

公用事业

2017年08月03日

华能国际 (600011)

——成本高企致业绩大幅回落 三季度预计环比大幅改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月03日

收盘价(元)	7.27
一年内最高/最低(元)	8.36/7.01
市净率	1.6
息率(分红/股价)	3.99
流通A股市值(百万元)	76335
上证指数/深证成指	3272.93 / 10436.17

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	4.58
资产负债率%	76.77
总股本/流通A股(百万)	15200/10500
流通B股/H股(百万)	-/4700

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《电力盈利反转 改革一触即发——2017年下半年公用事业行业投资策略 (PPT)》
2017/07/11

《华能国际 (600011) 点评：火电龙头一季度实现盈利 业绩环比明显回升》
2017/04/26

证券分析师

刘孝宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818×转
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布17年中报，上半年公司实现营收714.34亿元，较上年同期(调整后)增加11.36%，实现归母净利润7.88亿元，较上年同期(调整后)下降89.88%，符合申万宏源预期。

投资要点：

- **收购集团发电资产装机增加，受益下游用电需求回暖公司电量同比增长。**公司一季度完成对集团的山东发电(80%)、吉林发电(100%)、黑龙江发电(100%)和中原燃气(90%)的收购，增加控股装机1594万千瓦；另外公司上年年共投产约70万千瓦，截至17年中公司控股装机达10169.8万千瓦。17年上半年全社会用电量同比增长6.3%，受益于下游用电需求持续回暖以及新装机投产，上半年公司发电量1867亿千瓦时，同比增长27.80%；完成售电量1761亿千瓦时，同比增长27.55%。电价方面，上半年公司电厂平均结算电价为0.4075元/千瓦时，同比增长3.3%，略有回升。
- **煤价处于高位上半年盈利严重恶化，二季度盈利环比回落主要是受营业外收入下降、费用增加等因素影响。**去年煤价开始快速上行给火电企业造成巨大压力，上半年煤价较去年年底高位略有回落，但总体仍然维持在较高水平，6月份全国电煤价格指数较上年同期高出53%。公司上半年毛利率仅为11.49%，较上年同期减少17.02个百分点；公司上半年实现归母净利润7.88亿元，同比大幅减少89.88%。分季度来看，公司今年一季度和二季度归母净利润分别为6.52、1.36亿，二季度盈利水平大幅下降。一方面，公司二季度收入较一季度减少37亿，主要是由于发电量减少导致电力收入下滑，同时供暖季结束热力收入下降，收入减少造成公司二季度毛利环比下降约10亿元。另一方面，公司二季度期间费用较一季度上升2个亿、营业外收入减少1.5亿，均对公司盈利造成较大影响。综上，收入和费用的波动是造成公司二季度盈利环比变差的主要原因。
- **三季度电价上调，煤价有望见顶回落，公司业绩有望改善。**按发改委出台通知优化电价结构，当前已有20余省份出台实施细则，综合来看火电上网标杆电价普遍上调1-2分/千瓦时。当前火电度电盈利水平处于低位，上网电价提升有望带来巨大业绩弹性。三季度煤价有望步入下行通道，从短期看当前持续高温即将过去，8月内蒙受限产能逐步释放，从长期看中央表态加快产能释放，预计全年可净增加有效产能2亿吨，改善当前煤炭供求格局。
- **盈利预测及评级：**综合考虑煤价变化及火电供给侧改革推进，我们调整预测17~19年归母净利润为35、89和109亿元(调整前业绩预测分别为49、78.56和82.18亿元)，对应每股收益分别为0.23、0.59和0.72元/股，当前股价对应的PE分别为32倍、12倍和10倍。公司作为优质火电龙头，有望充分受益于火电行业供给侧改革和央企重组带来的行业性机会，期待煤价回落以及煤电联动落地，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	113,814	71,434	140,345	148,128	149,166
同比增长率(%)	-11.71	34.97	23.31	5.55	0.70
净利润(百万元)	8,814	788	3,542	8,900	10,901
同比增长率(%)	-36.06	-87.48	-59.82	151.27	22.48
每股收益(元/股)	0.58	0.05	0.23	0.59	0.72
毛利率(%)	21.5	11.5	13.3	18.6	20.6
ROE(%)	10.8	1.1	4.4	10.1	11.6
市盈率	13		32	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	133833	140027	128905	113814	140345	148128	149166
二、营业总成本	116330	120199	107580	102045	135891	135051	133076
其中：营业成本	102865	104532	91521	89390	121716	120531	118378
营业税金及附加	1044	1049	1158	1178	1452	1533	1544
销售费用	9	4	4	16	19	20	20
管理费用	3433	4017	3997	3336	4114	4342	4373
财务费用	7523	8415	7809	6921	7981	7724	7662
资产减值损失	1456	2182	3090	1205	608	900	1100
加：公允价值变动收益	-6	43	-17	-13	0	0	0
投资收益	851	1429	1697	2383	1005	1375	1745
三、营业利润	18348	21300	23006	14139	5459	14453	17835
加：营业外收入	449	1013	1002	981	900	1000	1000
减：营业外支出	1148	742	622	754	607	508	555
四、利润总额	17649	21571	23385	14366	5753	14945	18280
减：所得税	4545	6212	5835	3580	1418	4054	4940
五、净利润	13104	15360	17550	10786	4334	10891	13340
少数股东损益	2584	3177	3764	1972	792	1991	2439
归属于母公司所有者的净利润	10520	12183	13786	8814	3542	8900	10901
六、基本每股收益	0.75	0.75	0.95	0.58	0.23	0.59	0.72
全面摊薄每股收益	0.69	0.80	0.91	0.58	0.23	0.59	0.72

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。