

煤价高企拖累利润，业绩有望环比改善

公司简报

◆事件

公司发布2017年半年报,2017H1公司营业收入300亿元,同比增长2.9%;净利润10.8亿元,同比下滑36.2%;EPS 0.08元,同比下滑36.2%。

◆电量增长提振收入，煤价成本拖累业绩

2017H1公司上网电量858亿千瓦时,同比增长10.3%;平均上网电价0.37元/千瓦时,同比小幅下滑1.9%;上述因素共同导致公司电力营收271亿元,同比增长8.2%。承压煤价大幅上涨(同比超70%)等因素,公司本期营业成本同比上涨21.6%,毛利同比大幅下滑43.8%。近期动力煤价呈现企稳态势,我们预计内蒙古70周年大庆后优质煤炭产能的陆续释放,煤价有望短期见顶。

◆上网电价下半年上调，业绩环比改善可期

2017年6月国家发改委发文,自2017年7月1日起调整合理电价结构,腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。截至目前,燃煤电厂标杆上网电价的上调政策持续落地,已明确上调上网电价地区的上调幅度在0.25-2.28分/千瓦时(含税)。我们预计随着公司燃煤电厂标杆上网电价的上调叠加燃煤成本下降,公司下半年业绩将出现环比改善。公司剥离煤化工包袱轻装上阵,专注电力主业,2017年全年公司业绩有望扭亏为盈。

◆盈利预测和投资评级

我们预计公司2017-2019年的EPS分别为0.13、0.29、0.33元,对应PE分别为35、15、14倍。给予2018年18倍PE,对应目标价5.22元,维持“增持”评级。

◆风险提示:

燃煤价格持续上涨导致煤电成本增加的风险,煤电供给侧改革进度低于预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	61,890	59,124	62,239	65,778	68,024
营业收入增长率	-11.8%	-4.5%	5.3%	5.7%	3.4%
净利润(百万元)	2,809	-2,623	1,689	3,905	4,357
净利润增长率	56.2%	-193.4%	-	131.2%	11.6%
EPS(元)	0.21	-0.20	0.13	0.29	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.2%	-6.6%	4.1%	8.8%	9.3%
P/E	21.3	-	35.4	15.3	13.7
P/B	1.3	1.5	1.4	1.4	1.3

增持(维持)

当前价/目标价:4.48/5.22元

目标期限:6个月

分析师

王威(执业证书编号:S0930517030001)

021-22169047

wangwei2016@ebscn.com

市场数据

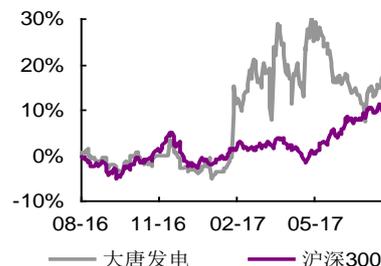
总股本(亿股):133.10

总市值(亿元):597.62

一年最低/最高(元):3.71/5.35

近3月换手率:15.89%

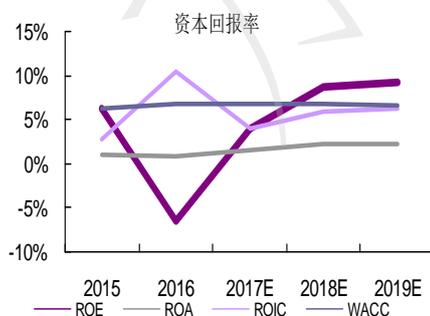
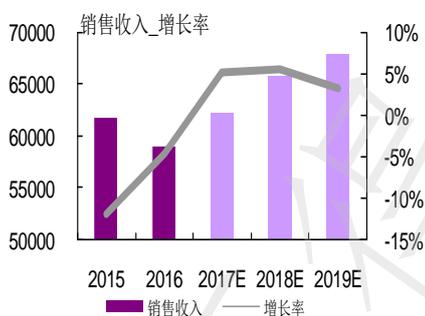
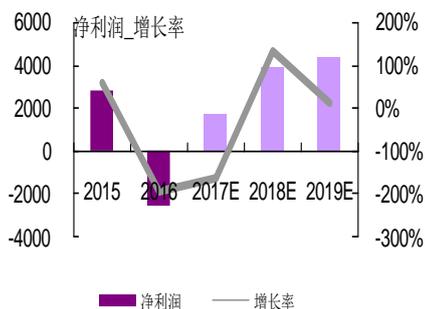
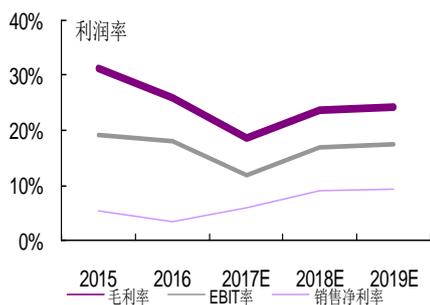
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.64	-21.15	2.62
绝对	1.59	-13.19	12.19

相关研报



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	61,890	59,124	62,239	65,778	68,024
营业成本	42,406	43,616	50,586	50,028	51,390
折旧和摊销	11,580	12,093	12,741	14,440	15,439
营业税费	695	863	908	960	993
销售费用	204	178	187	198	204
管理费用	3,797	3,850	3,112	3,289	3,401
财务费用	7,898	6,698	4,895	5,974	6,535
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,202	-3,064	1,000	1,000	1,000
营业利润	5,160	883	3,445	6,210	6,424
利润总额	6,568	1,240	4,145	6,710	7,224
少数股东损益	474	4,632	2,000	2,000	2,000
归属母公司净利润	2,809.03	-2,623.33	1,688.96	3,904.84	4,357.36

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	303,368	233,222	245,599	264,563	284,279
流动资产	21,020	20,195	24,423	41,523	58,534
货币资金	5,574	4,528	7,579	24,174	40,696
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	7,343	7,506	7,901	8,351	8,636
应收票据	517	498	524	554	573
其他应收款	2,450	1,344	1,415	1,496	1,547
存货	3,858	2,767	3,216	3,180	3,268
可供出售投资	4,970	4,983	4,983	4,983	4,983
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	13,235	14,878	14,978	15,078	15,178
固定资产	182,032	137,161	172,038	178,319	182,495
无形资产	6,733	3,527	3,419	3,315	3,214
总负债	240,018	174,629	183,316	197,482	212,612
无息负债	63,093	47,771	53,383	56,251	58,781
有息负债	176,925	126,858	129,933	141,231	153,831
股东权益	63,350	58,594	62,283	67,081	71,667
股本	13,310	13,310	13,310	13,310	13,310
公积金	29,139	31,081	31,081	31,081	31,081
未分配利润	2,085	-5,014	-3,325	-527	2,059
少数股东权益	18,327	18,875	20,875	22,875	24,875

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	25,050	20,453	22,704	25,346	27,891
净利润	2,809	-2,623	1,689	3,905	4,357
折旧摊销	11,580	12,093	12,741	14,440	15,439
净营运资金增加	-6,504	3,370	-2,189	190	-422
其他	17,165	7,613	10,463	6,812	8,516
投资活动产生现金流	-14,202	-13,747	-19,842	-15,250	-17,110
净资本支出	-16,119	-16,057	-20,742	-16,150	-18,010
长期投资变化	13,235	14,878	-100	-100	-100
其他资产变化	-11,319	-12,567	1,000	1,000	1,000
融资活动现金流	-10,663	-7,401	188	6,499	5,741
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-11,205	-50,067	3,075	11,298	12,600
无息负债变化	11,900	-15,323	5,612	2,868	2,530
净现金流	186	-699	3,050	16,595	16,522

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-11.83%	-4.47%	5.27%	5.69%	3.41%
净利润增长率	56.20%	-193.39%	-	131.20%	11.59%
EBITDA/EBITDA 增长率	-1.18%	-2.98%	-	27.60%	6.93%
EBIT/EBIT 增长率	-1.88%	-10.21%	-	52.37%	6.93%
估值指标					
PE	21	-	35	15	14
PB	1	2	1	1	1
EV/EBITDA	11	9	10	8	8
EV/EBIT	21	19	28	19	17
EV/NOPLAT	43	12	32	21	20
EV/Sales	4	3	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	31.48%	26.23%	18.72%	23.94%	24.45%
EBITDA 率	37.87%	38.46%	32.26%	38.95%	40.28%
EBIT 率	19.16%	18.00%	11.79%	17.00%	17.58%
税前净利润率	10.61%	2.10%	6.66%	10.20%	10.62%
税后净利润率 (归属母公司)	4.54%	-4.44%	2.71%	5.94%	6.41%
ROA	1.08%	0.86%	1.50%	2.23%	2.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.24%	-6.60%	4.08%	8.83%	9.31%
经营性 ROIC	2.69%	10.45%	3.87%	5.84%	6.22%
偿债能力					
流动比率	0.30	0.35	0.49	0.82	1.13
速动比率	0.24	0.30	0.42	0.76	1.07
归属母公司权益/有息债务	0.25	0.31	0.32	0.31	0.30
有形资产/有息债务	1.66	1.78	1.83	1.82	1.80
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.21	-0.20	0.13	0.29	0.33
每股红利	0.17	0.00	0.08	0.13	0.14
每股经营现金流	1.88	1.54	1.71	1.90	2.10
每股自由现金流(FCFF)	0.81	0.74	0.06	0.61	0.63
每股净资产	3.38	2.98	3.11	3.32	3.52
每股销售收入	4.65	4.44	4.68	4.94	5.11

资料来源：光大证券、上市公司

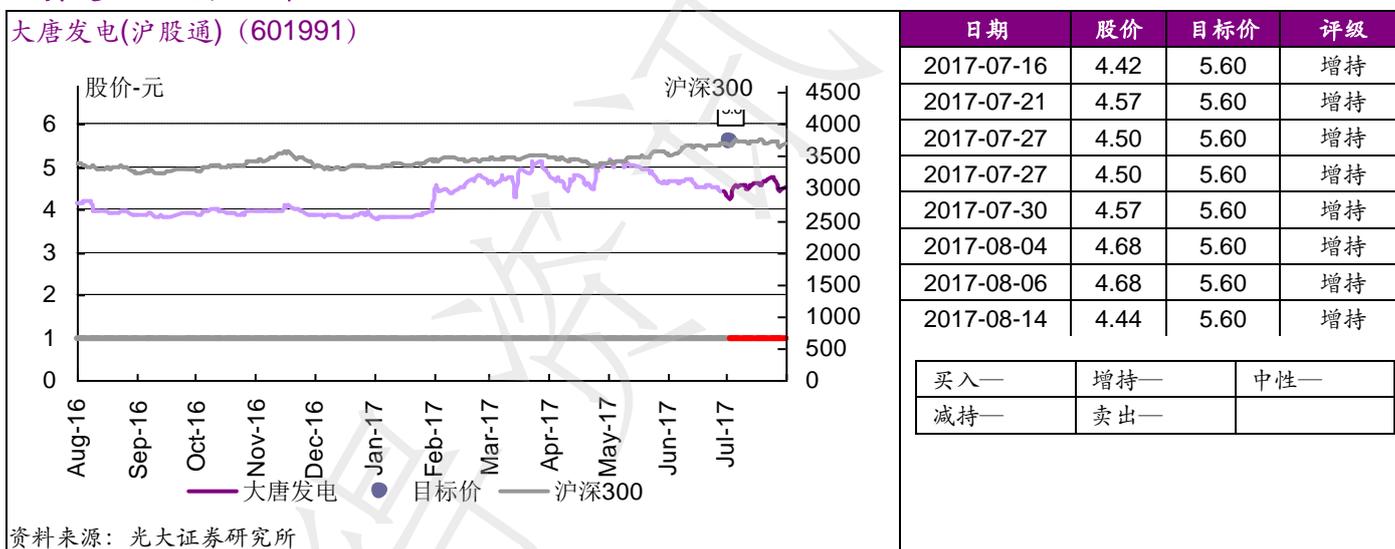
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王威，中央财经大学金融学硕士。2006-2007 年就职于天相投资顾问有限公司。2007 年加入国泰君安证券研究所，长期从事公用事业及环保行业研究。2016 年加入光大证券研究所。2015 年新财富“电力、煤气及水等公用事业”第二名，“环保”第五名；2014 年新财富“环保等公用事业”行业第二名；2013 年新财富“电力、煤气及水等公用事业”行业第四名。熟悉公司：国投电力、长江电力、华能国际、黔源电力、雪迪龙、清新环境、津膜科技、碧水源等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com