

审慎推荐-A (维持)

华电国际 600027.SH

当前股价: 4.62 元

2017年08月31日

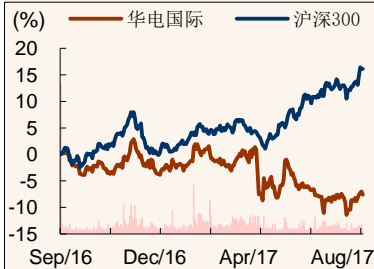
煤价高企业绩下滑, 火电仍处于筑底阶段

基础数据

上证综指	3364
总股本(万股)	986298
已上市流通股(万股)	678461
总市值(亿元)	456
流通市值(亿元)	313
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	1.2
资产负债率	73.8%
主要股东	中国华电集团公司
主要股东持股比例	46.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-8	-9
相对表现	-3	-19	-25



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华电国际(600027)—16年业绩大幅下滑, 17年利用小时稍有回升, 但煤价高企仍将大幅吞噬利润》2017-03-29
- 2、《华电国际(600027)—2016半年报点评: 火电行业供给过剩需求增速放缓, 财务费用减少提振业绩》2016-09-01
- 3、《华电国际(600027)—业绩符合

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

8月30日晚, 公司公告2017年半年报。上半年公司实现营业总收入366.48亿元, 同比增长23.99%; 归属净利润亏损2.12亿元, 同比下降108.04%。

评论:

1、利润表分析: 收入同比增长23.99%, 归属净利润同比下降108.04%, 煤价高企导致成本增加是利润下滑的主要原因:

(1) 收入小幅上升, 利润大幅下滑:

公司2017年上半年实现营收366.48亿元, 同比增长23.99%。营业成本334.21亿元, 同比增长55.72%。归属净利润-2.12亿元, 同比下降108.04%; 基本每股亏损0.021元, 同比减少0.288元。

(2) 发电量和电价水平同时回升是营收增长的主要原因:

2017年上半年累计发电量为885.74亿千瓦时, 比2016年同期增长约2.33%; 上网电量完成828.32亿千瓦时, 比2016年同期增长约2.29%。发电量及上网电量同比增长的主要原因是新建机组投产的电量贡献。2017年上半年平均上网电价为396.64元/兆瓦时, 较2016年同期385.26元/兆瓦时增长2.95%。上网电价的上调对减少公司亏损起到了一定的作用。

(3) 营业成本增长幅度较大的原因是发电量小幅上涨, 煤价保持高位:

2017上半年, 秦皇岛港5500大卡的山西优混动力煤的平均市场价为605.0元/吨, 较2016上半年386.3元/吨的市场均价, 大幅增长了56.6%。燃料成本约为185.30亿元, 同比增加约65.91%。此外, 上半年公司煤炭业务营收同比大幅增长739.3%, 而煤炭销售成本同比增加约755.71%, 主要原因是煤炭贸易量增加及采购价格大幅升高的影响。公司煤炭业务毛利率在2015、2016年分别为-20%、-23%, 煤炭业务的增长对公司的毛利率进一步造成不利影响。综合以上因素, 公司上半年综合毛利率8.81%, 同比降低13.79个百分点, 大幅下滑。下半年开始限制进口发力叠加夏季需求旺季, 煤价仍将保持高位, 将对火电行业盈利继续构成压力。

(4) 管理及财务费用率下滑有效降低公司亏损:

2017年上半年, 税金及附加约为4.56亿元, 同比增加约10.79%, 主要原因是根据财政部有关规定, 房产税等由管理费用调整至税金及附加科目核算的影响。税金及附加占营收的比例为1.2%, 同比持平。管理费用约为7.51亿元, 同比减少18.31%, 主要原因是房产税等由管理费用调整至税金及附加科目核算, 以及加大费用控制力度的影响。而管理费用占营收的比例为2.0%, 同比下降1.3pct。财务费用24.20亿元, 同比减少1.72%, 财务费用占营收的比例为6.6%, 同比下降1.7pct。各项费用率的下降, 有效降低了公司的亏损。

2、度电收入利润及结构分析：

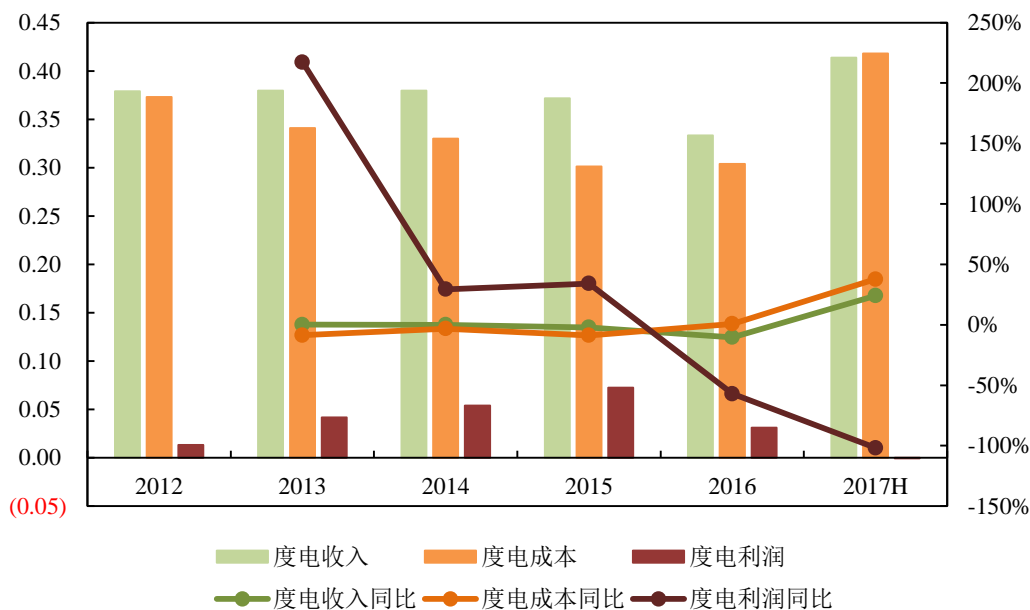
核算公司近五年及 2017 上半年的度电收入、度电利润、度电成本的变化情况，如下表所示，为方便比较，2017 年上半年同比数据为相对 2016 年全年的增长率。

表1：华电国际度电指标分析

单位：元/千瓦时	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
度电收入	0.379	0.380	0.380	0.372	0.333	0.414
同比		0.17%	-0.03%	-2.09%	-10.33%	24.14%
度电成本	0.373	0.341	0.330	0.301	0.304	0.418
同比		-8.61%	-3.13%	-8.76%	0.84%	37.68%
度电利润	0.013	0.042	0.054	0.073	0.031	-0.001
同比		217.23%	29.37%	34.17%	-56.99%	-101.81%
度电燃料成本	0.236	0.204	0.182	0.142	0.152	0.209
同比		-13.85%	-10.61%	-22.18%	7.12%	37.87%
度电折旧成本	0.040	0.042	0.045	0.050	0.054	0.058
同比		6.70%	5.01%	11.84%	9.09%	6.36%
度电管理费用	0.012	0.010	0.010	0.010	0.009	0.008
同比		-14.39%	-2.12%	6.11%	-13.54%	-6.09%
度电财务费用	0.040	0.034	0.035	0.031	0.026	0.027
同比		-13.49%	1.07%	-10.10%	-17.07%	5.70%

资料来源：公司公告，招商证券

图1：华电国际度电收入利润分析



资料来源：公司公告，招商证券

由上图可以看出，度电收入在 2017 上半年同比变化趋势有所回升，主要是由于 2017 年上半年平均上网结算电价为 396.64 元/兆瓦时，同比增长了 2.95%，较 2016 年全年平均上网电价上涨了 1 分钱每度电左右。由于公司仅公告了 2015、2016 两年的平均上网电价及同比数据，因此我们通过电力销售收入（其中 2015 年数据缺失）及上网电量的数据估算出 2012-2016 年及 2017 上半年的平均上网电价如下表所示，为方便比较，2017 年上半年同比数据为相对 2016 年全年的增长率。可以看出，2017 年上半年电价有所回升。自 6 月发改委发布关于取消、降低电价中的部分政府性基金，以腾出空间上

调煤电上网电价的通知后，各地燃煤电厂上网标杆电价纷纷上调，上调幅度在 1 分钱每度电左右，预计全年平均上网电价还将略有增长。

而度电利润在 2012-2015 年呈现上涨趋势，但在 2016 年、2017 上半年均出现了显著下滑，主要是由于 2016 年下半年以来煤价高居不下挤压了火电的利润空间，而 2017 年电价开始有所回升，虽电价上升幅度还不足以覆盖煤价上涨带来的成本压力，但可以推测火电行业目前已处于筑底阶段。

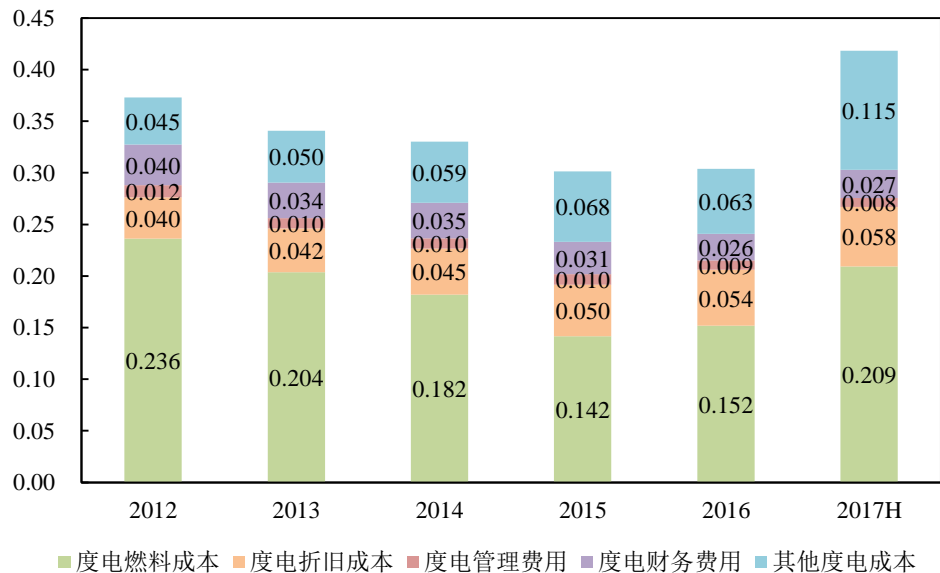
表2：华电国际近五年平均上网电价

单位：元/兆瓦时	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
平均上网电价 (推算)	441.36	442.47	442.10		382.69	397.45
同比		0.25%	-0.08%			3.86%
平均上网电价 (公告)			440.98	424.97	380.00	396.64
同比				-3.63%	-10.58%	4.38%

资料来源：公司公告，招商证券

度电成本在 2017 上半年出现了显著增长。对度电成本的结构进行分析如下图，其主要来源为燃料成本。因此我们统计近五年及 2017 上半年的平均煤价如表 3，为方便比较，2017 年上半年同比数据为相对 2016 年全年的增长率。可以看到 2012-2015 年煤价持续下跌，2016 年煤价小幅上涨，而 2017 上半年则出现了显著的增长，度电燃料成本的增长幅度基本接近于煤价的增长幅度。此外，公司 2017 上半年其他度电成本也有显著上涨，度电折旧成本小幅上涨，度电管理费用和度电财务费用变化不大。

图2：华电国际度电成本结构分析



资料来源：公司公告，招商证券

表3：近五年平均煤价

单位：元/吨	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
秦皇岛 Q5500 动力煤	700.7	592.2	523.5	427.2	459.4	605.0
标煤单价 (换算)	891.8	753.7	666.3	543.7	584.7	770.0
同比		-15.5%	-11.6%	-18.4%	7.5%	31.7%

资料来源：WIND，招商证券

3、盈利预测及敏感性分析:

(1) 盈利预测及重要假设

利用小时假设:

以华电国际近四年的上、下半年的不同类型电力的平均利用小时平均值的比值作为 2017 上、下半年的比值,可得到华电国际 2017 年的利用小时预测值,且假设 2018、2019 年不同类型电力平均利用小时等于前三年均值。

装机假设:

假设 2017 年全年各类型平均装机约为 2017 上半年末的装机量,且据公司公告的已核准、备案及在建机组情况,假设分六年完成上述计划,可估算出未来两年的装机情况。

电价假设:

根据 2017 年中报公告的上半年平均上网电价较 2016 年平均电价上涨 1 分钱每度电左右,自 6 月发改委发布关于取消、降低电价中的部分政府性基金,以腾出空间上调煤电上网电价的通知后,各地燃煤电厂上网标杆电价纷纷上调,上调幅度在 1 分钱每度电左右,因此假设全年平均上网电价增长 1.5 分钱每度电,假设 2018、2019 年平均电价每年上调 0.5 分钱每度电。

煤价假设:

7-8 月份旺季需求与 3 月相当,而限制进口使沿海供给减少 10%,预计旺季煤价突破 3 月份高点达到 700 元/吨左右。旺季后煤价回归,预计稳定的市场煤价中枢为 600 元/吨(Q5500 动力煤),对应的标煤单价为 763.6 元/吨。考虑到存在长协煤价等,华电国际的平均煤价可能低于市场价,假设其 2017 年标煤均价为 750 元/吨,2018、2019 年可能有所回落,假设每年降低 5%。

煤炭业务营收假设:

由于煤炭业务本年度大幅增长,且毛利率为负,对公司业绩影响较大。2017 上半年煤炭业务增长 739.3%,假设全年增速略有平缓为 650%。假设 2018、2019 煤炭业务营收每年下滑 30%。

(2) 维持“审慎推荐”评级

综合考虑煤价高居不下,电价上调幅度较小,预计 2017 年、2018 年、2019 年公司归属净利润为-2.60、25.12、45.34 亿元,对应 EPS 为-0.03、0.25、0.46 元/股,当前股价对应的 PE 分别为-、18.5、10.0 倍。

(3) 利用小时、电价、煤价敏感性分析

在上述假设的基础上,假设火电利用小时分别变动-5%、-3%、0%、3%、5%;火电上网电价分别变动-0.02 元、-0.01 元、0.00 元、0.01 元、0.02 元;煤价分别变动-10%、-5%、0%、5%、10%。分别对煤价、电价、利用小时对 2017 年 EPS 的影响进行敏感性分析,结果如下。

表4: 2017年电价敏感性分析

EPS	火电利用小时					
		-5%	-3%	0%	3%	5%
火电上网电价	-0.02	(0.21)	(0.20)	(0.18)	(0.17)	(0.16)
	-0.01	(0.14)	(0.12)	(0.11)	(0.09)	(0.07)
	0.00	(0.06)	(0.05)	(0.03)	(0.00)	0.01

0.01	0.01	0.03	0.05	0.08	0.09
0.02	0.09	0.10	0.13	0.16	0.18

资料来源：招商证券

表5：2017年电价敏感性分析

EPS 变化率	火电利用小时					
	-5%	-3%	0%	3%	5%	
-0.02	705.8%	662.8%	598.3%	533.8%	490.8%	
-0.01	421.6%	372.6%	299.2%	225.7%	176.7%	
0.00	137.4%	82.5%	0.0%	-82.5%	-137.4%	
0.01	-146.8%	-207.7%	-299.2%	-390.6%	-451.6%	
0.02	-431.0%	-497.9%	-598.3%	-698.7%	-765.7%	

资料来源：招商证券

表6：2017年煤价敏感性分析

EPS	火电利用小时					
	-5%	-3%	0%	3%	5%	
-10%	0.12	0.14	0.17	0.20	0.22	
-5%	0.03	0.05	0.07	0.10	0.11	
0%	(0.06)	(0.05)	(0.03)	(0.00)	0.01	
5%	(0.16)	(0.14)	(0.12)	(0.11)	(0.09)	
10%	(0.25)	(0.24)	(0.22)	(0.21)	(0.20)	

资料来源：招商证券

表7：2017年煤价敏感性分析

EPS 变化率	火电利用小时					
	-5%	-3%	0%	3%	5%	
-10%	-572.5%	-642.4%	-747.3%	-852.2%	-922.1%	
-5%	-217.5%	-280.0%	-373.7%	-467.3%	-529.8%	
0%	137.4%	82.5%	0.0%	-82.5%	-137.4%	
5%	492.4%	444.9%	373.7%	302.4%	254.9%	
10%	847.4%	807.4%	747.3%	687.3%	647.3%	

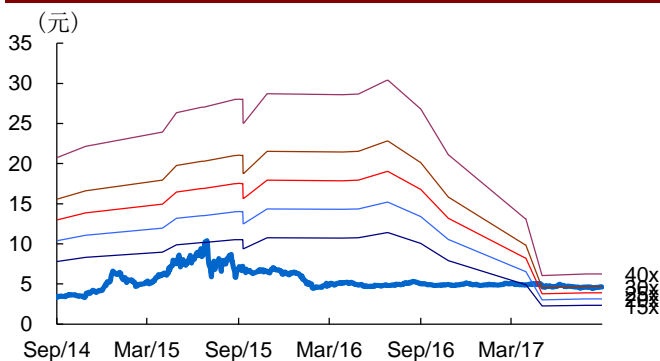
资料来源：招商证券

综上，维持“审慎推荐”评级。

4、风险提示：煤价高居不下、利用小时不及预期

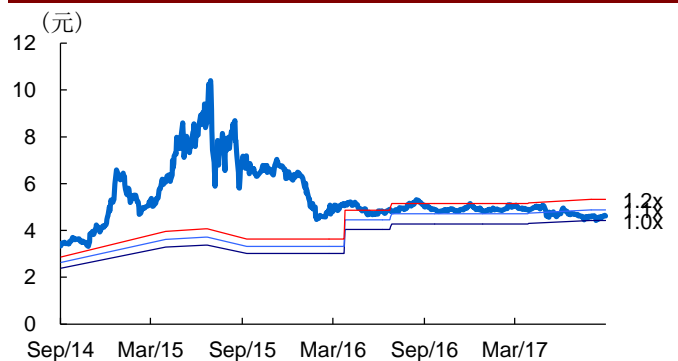
5、PE-PB Band

图 3：华电国际历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：华电国际历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	23976	21061	24094	25157	26607
现金	9585	6464	6341	6377	7504
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1478	1177	1381	1487	1532
应收款项	7902	6078	7107	7654	7882
其它应收款	805	1004	1178	1268	1306
存货	2053	2737	3781	3774	3679
其他	2153	3601	4306	4596	4703
非流动资产	182679	189051	191038	192915	194688
长期股权投资	9845	9394	9394	9394	9394
固定资产	135902	139395	142759	145877	148766
无形资产	13426	13783	12405	11164	10048
其他	23506	26479	26479	26479	26479
资产总计	206655	210112	215131	218072	221295
流动负债	67144	74154	80875	80263	77969
短期借款	13162	14406	15962	15452	14636
应付账款	14900	18418	25514	25470	24829
预收账款	1371	1333	1847	1844	1797
其他	37711	39997	37552	37497	36707
长期负债	83612	79523	79523	79523	79523
长期借款	63831	59694	59694	59694	59694
其他	19781	19829	19829	19829	19829
负债合计	150756	153677	160398	159786	157492
股本	9863	9863	9863	9863	9863
资本公积金	13321	13148	13148	13148	13148
留存收益	19185	19609	18007	20597	24378
少数股东权益	13531	13815	13716	14678	16415
归属于母公司所有者权益	42369	42619	41018	43608	47388
负债及权益合计	206655	210112	215131	218072	221295

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	31526	22132	28280	18244	20624
净利润	7694	3344	(260)	2512	4534
折旧摊销	9558	10373	11605	11714	11819
财务费用	5955	4913	4649	5007	5156
投资收益	(398)	(324)	(822)	(822)	(822)
营运资金变动	6081	2718	13201	(1131)	(1801)
其它	2636	1107	(93)	965	1738
投资活动现金流	(13502)	(15634)	(12770)	(12770)	(12770)
资本支出	(14401)	(16914)	(13592)	(13592)	(13592)
其他投资	898	1280	822	822	822
筹资活动现金流	(14571)	(9378)	(15633)	(5439)	(6726)
借款变动	(18288)	(1559)	(9643)	(510)	(817)
普通股增加	1056	0	0	0	0
资本公积增加	4028	(173)	0	0	0
股利分配	0	(2959)	(1341)	78	(754)
其他	(1367)	(4687)	(4649)	(5007)	(5156)
现金净增加额	3453	(2879)	(122)	36	1127

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	71015	63346	74313	80039	82423
营业成本	47213	49034	67926	67808	66102
营业税金及附加	709	991	1163	1253	1290
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1995	1716	1270	1368	1409
财务费用	5955	4913	4649	5007	5156
资产减值损失	1685	1088	1088	1088	1088
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	398	324	822	822	822
营业利润	13856	5928	(961)	4337	8201
营业外收入	502	684	684	684	684
营业外支出	542	220	220	220	220
利润总额	13815	6391	(497)	4801	8664
所得税	3335	1766	(137)	1326	2393
净利润	10480	4626	(360)	3475	6271
少数股东损益	2786	1281	(100)	963	1737
归属于母公司净利润	7694	3344	(260)	2512	4534
EPS (元)	0.78	0.34	(0.03)	0.25	0.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	-11%	17%	8%	3%
营业利润	42%	-57%	-116%	-551%	89%
净利润	30%	-57%	-108%	-1066%	80%
获利能力					
毛利率	33.5%	22.6%	8.6%	15.3%	19.8%
净利率	10.8%	5.3%	-0.3%	3.1%	5.5%
ROE	18.2%	7.8%	-0.6%	5.8%	9.6%
ROIC	10.4%	5.5%	2.0%	5.1%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	73.0%	73.1%	74.6%	73.3%	71.2%
净负债比率	42.9%	40.6%	35.2%	34.5%	33.6%
流动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	17.8	20.5	20.8	18.0	17.7
应收帐款周转率	9.2	9.1	11.3	10.8	10.6
应付帐款周转率	3.3	2.9	3.1	2.7	2.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.78	0.34	-0.03	0.25	0.46
每股经营现金	3.20	2.24	2.87	1.85	2.09
每股净资产	4.30	4.32	4.16	4.42	4.80
每股股利	0.30	0.14	-0.01	0.08	0.14
估值比率					
PE	5.9	13.6	-175.2	18.1	10.1
PB	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	13.9	19.4	26.5	19.3	16.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，浙江大学金融学自动化双学位，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心电力及公用事业行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。