

2017年08月02日

华巍  
C0066@capital.com.tw  
目标价(元) 7.5RMB/5.4HKD

华能国际(600011/0902.HK)

HOLD/持有

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2017/8/1)	7.38
上证综指(2017/8/1)	3292.64
股价 12 个月高/低	8.05/6.75
总发行股数(百万)	15200.38
A 股数(百万)	10500.00
A 市值(亿元)	774.90
主要股东	华能国际电力开发公司(33.33%)
每股净值(元)	4.58
股价/帐面净值	1.61
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.5 -0.9 4.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-03-22	7.51	持有

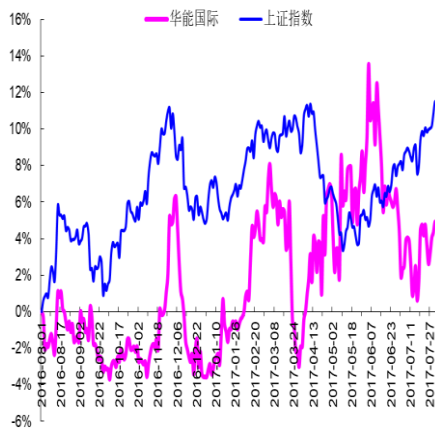
产品组合

电力及热力	100%
-------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.1%
一般法人	83.0%

股价相对大盘走势



17H1 净利下滑 9 成，高煤价吞噬利润

结论与建议：

公司今日发布 2017H1 报告，报告期内实现营业收入 714.34 亿元，YOY+11.36%，实现净利润 7.88 亿元，YOY-89.88%，单季度看公司 Q2 实现净利润 1.36 亿元，YOY-94.2%。业绩出现下降的主要是煤炭价格同比上涨影响所致，目前煤价仍然处于高位，但有部分省市开始上调煤电上网电价，对公司未来业绩有积极影响。

预计公司 17、18 年分别实现净利润 19.14 亿元(YOY-78.29%)、29.12 亿元(YOY+52.15%)，EPS0.13、0.19 元，当前 A 股对应 17、18 年动态 PE 59X、39X，H 股 38X、25X，考虑到当前煤价较高，但并未触发煤电联动，公司业绩将受影响，暂给予 A 股和 H 股“持有”建议，静待拐点出现。

- **发电量上升 27.8%、上网电价增长 3.3%**：受宏观经济复苏影响 2017 年上半年公司累计完成发电量 1,866.85 亿千瓦时，同比增长 27.80%；完成售电量 1,761.21 亿千瓦时，同比增长 27.55%；上半年各运行电厂平均上网结算电价为 407.49 元/兆瓦时，同比增长 3.30%。其中二季度，公司完成发电量 906.97 亿千瓦时，同比增长 31.03%；完成售电量 856.24 亿千瓦时，同比增长 31.02%。营收增长低于发电量增长主要因为公司去年收购黑龙江、吉林和山东等地区发电资产助力公司发电量水准大幅提升所致。
- **煤价居高不下，电企业绩承压，煤电整合预期加强**：今年以来环渤海动力煤价格指数延续 16 年 4 季度以来的高价位，截至 6 月 30 日平均价格指数为 590，相比去年同期大幅上升 52.85%。燃料成本占公司主营成本 6 成以上，高煤价吞噬公司利润，导致公司营收增加 11%的情况下净利润仍下滑 9 成。随着国家煤炭供给侧改革的持续推进及对价格监管加强，料下半年煤价大幅向下可能性不大，会在当前价位区间震荡运行，若上网电价不做调整，公司业绩会继续承压。煤电与火力发电厂作为产业链的上下游，不健康的价格形态促使整合预期加强，对火电和煤炭进行合并重组，既有利于火电厂稳定成本，也有利于煤炭企业稳定收入，是真正的双赢之举。
- **发改委调整电价结构，变相上调火电上网电价**：6 月 16 日，国家发改委下发《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》（下称《通知》），表示自 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金，和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%。此举将变相提高火电电价 1.09 分/千瓦时。
- **17 年火力发电量或超预期**：17 年 1-6 月全社会用电量同比增长 6.3%，同比增速 3.6pct，入夏以来连续高温天气继续推动用电需求增长，加上今年水电受来水偏枯影响，发电量不及预期，火电厂将承担更多发电任务。
- **盈利预测**：预计公司 17、18 年分别实现净利润 19.14 亿元(YOY-78.29%)、29.12 亿元(YOY+52.15%)，EPS0.13、0.19 元，当前 A 股对应 17、18 年动态 PE 59X、39X，H 股 38X、25X，考虑到当前煤价较高，但并未触发煤电联动，公司业绩将受影响，暂给予 A 股和 H 股“持有”建议，静待拐点出现。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	10545.75	13786.05	8814.29	1913.88	2912.00
同比增减	%	0.24%	30.73%	-36.06%	-78.29%	52.15%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.694	0.907	0.580	0.126	0.192
同比增减	%	0.24%	30.73%	-36.06%	-78.29%	52.15%
A 股市盈率(P/E)	X	10.64	8.14	12.73	58.61	38.52
股利(DPS)	RMB 元	0.351	0.470	0.290	0.063	0.096
股息率(Yield)	%	4.76%	6.37%	3.93%	0.85%	1.30%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	125,407	128,905	113,814	135,353	148,889
经营成本	94,011	91,521	89,390	119,111	129,533
营业税金及附加	932	1,158	1,178	1,110	1,221
销售费用	4	4	16	14	15
管理费用	3,588	3,997	3,336	4,061	4,467
财务费用	7,664	7,809	6,921	8,121	8,933
资产减值损失	2,122	3,090	1,205	1,900	2,000
投资收益	1,424	1,697	2,383	1,700	1,700
营业利润	18,552	23,006	14,139	2,737	4,420
营业外收入	985	1,002	981	500	500
营业外支出	662	622	754	7	5
利润总额	18,875	23,385	14,366	3,230	4,915
所得税	5,511	5,835	3,580	808	1,229
少数股东损益	2,818	3,764	1,972	509	774
归属于母公司所有者的净利润	10,546	13,786	8,814	1,914	2,912

## 附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	12,608	7,538	7,882	8,670	9,537
应收帐款	15,874	17,685	17,983	19,601	21,365
存货	6,702	5,423	6,879	7,567	8,324
流动资产合计	36,592	31,887	36,967	37,206	40,363
长期投资净额	17,382	19,517	19,420	20,391	21,411
固定资产合计	169,744	195,480	195,000	234,000	257,400
在建工程	17,014	20,203	24,404	26,845	29,529
无形资产	31,432	32,644	33,627	18,824	13,858
资产总计	272,165	299,730	309,418	337,265	362,560
流动负债合计	102,294	120,515	130,196	145,820	164,776
长期负债合计	86,451	83,274	82,455	92,350	96,044
负债合计	188,745	203,790	212,652	238,170	260,820
少数股东权益	14,222	16,531	15,245	16,159	17,129
股东权益合计	69,198	79,409	81,522	82,936	84,611
负债和股东权益总计	272,165	299,730	309,418	337,265	362,560

## 附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	33,320	42,363	31,511	46,859	47,516
投资活动产生的现金流量净额	-19,086	-33,798	-17,650	-17,963	-19,651
筹资活动产生的现金流量净额	-11,279	-14,141	-13,602	-28,108	-26,998
现金及现金等价物净增加额	2,955	-5,576	259	788	867

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。