

华能国际（600011）重大事项点评



H 股配售补充流动资金，摊薄 EPS 约 2%

中信证券研究部

2014 年 11 月 6 日

吴非

电话：021-20262101

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

投资评级

买入
(维持)

当前价：6.62 元

目标价：7.30 元

事项：

公司公告，根据一般授权配售 3.65 亿股新 H 股，约占现已发行 H 股的 10.3%（总股本 2.6%，配售价格 8.6 港元/股，融资总额约 31.4 亿港元（扣除费用后净额约 30.9 亿港元）。

评论：

配售优化资本结构，EPS 略有摊薄

就本次配股而言，配售价格较 A 股及 H 股收盘价价差为 3.1%及-8.3%，配售股数为目前总股本的 2.6%。本次配售资金主要用于补充流动资金，料将有效降低公司负债率约 0.9 个百分点（2014Q3 负债率为 69.2%）。考虑补充流动资金对财务费用的节省，股本增加对 EPS 摊薄的影响约 2%。

资产持续注入值得期待

此前公司已公告拟以 92.8 亿元受让集团电力资产，合计装机规模约 9,508MW，主要分布于海南、湖北及江西等省，为目前公司控股装机规模的 14.2%。考虑到本次为现金收购，预计将增厚公司 2015 年 EPS 约 0.06 元（幅度约 7%）。根据集团承诺，2016 年底前将非上市常规能源业务资产注入公司；经测算，本次注入完成后，集团剩余潜在注入资产逾 30,000MW，为现有装机规模的 50%，后续集团资产持续注入值得期待。

风险因素：

后续煤价快速反弹；公司下属沿海电厂比重较大，业绩对煤价和利用小时敏感度较高。

基本假设：

结合目前情况，我们对煤价、火电利用小时及上网电价等关键要素做如下假设：

煤价：2014~2016 年变动分别为：-7%、-2%和 0%；

火电利用小时：2014~2016 年变动分别为：-5%、-3%和 0%；

上网电价：维持不变。

维持“买入”评级。考虑 H 股配售影响，我们小幅调整 2014~2016 年盈利预测至 0.82/0.89/0.91 元（原为 0.84/0.90/0.92 元），目前股价对应 P/E 分别为 8.1/7.5/7.3 倍。考虑 2014 年股息率预期约 6%，兼顾国内无风险利率逐步回落趋势，给予其 2014 年 9 倍 P/E，对应目标价 7.3 元，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测及估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	133,967	133,833	130,019	147,219	149,882
增长率 YoY%	0.4	-0.1	-2.8	13.2	1.8
净利润(百万元)	5,869	10,520	11,757	12,771	13,098
增长率 YoY%	362.7	79.3	11.8	8.6	2.6
每股收益 EPS(基本)(元)	0.42	0.75	0.82	0.89	0.91
净资产收益率 ROE%	10.6	17.0	16.5	16.3	15.4
PE	15.9	8.8	8.1	7.5	7.3
PB	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

华能国际（600011）重大事项点评

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	133,967	133,833	130,019	147,219	149,882
营业成本	112,137	102,865	100,362	114,748	116,676
毛利率	16.30%	23.14%	22.81%	22.06%	22.15%
营业税金及附加	672	1,044	1,040	1,178	1,199
营业费用	6	9	0	0	0
营业费用率	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	3,087	3,433	3,463	4,278	4,248
管理费用率	2.30%	2.57%	2.66%	2.91%	2.83%
财务费用	8,888	7,523	7,095	8,396	8,727
财务费用率	6.63%	5.62%	5.46%	5.70%	5.82%
投资收益	817	851	1,458	1,370	1,400
营业利润	9,121	18,348	18,616	19,987	20,432
营业利润率	6.81%	13.71%	14.32%	13.58%	13.63%
营业外收入	694	449	900	600	600
营业外支出	388	1,148	500	200	200
利润总额	9,427	17,649	19,016	20,387	20,832
所得税	2,575	4,545	4,565	4,945	5,052
所得税率	29.90%	27.06%	26.00%	26.00%	26.00%
少数股东损益	984	2,584	2,694	2,672	2,682
归属于母公司股东的净利润	5,869	10,520	11,757	12,771	13,098
净利率	4.38%	7.86%	9.04%	8.67%	8.74%
每股收益 (元) (基本)	0.42	0.75	0.82	0.89	0.91

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	5,869	10,520	11,757	12,771	13,098
少数股东损益	984	2,584	2,694	2,672	2,682
折旧和摊销	11,090	11,502	12,024	15,270	15,571
营运资金变动	-24	6,762	-349	-1,286	-224
其他	9,009	8,871	7,355	7,027	7,327
经营现金流	26,928	40,239	33,480	36,454	38,453
资本支出	-15,608	-17,730	-21,759	-44,275	-2,911
投资收益	729	408	1,458	1,370	1,400
资产变卖	949	209	0	0	0
其他	-1,380	-1,942	0	-3,969	0
投资现金流	-15,310	-19,054	-20,301	-46,875	-1,511
发行股票	0	0	2,456	0	0
负债变化	-681	-10,918	9,368	22,797	-8,966
股息支出	-10,105	-11,782	-12,436	-14,275	-15,112
其他	970	460	0	0	0
融资现金流	-9,817	-22,240	-613	8,522	-24,078
现金及现金等价物变动	1,953	-1,164	12,566	-1,899	12,864

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	10,624	9,433	22,000	20,100	32,965
存货	7,022	6,469	6,298	7,201	7,322
应收账款	14,942	14,807	14,443	16,354	16,650
其他流动资产	2,556	2,815	2,877	3,155	3,196
流动资产	35,145	33,524	45,619	46,811	60,133
固定资产	159,363	160,926	166,399	202,222	186,652
长期股权投资	15,653	17,952	17,952	17,952	17,952
无形资产	10,362	10,350	10,350	10,350	10,350
其他长期资产	36,338	37,523	40,885	38,036	40,946
非流动资产	221,717	226,751	235,586	268,560	255,900
资产总计	256,862	260,275	281,205	315,371	316,034
短期借款	27,442	37,937	37,937	37,937	37,937
应付账款	7,299	12,174	12,043	13,770	14,001
其他流动负债	56,541	47,071	46,382	46,461	46,464
流动负债	91,283	97,183	96,362	98,168	98,402
长期负债	72,565	60,514	69,881	92,678	83,712
其他长期负债	28,096	28,534	28,534	28,534	28,534
非流动性负债	100,661	89,048	98,415	121,212	112,246
负债合计	191,944	186,230	194,777	219,380	210,648
股本	14,055	14,055	14,420	14,420	14,420
资本公积	17,072	16,663	18,753	18,753	18,753
股东权益合计	64,918	74,045	86,427	95,992	105,386
少数股东权益	9,337	12,297	14,990	17,662	20,344
负债股东权益总计	256,862	260,275	281,205	315,371	316,034

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	0.4	-0.1	-2.8	13.2	1.8
营业利润	700.6	101.2	1.5	7.4	2.2
净利润	362.7	79.3	11.8	8.6	2.6
利润率 (%)					
毛利率	16.3	23.1	22.8	22.1	22.2
EBITMargin	13.5	19.8	19.3	18.3	18.5
EBITDAMargin	21.8	28.4	28.6	28.7	28.9
净利率	4.4	7.9	9.0	8.7	8.7
回报率 (%)					
净资产收益率	10.6	17.0	16.5	16.3	15.4
总资产收益率	2.3	4.0	4.2	4.0	4.1
其他 (%)					
资产负债率	74.7	71.6	69.3	69.6	66.7
所得税率	29.9	27.1	26.0	26.0	26.0
股息率	0.8	3.2	5.6	6.2	6.7

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。