



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

公用事业与环保

李怡棉

证券投资咨询业务证书编号: S1300516040001  
(8610) 66229366  
yimian.li@bocichina.com

# 华能国际 2016 年报点评: 业绩下降明显, 明年有望反转

## 【事件】

2017年3月21日晚, 华能国际(600011.CH/人民币 7.50, 未有评级)发布 2016 年报, 全年营收 1,138.14 亿元, 同比下降 11.71%; 归属净利润 88.14 亿元, 同比下降 36.06%; 基本每股收益 0.58 元, 同比下降 38.95%。

## 【点评】

1、**公司业绩降幅明显, 符合我们预期。**2016 年我国火电平均上网电价下调 3 分钱, 利用小时从 2015 年的 4,364 小时减少到 2016 年的 4,165 小时, 电煤价格指数从 2015 年的 362.88 上涨至 380.93, 因此火电全行业利润较 2015 年有明显下降。公司在报告期境内各电厂平均利用小时为 3,921 小时, 较去年同期的 4147 小时下降 5.4%, 导致公司报告期内境内累计发电量 3,136.9 亿度, 同比下降 2.13%, 全年公司平均上网结算电价为 396.60 元/兆瓦时, 同比下降 10.53%, 两者共同导致公司营收同比下降 38.95%。而煤炭价格的大幅上涨导致公司毛利率下降, 最终导致公司净利润同比减少 38.5%。

2、**公司火电业务毛利率下降拉低全公司毛利率水平。**报告期内, 公司火电发电量 3,087.87 亿度, 同比减少 2.56%, 售电量 2,910.74 亿度, 同比减少 2.48%; 售电收入 984.18 亿元, 同比减少 0.13%。因此火电平均上网电价为 0.338 元/千瓦时, 同比减少了 0.041 元/千瓦时, 这主要是和 2016 年火电标杆电价下调和市场电比例扩大有关。报告期内火电营业成本为 834.94 亿元, 对应的毛利率水平为 15.2%, 显著低于去年同期的 23.3%。除电价下调外, 煤炭价格上涨也是重要因素。火电板块毛利率下滑导致公司整体业务的毛利率为 21.5%, 同比减少 7.5 个百分点。

3、**公司第四季度亏损导致全年业绩下滑幅度较大。**2016 年第四季度公司毛利 20.48 亿元, 同比大幅减少 74.02%; 营业利润-8.97 亿元, 同比减少 28.94 亿元; 利润总额-7.76 亿元, 同比减少 26.30 亿元; 净利润-7.23 亿元, 同比减少 19.69 亿元; 归属净利润-5.74 亿元, 同比减少 11.26 亿元。考虑到 2016 年第四季度资产减值同比减少 18.55 亿元, 如果将此因素扣除, 第四季度营业利润实际上只有-27.52 亿元。

图表 1. 华能国际 2015-2016 年分季度主要指标

指标	2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1	2015Q4	2015Q3	2015Q2	2015Q1
毛利率	6.7%	24.0%	24.7%	31.7%	24.9%	30.1%	29.9%	31.0%
度电营业成本	0.352	0.266	0.262	0.256	0.299	0.275	0.136	0.287
度电营业利润	-0.034	0.057	0.051	0.085	0.025	0.082	0.041	0.094
平均电煤指数	508.53	374.84	317.73	322.59	329.01	342.18	367.61	412.74

资料来源: 公司数据, 中银证券

可以看到, 在 2016 年第四季度, 煤炭价格突然上涨, 平均电煤指数从第三季度的 374.84 飞速上涨至 508.53, 环比增长 35.7%, 同比增长 54.6%。

4、公司计划每股分红 0.29 元，对应股息率为 3.7%。公司计划 2016 年每 10 股分红 2.9 元，低于 2015 年的 4.7 和 2014 年的 3.8 元。推测这和公司经营现金流有关。2014-2016 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 333.2 亿元、423.6 亿元和 315.1 亿元，和每股分红变化趋势吻合。

5、集团资产注入按期进行，公司装机增长迅速。自公司上市以来，集团共注入运营机组的权益装机容量约 2,300 万千瓦以及新项目开发权。公司在 2016 年 10 月 14 日与华能集团签署协议，以 151.14 亿元受让华能山东发电有限公司 80% 的权益、华能吉林发电有限公司 100% 的权益、华能黑龙江发电有限公司 100% 的权益、华能河南中原燃气发电有限公司 90% 的权益，在今年 1 月 1 号完成交割后，公司可增加权益运营装机容量 1,338.9 万千瓦，在建装机容量 366.7 万千瓦。未来华能集团会继续注入公司优质资产，公司未来装机和发展空间将进一步扩大。

6、公司将受益于电力供给侧改革。国家将严控煤电新增装机，淘汰 30 万千瓦以下老旧机组。预计在今年火电利用小时下探到 4,000 小时附近，在 2018 年开始回升。公司火电机组中超过一半是 60 万千瓦以上的大型机组。火电利用小时的回升给公司带来较大弹性，明年公司盈利能力将开始回升。

**图表 2. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2015 年度	2016 年度	同比(%)
营业收入	128,904.87	113,814.24	(11.71)
营业税及附加	1,157.76	1,177.82	1.73
净营业收入	128,904.87	113,814.24	(11.71)
营业成本	91,521.26	89,389.95	(2.33)
销售费用	4.44	15.62	252.08
管理费用	3,996.65	3,336.49	(16.52)
营业利润	23,005.72	14,139.01	(38.54)
非经常性项目	(1,030.29)	1,392.52	
经常性投资收益	1,581.96	1,313.11	-
净财务费用	7,809.35	6,920.54	
利润总额	23,385.13	14,366.34	(38.57)
所得税	5,835.45	3,580.11	(38.65)
少数股东损益	3,763.63	1,971.93	
归属母公司股东净利润	13,786.05	8,814.29	(36.06)
扣除非经常性损益的净利润	14,816.34	7,421.77	(49.91)
每股收益(元)	0.91	0.58	(36.06)
扣非后每股收益(元)	0.97	0.49	(49.91)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	29.00	21.46	
经营利润率	17.85	12.42	
净利率	10.69	7.74	
扣非后净利率	11.49	6.52	

资料来源：公司数据，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371