估值、且 1 季报同比大增构成短期防御配置机会(增持, 维持)_20130320
- 华能国际(600011)2012 半年报点评: 上半年毛利率提升主要有赖电价上调, 下半年将充分受益煤价回落(增持, 维持)_20120801
- 华能国际(600011)2011 年报点评: 部分新并表资产导致盈利恶化程度超预期, 短期虽受制煤价, 长期看好行业景气回升(中性, 调低)_20120321
- 华能国际(600011)2011 半年报点评: 当期估值水平已经充分反映盈利恶化预期(增持, 维持)_20110810
- 华能国际(600011)2010 年年报点评: 增收不增利, 盈利符合预期(增持, 维持)_20110330

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、汤砚卿

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电、内蒙华电、粤电力、长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力、黔源电力、文山电力、富春环保、洪城水业、华能国际、武汉控股、深圳燃气、大禹节水、华能国际、中电环保、永清环保、维尔利、东江环保。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。