国泰君安版权所有发送给博颐投资.公共邮箱:boyitouzi@gma

华能国际（600011）

分红是亮点　紧跟国企改革步伐

——2015 年年报点评

	王威（分析师）	车玺（分析师）	王锐（研究助理）
	021-38676694	010-59312829	010-59312759
	wangw@gtjas.com	chexi@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880114110036

本报告导读：

股息率高达 5.9%，国企改革提升资产证券化，预计煤价回调将抵消电价下调影响。

投资要点：

- 结论：公司当前股息率高达 5.9%。龙头企业具有业绩稳定性，将优先受益改革。预计煤价存在回调空间，可以抵消电价下调的影响。我们将公司 2016-2017 年 EPS 由 1.22 元、1.28 元下调至 1.07 元、1.11 元，考虑可比公司估值中枢整体下行，下调目标价至 9.25 元，对应 2016 年 PE 估值 8.6 倍，维持“增持”评级。
- 公司 2015 年归属母公司股东净利润 137.86 亿元，同比增长 13.16%，EPS0.95 元（普通股加权平均计算），业绩基本符合预期。根据年报披露的分配方案，拟派发每股股利 0.47 元，股息率高达 5.9%（对应 2016 年 3 月 22 股价 7.91 元）。2015 年社会用电量增速回落，火电利用小时同比下降 8.7%，公司发电量逆势增长主要因为新收购机组以及新投产机组的电量贡献。目前煤炭供应趋于宽松，预计年内二三季度煤炭价格还有回调空间，可抵消年初上网电价下调的影响。
- 公司发电资产分布超过 20 个省（市、区），在经济发展水平领先、自身优势汇聚的江苏、广东等地区先行试水售电业务，参与直供电为将来开展售电业务摸索经验，并积累客户。新加坡大士能源的零售市场经验也将助力公司进军售电市场。
- 随着两会的召开国企改革再次升温，资产证券化是电力行业国企改革的主要方向，龙头企业将优先受益改革。华能集团曾于 2014 年 6 月补充资产注入承诺，华能国际当前可控装机规模为 8233.1 万千瓦，体外资产容量较大，具有外延式扩张空间。
- 风险因素：火电利用小时低迷；煤价超预期上涨；上网电价下调等。

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	125,407	128,905	120,052	121,784	127,511
(+/-)%	-6%	3%	-7%	1%	5%
经营利润（EBIT）	26,871	32,225	31,968	33,169	34,176
(+/-)%	1%	20%	-1%	4%	3%
净利润	10,546	13,786	16,216	16,904	17,648
(+/-)%	0%	31%	18%	4%	4%
每股净收益（元）	0.69	0.91	1.07	1.11	1.16
每股股利（元）	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率(%)	21.4%	25.0%	26.6%	27.2%	26.8%
净资产收益率(%)	15.0%	17.4%	18.1%	16.8%	15.7%
投入资本回报率(%)	10.1%	11.2%	9.9%	9.7%	9.7%
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.8	5.4	4.9
市盈率	11.4	8.7	7.4	7.1	6.8
股息率（%）	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	9.25
上次预测：	11.76
当前价格：	7.91

2016.03.23

交易数据

52 周内股价区间（元）	6.58-14.76
总市值（百万元）	120,235
总股本/流通 A 股（百万股）	15,200/10,500
流通 B 股/H 股（百万股）	0/4,700
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	1778.50
日均成交值（百万元）	134.18

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	74,569
每股净资产	4.91
市净率	1.6
净负债率	189.04%

EPS（元）	2015A	2016E
Q1	0.33	0.34
Q2	0.26	0.28
Q3	0.27	0.32
Q4	0.04	0.13
全年	0.91	1.07

52周内股价走势图

升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	-14%	-3%
相对指数	9%	4%	16%

相关报告

《行业龙头 价值尽显》2015.09.09

《时间换空间，胜算几何？》2013.08.07

《四季度业绩环比将有正增长，仍为首选》2012.10.29

《别走开，精彩稍后继续》2012.08.01

《再次经历盈利低谷，业绩弹性仍为首选》

国泰君安版权所有发送给博颐投资.公共邮箱:boyitouzi@gmail.com p2

模型更新时间：2016.03.23

股票研究

公用事业

电力

华能国际（600011）

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**9.25**
上次预测:	11.76
当前价格:	7.91

公司网址

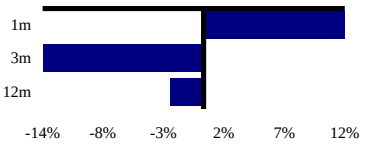
www.hpi.com.cn

公司简介

公司是中国最大的上市发电公司之一，主要业务是利用现代化的技术和设备，利用国内外资金，在全国范围内开发、建设和运营大型发电厂。

公司境内电厂广泛分布在中国十八个省、市和自治区；公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司。

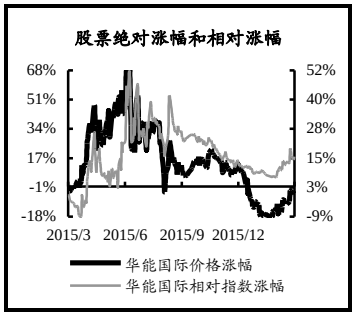
绝对价格回报（%）

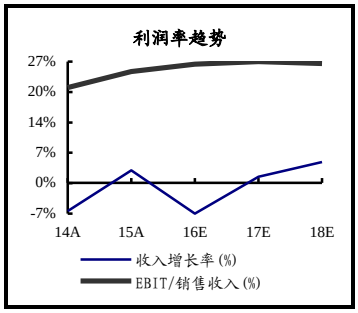


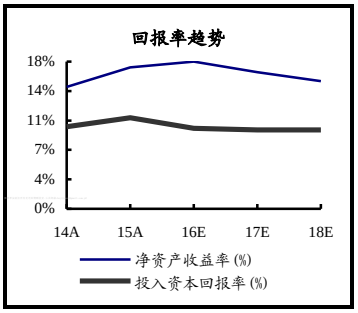
52 周价格范围	6.58-14.76
市值（百万）	120,235

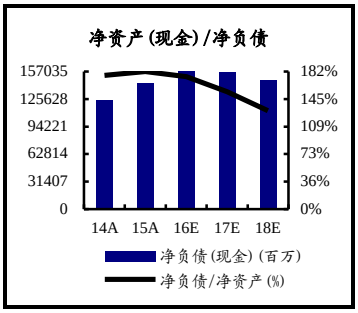
财务预测（单位：百万元）

损益表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**125,407**	**128,905**	**120,052**	**121,784**	**127,511**
营业成本	94,011	91,521	83,280	83,741	88,233
税金及附加	932	1,158	1,078	1,094	1,145
销售费用	4	4	4	4	4
管理费用	3,588	3,997	3,722	3,776	3,953
EBIT	**26,871**	**32,225**	**31,968**	**33,169**	**34,176**
公允价值变动收益	43	-17	0	0	0
投资收益	1,424	1,697	1,697	1,697	1,697
财务费用	7,664	7,809	6,538	6,572	6,317
营业利润	**18,552**	**23,006**	**27,127**	**28,295**	**29,556**
所得税	5,511	5,835	6,864	7,155	7,470
少数股东损益	2,818	3,764	4,427	4,615	4,818
净利润	**10,546**	**13,786**	**16,216**	**16,904**	**17,648**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	12,608	7,538	967	967	967
其他流动资产	405	528	0	0	0
长期投资	22,296	25,263	25,263	25,263	25,263
固定资产合计	189,428	218,697	228,526	239,384	248,255
无形及其他资产	22,850	22,578	22,738	23,717	24,695
资产合计	**271,904**	**299,590**	**298,423**	**313,328**	**322,217**
流动负债	101,462	119,641	116,495	122,657	121,857
非流动负债	86,451	83,177	70,289	63,289	56,289
股东权益	70,219	79,273	89,683	100,811	112,683
投入资本(IC)	**187,767**	**215,966**	**242,402**	**257,539**	**264,420**
现金流量表					
NOPLAT	19,026	24,184	23,991	24,892	25,648
折旧与摊销	11,935	14,323	16,093	18,080	20,067
流动资金增量	1,327	-1,432	1,752	-3,301	2,968
资本支出	-20,309	-24,225	-25,703	-29,537	-29,537
自由现金流	**11,979**	**12,849**	**16,133**	**10,134**	**19,146**
经营现金流	33,320	42,363	22,874	40,813	49,761
投资现金流	-19,086	-33,798	-24,006	-27,840	-27,840
融资现金流	-11,279	-14,141	-5,439	-12,973	-21,922
现金流净增加额	**2,955**	**-5,576**	**-6,571**	**0**	**0**
财务指标					
成长性					
收入增长率	-6.3%	2.8%	-6.9%	1.4%	4.7%
EBIT 增长率	1.5%	19.9%	-0.8%	3.8%	3.0%
净利润增长率	0.2%	30.7%	17.6%	4.2%	4.4%
利润率					
毛利率	25.0%	29.0%	30.6%	31.2%	30.8%
EBIT 率	21.4%	25.0%	26.6%	27.2%	26.8%
净利润率	8.4%	10.7%	13.5%	13.9%	13.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.0%	17.4%	18.1%	16.8%	15.7%
总资产收益率(ROA)	3.9%	4.6%	5.4%	5.4%	5.5%
投入资本回报率(ROIC)	10.1%	11.2%	9.9%	9.7%	9.7%
运营能力					
存货周转天数	26	24	24	24	24
应收账款周转天数	42	40	40	40	40
总资产周转周转天数	774	809	909	917	910
净利润现金含量	3.16	3.07	1.41	2.41	2.82
资本支出/收入	16%	19%	21%	24%	23%
偿债能力					
资产负债率	69.1%	67.7%	62.6%	59.3%	55.3%
净负债率	176.6%	181.7%	175.1%	155.2%	130.1%
估值比率					
PE	11.4	8.7	7.4	7.1	6.8
PB	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.8	5.4	4.9
P/S	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
股息率	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%









国泰君安版权所有发送给博颐投资.公共邮箱:boyitouzi@gmail.com p3

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com