

公司研究 / 年报点评

2014年03月20日

公用事业 / 电力 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 4.83
合理价格区间(元): 5.0~6.0

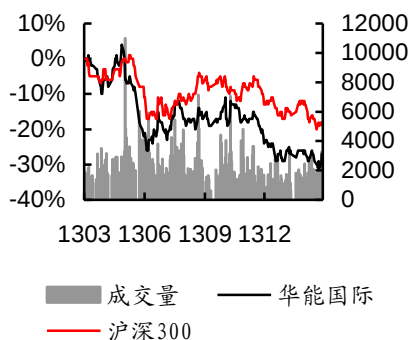
程鹏 执业证书编号: S0570510120044
研究员 025-83290916
chengpeng@mail.htsc.com.cn

许心皓 025-57038552
联系人 xuxinhao@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《华能国际(600011):盈利持续提升,计提减值瑕不掩瑜》2013.10
- 2《华能国际(600011):净利润增长 166.91%超预期》2013.08
- 3《华能国际(600011):煤价电量双走低,毛利率再创新高》2013.04

股价走势图



龙头地位不改，配置价值突出

华能国际(600011)

投资要点:

扣非后净利润同比增长 99%。2013 年，公司实现营业收入 1338.33 亿元，同比减少 0.1%，归属于上市公司股东净利润达到 105.20 亿元，同比增长 79.26%，扣非后净利润同比增长 99.32%，每股收益 0.75 元，与此前的业绩预告基本一致，低于我们和市场的预期，低于预期的主要因素是资产减值和资产处置损失的超预期。

资产减值与资产处置损失大增。2013 年，公司计提资产减值损失 14.56 亿元，远高于历史水平，其中包括大士能源、罗源湾港、青岛港、恩施水电和海运公司商誉减值 9.78 亿元，随着部分资产商誉已减值完，预计未来资产减值损失的规模将回到之前的水平。2013 年，公司营业外支出 11.48 亿元，比 2012 年增加了 7.6 亿元，主要来自于伴随着技改维修带来的非流动资产处置损失，预计随后几年将快速回落。

燃料成本与财务费用下降推动业绩上行。由于 2013 年动力煤价格的持续下跌以及公司供煤结构的改善，2013 年，公司境内电厂售电单位燃料成本 218.59 元/兆瓦时，同比下降 12.5%，推升公司毛利率上升至 23.1%。但由于 2013 年四季度上网电价下调以及今年到来的煤电联动，未来毛利率将有所回落。费用方面，公司 2013 年财务费用 75.23 亿元，同比大幅下降 13 亿元，除了利率下降的贡献，资产负债率下降 3.2 个百分点也是重要原因。公司投资高峰已过，财务费用继续下降的趋势有望延续。

装机稳步增长，龙头地位不改。截至 2013 年底，公司可控发电装机容量达到 6679.5 万千瓦，同比增长 6.4%，带动公司境内发电量同比增长 4.98%，其中煤电新增装机 307.2 万千瓦，均为百万千瓦级超超临界机组，境内火电机组平均利用小时 5089 小时，比全国平均 77 小时，公司火电资产无论是量还是质均处于行业领先地位。根据公司规划，2015 年公司装机容量将达到 8000 万千瓦，考虑到资产注入的因素，这一目标实现难度不大。

评级: 增持。公司作为火电龙头，资产优质，增长稳健，行业龙头地位稳固。假设电价在 2014 年年中下调 0.01 元/千瓦时，煤价保持 2013 年水平，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.76 元、0.76 元、0.78 元，当前股价对应 2014 年动态 PE 仅为 6.33 倍，同时也在破净边缘，具有较高的安全边际，配置价值突出，维持对公司的“增持”评级，合理价格区间为 5.0-6.0 元。

风险提示: 煤电联动电价降幅超预期；市场煤价大幅反弹；环保压力增加公司成本。

公司基本资料

总股本(百万)	14,055.38
流通 A 股(百万)	1,0500.00
52 周内股价区间(元)	4.61-7.17
总市值(百万)	67,887.50
总资产(百万)	260,274.85
每股净资产(元)	4.39

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	133,832.87	136,202.53	145,037.79	150,843.56
+/-%	-0.10%	1.77%	6.49%	4.00%
净利润(百万)	10,520.13	10,720.91	10,701.64	10,930.89
+/-%	79.26%	1.91%	-0.18%	2.14%
EPS	0.75	0.76	0.76	0.78
PE	6.45	6.33	6.34	6.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	33524	34504	35954	38205
现金	9433	9433	9433	10828
应收账款	14807	15184	16169	16816
其他应收账款	794	808	860	895
预付账款	435	454	493	517
存货	6469	6469	6469	6469
其他流动资产	1586	2156	2529	2680
非流动资产	226751	233954	235176	231492
长期投资	17952	17956	17956	17956
固定投资	160926	164435	166519	165829
无形资产	10350	10147	9945	9742
其他非流动资产	37523	41416	40756	37965
资产总计	260275	268457	271130	269697
流动负债	97183	102770	102656	98704
短期借款	37937	44061	42544	37937
应付账款	12174	12695	13804	14484
其他流动负债	47071	46013	46307	46284
非流动负债	89048	83404	78811	73667
长期借款	60514	55514	50514	45514
其他非流动负债	28534	27890	28297	28154
负债合计	186230	186174	181466	172372
少数股东权益	12297	14339	16377	18459
股本	14055	14055	14055	14055
资本公积	16663	16663	16663	16663
留存公积	31801	37181	42522	48102
归属母公司股	61748	67945	73286	78866
负债和股东权益	260275	268457	271130	269697

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	40239	29567	32212	32210
净利润	13104	12763	12740	13013
折旧摊销	11502	11777	12768	13682
财务费用	7523	7193	6994	6498
投资损失	-851	-640	-640	-640
营运资金变动	-23	-1828	-50	-202
其他经营现金	8984	303	400	-141
投资活动现金	-19054	-18157	-13340	-9360
资本支出	17730	18961	13980	10000
长期投资	-2124	0	0	0
其他投资现金	-3449	804	640	640
筹资活动现金	-22240	-11410	-18872	-21456
短期借款	10495	6124	-1517	-4607
长期借款	-12051	-5000	-5000	-5000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-372	0	0	0
其他筹资现金	-20312	-12534	-12355	-11849
现金净增加额	-1164	0	0	1394

利润表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	133833	136203	145038	150844
营业成本	102865	107267	116635	122378
营业税金及附加	1044	1062	1131	1177
营业费用	9	9	10	10
管理费用	3433	3494	3721	3870
财务费用	7523	7193	6994	6498
资产减值损失	1456	400	400	400
公允价值变动收	-6	0	0	0
投资净收益	851	640	640	640
营业利润	18348	17417	16787	17151
营业外收入	449	400	400	400
营业外支出	1148	800	200	200
利润总额	17649	17017	16987	17351
所得税	4545	4254	4247	4338
净利润	13104	12763	12740	13013
少数股东损益	2584	2042	2038	2082
归属母公司净利	10520	10721	10702	10931
EBITDA	37373	36386	36549	37331
EPS	0.75	0.76	0.76	0.78

主要财务比率

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-0.1%	1.8%	6.5%	4.0%
营业利润	101.2%	-5.1%	-3.6%	2.2%
归属母公司净利	79.3%	1.9%	-0.2%	2.1%
获利能力				
毛利率(%)	23.1%	21.2%	19.6%	18.9%
净利率(%)	7.9%	7.9%	7.4%	7.3%
ROE(%)	17.0%	15.8%	14.6%	13.9%
ROIC(%)	10.5%	9.6%	9.2%	9.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	71.6%	69.4%	66.9%	63.9%
净负债比率(%)	62.79%	63.42%	61.47%	59.14%
流动比率	0.35	0.34	0.35	0.39
速动比率	0.28	0.27	0.29	0.32
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.52	0.54	0.56
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	10.56	8.63	8.80	8.65
每股指标(元)				
每股收益(最新摊	0.75	0.76	0.76	0.78
每股经营现金流	2.86	2.10	2.29	2.29
每股净资产(最新	4.39	4.83	5.21	5.61
估值比率				
PE	6.45	6.33	6.34	6.21
PB	1.10	1.00	0.93	0.86
EV EBITDA	5	5	5	5

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn