

华能国际 (600011)

用电量超预期叠加电价上调，火电龙头加速触底反弹

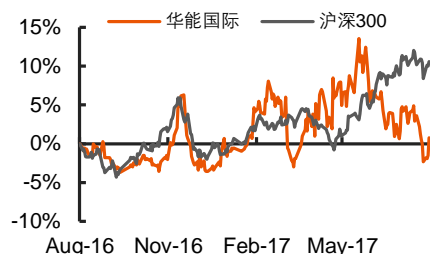
推荐 (首次)

现价: 7.09 元

主要数据

行业	电力
公司网址	www.hpi.com.cn www.hpi-ir.com.hk
大股东/持股	华能国际电力开发公司 /33.33%
实际控制人/持股	国资委/47.16%
总股本(百万股)	15,200
流通 A 股(百万股)	10,500
流通 B/H 股(百万股)	4,700
总市值 (亿元)	947.71
流通 A 股市值(亿元)	744.45
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	76.80

行情走势图



证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

严家源 一般从业资格编号
S1060116100050
021-20665162
YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **产业规模遥遥领先，雄踞火电霸主地位：**公司作为华能集团旗下最大的发电上市平台，16 年可控装机容量 8388 亿千瓦即已达到集团总装机容量的 51%；随着 17 年公司正式完成集团在黑龙江、吉林和山东等地区发电资产的收购，在集团总装机容量中的占比已接近 60%。对比各大发电集团旗下火电上市平台，公司的装机容量超出最接近的竞争对手六成以上，年发电量也超出五成以上，在整个火电行业中保持绝对领先的地位。
- **电价上调、煤价回落、利用小时数止跌，行业反弹龙头先行：**7 月 1 日起正式取消、降低部分政府性基金及附加，腾出电价空间以提高上网电价，缓解煤电企业经营困难。我们预测全国平均上调幅度为 1.09-1.21 分/千瓦时，摊薄到全年来看，预计可使公司净利润提高 17.0%。通过建立煤炭价格异常波动预警机制，限制煤价在固定区间内运行；上半年已竣工达产新增煤炭产能 9000 万吨，下半年预计还将有 1.1-2.1 亿吨新增产能得到释放，煤价上行空间有限。如果 18 年执行煤电联动，则上网电价仍有 4.90-5.02 分/千瓦时的上调空间。上半年，经济运行稳中向好，全社会用电量增幅超预期；水电发电量同比下降 4.2%；新增火电装机容量 1421 万千瓦，同比减少 1290 万千瓦。多重因素叠加，推动火电设备平均利用小时比上年同期增加 2.3%，扭转了自 2012 年以来持续下滑的趋势。公司在上网电价、利用小时数等关键盈利因素上领先行业平均水平，随着火电行业的触底反弹，公司将优先受益。
- **改革三驾马车扬鞭前行，拉动公司估值提升：**16 部委联合印发《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》，淘汰落后产能、严控新增产能规模，鼓励和推动发电集团实施重组整合。《意见》再次明确了两点：1、“十三五”期间，停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦，到 2020 年将煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内；

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	128905	113814	148149	149638	150827
YoY(%)	2.8	-11.7	30.2	1.0	0.8
净利润(百万元)	13786	8814	5294	8195	10281
YoY(%)	30.7	-36.1	-39.9	54.8	25.5
毛利率(%)	29.0	21.5	15.2	18.9	20.7
净利率(%)	10.7	7.7	3.6	5.5	6.8
ROE(%)	18.3	11.1	6.7	9.6	11.1
EPS(摊薄/元)	0.91	0.58	0.35	0.54	0.68
P/E(倍)	7.8	12.2	20.4	13.2	10.5
P/B(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

2、再次强调：鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，支持优势企业和主业企业整合煤电资源。一方面通过控制规模提高行业经营效率，另一方面通过整合上下游资源破解煤与电长期顶牛的局面。随着电力供应过剩的程度在通过去产能行动逐步得到缓解，且发电企业通过成立自己的售电公司深入市场，发电端在市场化交易定价方面的话语权将得到增强。

- **投资建议：**华能国际依托于世界最大发电集团，集中了母公司一半以上的装机容量，产业规模在所有发电集团上市平台中始终占据绝对优势地位。公司作为整个火电行业上市公司板块的绝对龙头，主营业务聚焦于电力的生产与销售，其盈利能力将伴随着燃煤机组标杆上网电价的上调、煤价的回落以及发电设备利用小时数的止跌回升而得到改善。公司一方面在保持各项核心业务指标行业领先的同时，持续调整优化电源结构，增加在新能源产业的布局；另一方面，公司长期执行高比例分红政策，自上市以来每年的分红比例基本均达到 50%及以上，坚定不移地回馈投资者。其估值水平有望受益于煤电供给侧改革、新一轮电力体制改革、国企改革而得到改善，展现其火电行业领头羊的带头作用。预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.35/0.54/0.68 元/股，对应 8 月 17 日收盘价 PE 分别 20.4 /13.2/10.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；宏观经济增速下半年出现回落；煤炭价格继续上涨。

正文目录

一、稳坐发电行业头把交椅，精耕传统火电生产业务	5
1.1 世界最大发电集团的旗舰平台，集中过半装机容量	5
1.2 产业规模始终保持绝对领先优势	6
1.3 主营业务聚焦传统的火电生产销售	8
二、火电行业短期触底，政策调整开启反弹之路	9
2.1 火电盈利模型表明上网电价、煤价、机组利用小时数为关键因素	11
2.2 电价上调提前开启，改善火电盈利	12
2.3 煤价从高峰回落并企稳，煤电联动 18 年有望落实	14
2.4 多重因素叠加，扭转利用小时数下降趋势	16
三、龙头优势明显，投资回报明确	19
3.1 核心业务指标行业领先，彰显公司技术和管理优势	19
3.2 电源结构持续优化，自我革新步伐稳健	22
3.3 不做“铁公鸡”，高比例分红坚定投资者信心	22
四、改革三驾马车拉动行业驶入上行车道，改善公司估值	23
4.1 煤电供给侧改革逐步落实，提升行业龙头盈利水平	24
4.2 国企改革拉开央企重组大幕	24
4.3 新电改推进迅速，发电端话语权未来有望增强	24
五、投资建议	25
六、风险提示	25

图表目录

图表 1	公司实际控制关系	5
图表 2	近 5 年装机容量占比不断提升，集团资产持续注入可期	6
图表 6	电力及热力收入约占总营业收入的 99%	9
图表 7	电力及热力成本约占总营业成本的 99%	9
图表 8	2016 年火电营业收入占比达 86%	9
图表 9	2016 年火电营业成本占比达 93%	9
图表 10	2016 年燃煤装机容量在全国总装机容量中占比达 57%，在火电总装机容量中占比达 89%	10
图表 11	收入及成本同步趋势在 2016 年被打破	10
图表 12	主要财务指标在 2016 年急剧下滑	10
图表 13	净利润增长率自 2011 年首次由正转负	10
图表 14	2016 年 12 月电煤价格 535 元/吨相比 2016 年 5 月的 315 元/吨上涨了 69.8%	11
图表 15	燃煤机组标杆上网电价调整系列政策	12
图表 16	各地区电价上调幅度	12
图表 17	2016 年底以来动力煤价格从高峰回落并逐步企稳	14
图表 18	17 年原煤产量逐步回升	15
图表 19	近年燃煤发电上网电价（元/千瓦时）	16
图表 20	17 年上半年火电平均利用小时同比增速由负转正	17
图表 21	17 年上半年水电发电量同比下降 4.2%	18
图表 22	17 年上半年水电平均利用小时同比下降 8.7%	18
图表 23	各省煤电调控规模、各省煤电机组停建及缓建名单（第一批）	18
图表 24	华能国际 2017 年上半年各省售电量、上网电价、利用小时数	20
图表 25	华能国际平均上网电价高于五大发电上市公司的其他四家	20
图表 26	华能国际利用小时数高于行业均值	21
图表 27	华能国际供电煤耗低于行业均值	21
图表 28	近 5 年公司 ROE 及 ROA 始终高于行业均值	21
图表 29	近 5 年公司销售期间费用率始终低于行业均值	21
图表 30	华能国际近期新增装机类型变化	22
图表 31	华能国际近期清洁能源装机容量占比变化	22
图表 32	除 2008 年因亏损使用累计未分配利润进行分红外，其余年份分红比例均不低于 50%	22
图表 33	华能国际分红金额在五大发电上市公司中长期保持大幅度领先	23
图表 34	近 5 年华能国际 PE 与行业、全 A 对比	23
图表 35	近 5 年华能国际 PB 与行业、全 A 对比	23

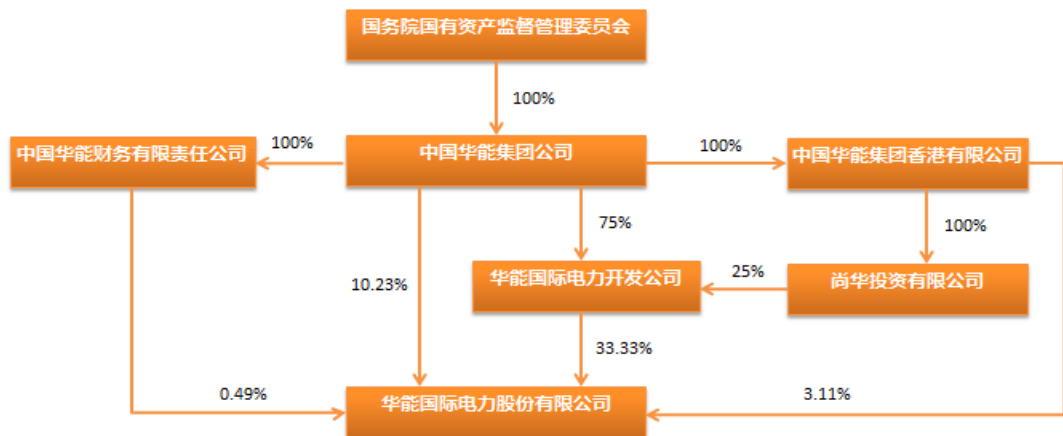
一、 稳坐发电行业头把交椅，精耕传统火电生产业务

1.1 世界最大发电集团的旗舰平台，集中过半装机容量

华能国际电力股份有限公司是经原国家经济体制改革委员会体改生[1994]74号文批准，于1994年6月30日由华能国际电力开发与河北省建设投资公司、福建投资开发总公司、江苏省投资公司、辽宁能源总公司、大连市建设投资公司、南通市建设投资公司以及汕头市电力开发公司共同发起设立，成立初期仅拥有大连电厂、上安电厂、南通电厂、福州电厂和汕头燃机电厂这5座电厂。同年10月6日，公司发行12.5亿股外资股，并以3125万股美国存托股的形式在美国纽约证券交易所上市；1998年1月21日在香港联交所以介绍方式挂牌上市，并于同年3月增发2.5亿股外资股和定向配售4亿股内资股。公司在2001年11月15-16日发行了3.5亿股A股股票，并于2001年12月6日在上海证券交易所上市。在A股上市时，公司已拥有分布于七个不同地区的全资电厂10座和参、控股电厂3座，总装机容量达1081万千瓦、在建及规划装机容量552万千瓦。经过15年的发展，到2017年上半年为止，公司可控发电装机容量为10170万千瓦，权益发电装机容量为9080万千瓦，可控装机占全国总装机容量的6.2%。

公司的快速发展主要得益于控股股东华能集团的全力支持。截至目前，公司控股股东为华能集团，持股比例47.16%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

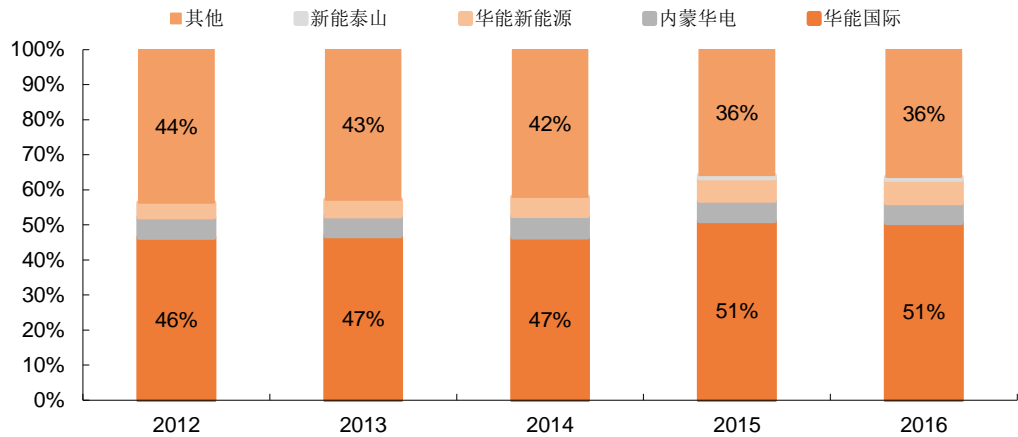
图表1 公司实际控制关系



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

华能集团2016年发电总装机容量达到16554万千瓦，规模居世界第一；集团下辖华能国际、内蒙华电、华能新能源、新能泰山4家上市平台。公司作为集团常规能源业务整合的唯一平台，2016年可控装机容量8388万千瓦即已达到集团总装机容量的51%；随着2017年1月1日公司正式完成收购集团在黑龙江、吉林和山东等地区发电资产的交割，公司装机容量在集团总装机容量中的占比已接近60%。自公司上市以来，集团累计注入运营机组的装机容量约4000万千瓦；同时，集团通过参与公司的股权融资累计注入约60亿元人民币。考虑到国资委对央企提高资产证券化率的要求，我们预计集团会继续将优质资产注入华能国际，以支持公司的可持续发展。

图表2 近5年装机容量占比不断提升，集团资产持续注入可期



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.2 产业规模始终保持绝对领先优势

2002年2月10日, 国务院下发《电力体制改革方案》(业内称“5号文”), 提出政企分开、厂网分开、主辅分离、输配分开、竞价上网的电力工业改革方向, 要求打破垄断, 引入竞争, 建立社会主义市场经济体制。当年12月, 国家电力公司拆分为两大电网公司、五大发电集团与四大辅业集团, 五大发电集团即国电、华电、华能、大唐和中电投。此后又逐渐增加了四小发电集团, 即华润、国华(神华集团旗下, 未单独上市)、国投与中广核, 形成了“五大四小”的发电行业格局。

图表3 “五大四小”发电集团旗下上市公司众多

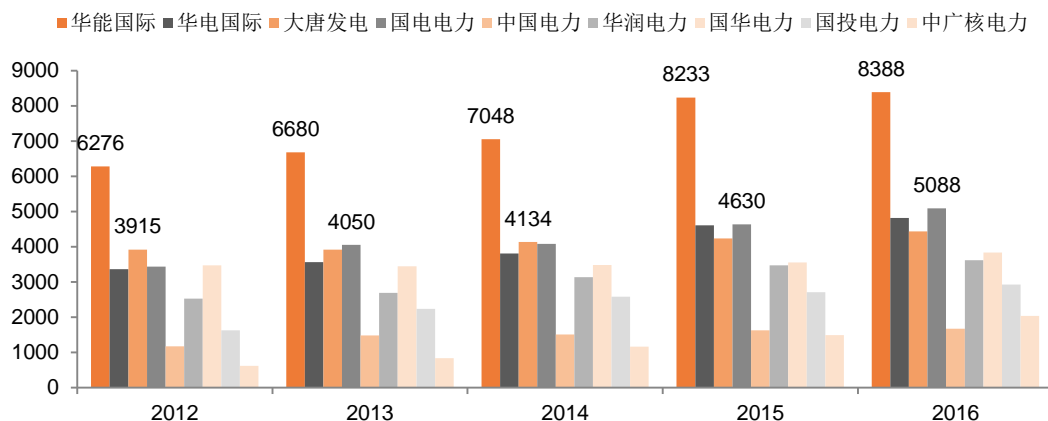
集团	上市平台	代码	主营业务	2016年装机容量(万千瓦)
华能	华能国际	600011 & 0902.HK	火电	8388
	内蒙华电	600863	火电	931
	华能新能源	0958.HK	风电、光伏	1109
	新能泰山	000720	电力设备	104
华电	华电国际	600027 & 1071.HK	火电	4814
	华电重工	601226	工程建设	
	国电南自	600268	电力设备	
	华电能源	600726	火电	650
	华电福新	0816.HK	风电、光伏	1497
	金山股份	600396	火电	530
	黔源电力	002039	水电、火电	323
大唐	大唐发电	601991 & 0991.HK	火电	4434
	华银电力	600744	火电	559
	桂冠电力	600236	水电	1062
	大唐新能源	1798.HK	风电	850
国电	大唐环境	1272.HK	环保	
	国电电力	600795	火电	5088
	龙源电力	0916.HK	风电	1949
	平庄能源	000780	煤炭	

集团	上市平台	代码	主营业务	2016 年装机容量 (万千瓦)
	国电科环	1296.HK	环保	
	长源电力	000966	火电	365
	英力特	000635	化工	
	龙源技术	300105	电力设备	
国电投	上海电力	600021	火电	980
	中国电力	2380.HK	火电、水电	1673
	中国电力清洁能源	0735.HK	热电、风电	373
	远达环保	600292	环保	
	吉电股份	000875	火电、风电	456
	漳泽电力	000767	火电	773
	东方能源	000958	热电	155
	露天煤业	002128	煤炭	
华润	华润电力	0836.HK	火电	3618
	华润燃气	1193.HK	燃气	
	华润双鹤	600062	医药	
	华润三九	000999	医药	
	东阿阿胶	000423	医药	
	力宝华润	0156.HK	投资	
	华润啤酒	0291.HK	食品、饮料	
	华润置地	1109.HK	房地产	
	华润水泥控股	1313.HK	建材	
神华	中国神华 (国华电力)	601088 &1088.HK	煤炭、火电	5629 (3830)
	莱宝高科	002106	电子	
国开投	国投电力	600886	水电、火电	2928
	中成股份	000151	贸易	
	国投中鲁	600962	食品、饮料	
	国投安信	600061	金融	
中广核	中广核电力	1816.HK	核电	2038
	中广核矿业	1164.HK	矿产贸易	
	中广核新能源	1811.HK	热电、水电	498
	中广核技	000881	材料	8388

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

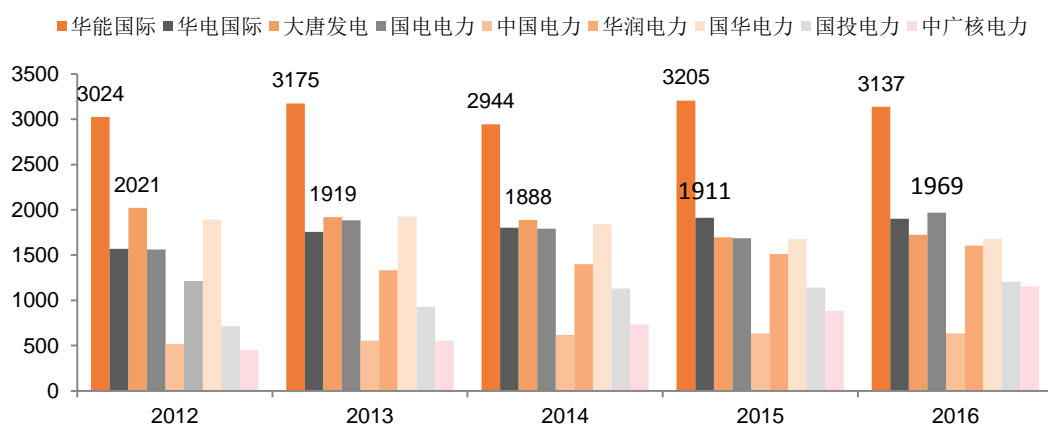
就装机容量而言，主要上市平台分别为华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力、中国电力、华润电力、国华电力（未单独上市）、中广核电力。对比各自主要发电上市平台近 5 年的装机容量、发电量，华能国际均保持遥遥领先的位置。其中，装机容量超出最接近的竞争对手六成以上，年发电量也超出五成以上。

图表4 装机容量在“五大四小”旗下可比公司中长期处于领先（单位：亿千瓦）



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表5 全年发电量优势显著（单位：亿千瓦时）



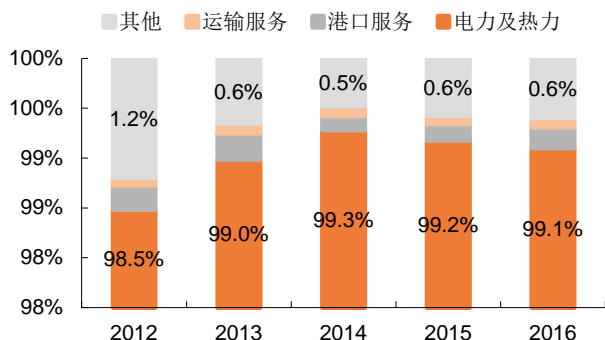
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

1.3 主营业务聚焦传统的火电生产销售

公司主营业务为电力及热力销售、港口服务及运输服务。其中，电力及热力销售的收入和成本占公司总营业收入和总营业成本的 99%左右。

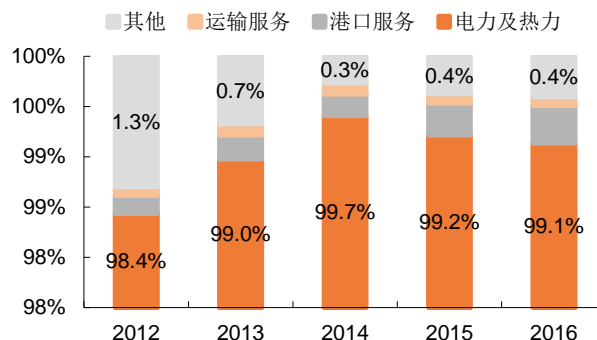
公司目前的装机结构由火电（包括燃煤和燃气机组）、水电、风电、光伏发电这四种电源类型组成，观察四者在营业收入和营业成本中的占比可知，火电占据了绝对多数。截至 2016 年底，公司可控发电装机容量达到 8388 万千瓦，国内全年发电量 3137 亿千瓦时，居国内行业可比公司第一。公司火电机组中，超过 50%是 60 万千瓦以上的大型机组，包括 12 台已投产的百万千瓦等级超超临界机组，投产国内最高参数的 66 万千瓦高效超超临界燃煤机组和国内首座超超临界二次再热燃煤发电机组。

图表6 电力及热力收入约占总营业收入的 99%



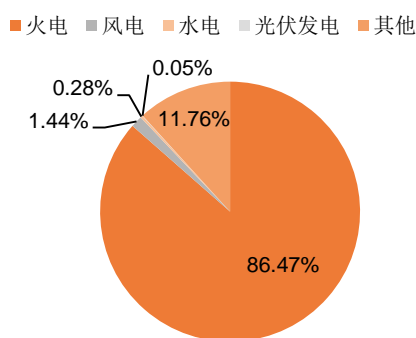
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 电力及热力成本约占总营业成本的 99%



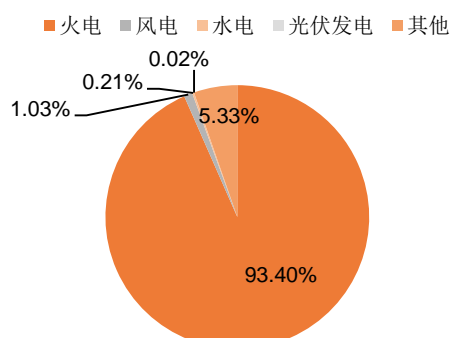
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2016 年火电营业收入占比达 86%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表9 2016 年火电营业成本占比达 93%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

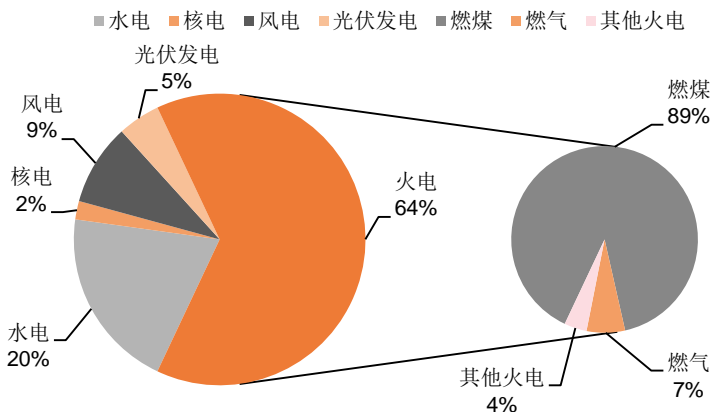
二、 火电行业短期触底，政策调整开启反弹之路

火力发电是指利用可燃物等所含能量发电。按发电方式，火力发电分为燃煤汽轮机发电、燃油汽轮机发电、燃气-蒸汽联合循环发电和内燃机发电。截止 2016 年底，全国发电装机容量达 16.46 亿千瓦，包括火电 10.54 亿千瓦、水电 3.32 亿千瓦（含抽水蓄能 0.27 亿千瓦）、风电 1.49 亿千瓦、光伏发电 0.77 亿千瓦、核电 0.34 亿千瓦；其中，火电 10.54 亿千瓦装机中包括燃煤机组 9.43 亿千瓦、燃气机组 0.70 亿千瓦，燃煤发电在目前国内的发电设备装机结构中占据绝对主导地位。

电力工业是能源工业的重要组成部分、是国民经济发展的基础、是国家经济发展战略的先行产业；而火电行业是为社会发展提供电力的基础行业，与经济发展周期密切相关。

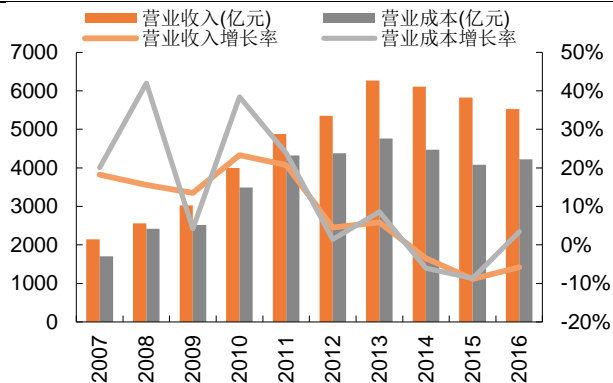
纵观近十年火电行业的经营状况和财务指标，可以看到：行业毛利率、净利率、ROE 在 2015 年达到峰值后，2016 年出现了较大幅度的下滑；结合行业营业收入和营业成本的走势，可知其原因为自 2013 年以来两者同步下降的趋势在 2016 年出现了分歧——营业收入继续下降的同时营业成本转而上升。而营业成本上升的主要原因就是 2016 年 6 月煤炭价格止跌回升后开启的那一波“煤超疯”般的持续上涨，导致了火电行业的净利润相比 2015 年下降了 37%。

图表10 2016年燃煤装机容量在全国总装机容量中占比达57%，在火电总装机容量中占比达89%



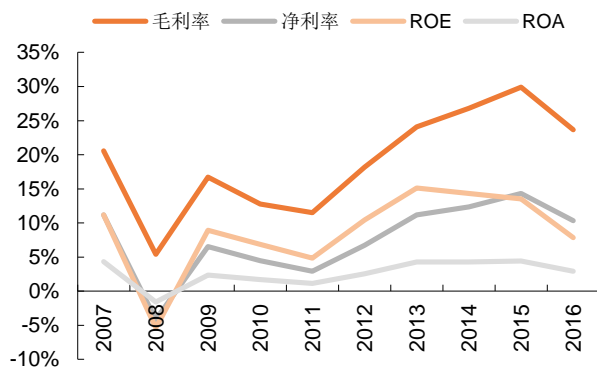
资料来源: 中电联, 平安证券研究所

图表11 收入及成本同步趋势在2016年被打破



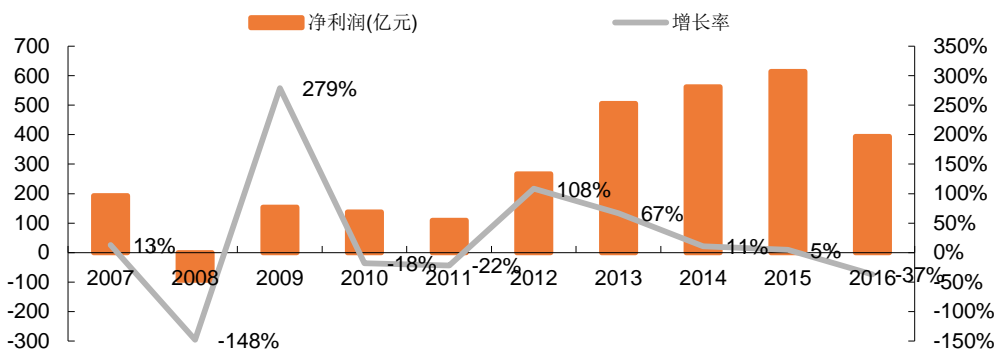
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 主要财务指标在2016年急剧下滑



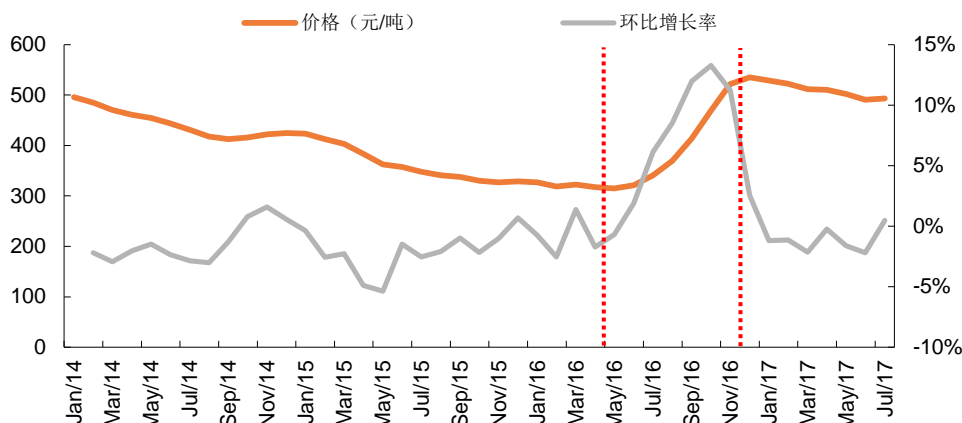
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 净利润增长率自2011年首次由正转负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 2016年12月电煤价格535元/吨相比2016年5月的315元/吨上涨了69.8%



资料来源: 发改委, 平安证券研究所

2.1 火电盈利模型表明上网电价、煤价、机组利用小时数为关键因素

由前文所述, 煤电在火电中居于绝对主导地位, 因此我们从煤电模型出发建立简化的火电盈利模型。

- 火电营业收入主要为发出电能并上网销售的收入:

$$\text{营业收入} = \text{上网电价} \times \text{上网电量}$$

其中, 上网电价参照燃煤机组标杆上网电价制定, 由发改委等政府相关部门制定并调整; 上网电量即售电量, 为发电量与电厂自用电量之差, 即:

$$\text{上网电量} = \text{发电量} - \text{厂用电量} = \text{发电量} \times (1 - \text{厂用电率})$$

$$\text{发电量} = \text{装机容量} \times \text{利用小时数}$$

$$\text{营业收入} = \text{装机容量} \times \text{利用小时数} \times (1 - \text{厂用电率}) \times \text{上网电价}$$

- 火电营业成本主要包括燃料成本、折旧成本、人力成本、维修成本及其他成本, 其中后四项可视为固定成本, 而燃料成本为变动成本。

$$\text{营业成本} = \text{燃料成本} + \text{折旧成本} + \text{人力成本} + \text{维修成本} + \text{其他成本}$$

$$\text{燃料成本} = \text{煤价} \times \text{原煤消耗量}$$

$$\text{原煤消耗量} = \text{供电煤耗} \times \text{上网电量}$$

- 由上可知, 火电毛利润为:

$$\begin{aligned} \text{毛利润} &= \text{营业收入} - \text{营业成本} \\ &= (\text{上网电价} - \text{煤价} \times \text{供电煤耗}) \times \text{装机容量} \times \text{利用小时数} \\ &\quad \times (1 - \text{厂用电率}) - \text{固定成本} \end{aligned}$$

每 kW 装机容量的单位毛利润为:

$$\text{单位毛利润} = (\text{上网电价} - \text{煤价} \times \text{供电煤耗}) \times \text{利用小时数} \times (1 - \text{厂用电率}) - \text{单位固定成本}$$

就火电单位毛利润的各项参数而言, 供电煤耗、厂用电率、单位固定成本与各电厂的设备性能和管理技术有关, 可作为个体分析的研究对象; 上网电价、煤价、利用小时数受指导政策和市场供需的

影响而变动调节，是决定火电行业盈利情况的关键因素。下面，我们将对这三者的变化趋势进行分析讨论。

2.2 电价上调提前开启，改善火电盈利

2017年初，煤炭价格从16年底的高位开始小幅回落，但仍处于2014年1月以来的高点。根据17年一季度财报披露的数据显示，38家上市电企中，16家电企在一季度陷入亏损，19家电企净利润同比有所下滑。3月17日，包括四大电力央企在内的7家火力发电企业联名上书宁夏自治区经信委，称17年以来受电煤价格上涨、电量大幅下滑等因素影响，各发电企业经营困难，且火电度电成本已超过了标杆上网电价水平，企业处于全面亏损状态。但是这次倡议遭到了神华宁煤的强硬回复：不会降价，不签约则断供。当此情形，政府调控提前开始出手。

图表15 燃煤机组标杆上网电价调整系列政策

时间	主管单位	事件	内容
5月17日	国务院	李克强总理主持召开国务院常务会议	调整电价结构，通过取消工业企业结构调整专项资金、降低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、适当降低脱硫脱硝电价等措施，减轻企业用电负担
6月7日	国务院	李克强总理主持召开国务院常务会议	清理能源领域政府非税收入电价附加，取消其中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降低25%
6月16日	财政部	《关于取消工业企业结构调整专项资金的通知》(财税[2017]50号)	取消工业企业结构调整专项资金
	财政部	《关于降低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的通知》(财税[2017]51号)	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的征收标准统一降低25%
	发改委	《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》(发改价格[2017]1152号)	自2017年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基金，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降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难

资料来源：国务院，发改委，财政部，平安证券研究所

随着国家主管单位电价调整政策的出台，各省市地区的相应政策也陆续发布。7月7日，河南省发改委率先发布了《关于合理调整电价结构有关事项的通知》，宣布自7月1日起将省内燃煤发电机组标杆上网电价统一提高2.28分/千瓦时。之后，江苏、陕西、河北、重庆等地陆续发布电价结构调整的通知。截止目前，全国31个省、自治区、直辖市中，已有22个公布了燃煤机组标杆上网电价调整幅度。

图表16 各地区电价上调幅度

地区	工业企业结构调整专项资金征收标准 (分/千瓦时)	重大水利工程建设基金征收标准 (分/千瓦时)	大中型水库移民后期扶持基金标准 (分/千瓦时)	理论标杆上网电价上调幅度 (分/千瓦时)	实际标杆上网电价上调幅度 (分/千瓦时)
北京	0.7	0.7	0.83	1.0825	0.83
天津	0.82	0.7	0.83	1.2025	1.41
冀北	0.72	0.7	0.35	0.9825	0.86

地区	工业企业结构调整 专项资金征收标准 (分/千瓦时)	重大水利工程建设 基金征收标准 (分/千瓦时)	大中型水库移民后 期扶持基金标准 (分/千瓦时)	理论标杆上网 电价上调幅度 (分/千瓦时)	实际标杆上网电 价上调幅度 (分/千瓦时)
冀南	1.24	0.7	0.35	1.5025	1.47
山西	0.97	0.7	0.32	1.225	1.15
山东	1.39	0.7	0.83	1.7725	2.2
蒙西	0.54	0.4	0.31	0.7175	0.57
辽宁	0.31	0.4	0.83	0.6175	0.64
吉林	0	0.4	0.55	0.2375	0.14
黑龙江	0.28	0.4	0.39	0.4775	
蒙东	0	0.4	0.31	0.1775	0
上海	1.12	1.392	0.83	1.6755	1.07
江苏	0.88	1.491	0.83	1.46025	1.3
浙江	0.88	1.436	0.83	1.4465	
安徽	1.27	1.292	0.83	1.8005	
福建	0.86	0.7	0.83	1.2425	1.95
湖北	1.26	0	0.83	1.4675	1.8
湖南	0.56	0.375	0.83	0.86125	0.29
河南	1.5	1.134	0.83	1.991	2.28
四川	1.15	0.7	0.83	1.5325	
重庆	1.3	0.7	0.83	1.6825	1.68
江西	1.15	0.552	0.83	1.4955	1.5
陕西	1.68	0.4	0.83	1.9875	1.99
甘肃	0.83	0.4	0.35	1.0175	
青海	0	0.4	0.19	0.1475	
宁夏	0.25	0.4	0.21	0.4025	
新疆	0	0.4	0.28	0.17	
广东	0.33	0.7	0.83	0.7125	0.25
广西	0.85	0.4	0.83	1.1575	0.67
云南	0.2	0.4	0.5	0.425	
贵州	1.17	0.4	0.63	1.4275	1.52
海南	0.94	0.4	0.83	1.2475	1
西藏	0	0	0	0	0

资料来源：发改委，财政部，平安证券研究所

根据调整前的工业企业结构调整专项资金、重大水利工程建设基金、大中型水库移民后期扶持基金三者的征收标准，测算得到理论标杆上网电价上调幅度的算术平均值为 1.09 分/千瓦时；参考 2016 年底的各地区装机容量情况，可以测算得到加权平均值为 1.14 分/千瓦时。

观察已公布的实际电价调整情况，各地区的实际调整值均围绕预测值上下波动，已公布的 22 个地区实际标杆上网电价上调幅度的算术平均值为 1.14 分/千瓦时，加权平均值为 1.21 分/千瓦时。我们预测最终的实际上调幅度在 1.09-1.21 分/千瓦时。

取预测上调幅度的中位值 1.15 分/千瓦时；考虑到调整执行开始时间，假设全年平均上网电价增加值为 0.575 分/千瓦时。以华能国际为例，16 年净利润可增加约 14.94 亿元，增幅达 17.0%。

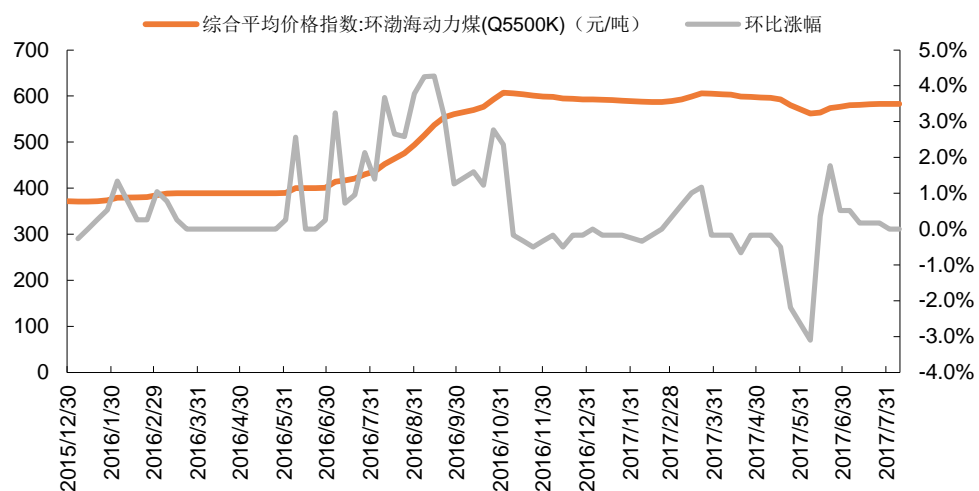
2.3 煤价从高峰回落并企稳，煤电联动 18 年有望落实

面对 16 年下半年煤价节节攀升的态势,出于确保煤炭上下游行业稳定运行的目的,发改委、中煤协、中电联、中钢协四部门在 16 年 12 月底联合下发了《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》(发改运行[2016]2808 号),明确建立电煤钢煤中长期合作基准价格确定机制,以重点煤电煤钢企业中长期基准合同价为基础,建立价格异常波动预警机制,将动力煤具体划分为三种情况:

- 绿色区域(价格正常):价格上下波动幅度在 6%以内(以 2017 年为例,重点煤电企业动力煤中长期基准合同价为 535 元/吨,绿色区域为 500-570 元/吨)。
- 蓝色区域(价格轻度上涨或下跌):价格上下波动幅度在 6%-12%之间(以 2017 年为例,黄色区域为 570-600 元/吨,或 470-500 元/吨)。
- 红色区域(价格异常上涨或下跌):价格上下波动幅度在 12%以上(以 2017 年为例,红色区域为 600 元/吨以上,或 470 元/吨以下)。

绿色区域发挥市场调节作用,不采取调控措施;蓝色区域重点加强市场监测,密切关注生产和价格变化情况,适时采取必要的引导措施;红色区域启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制。

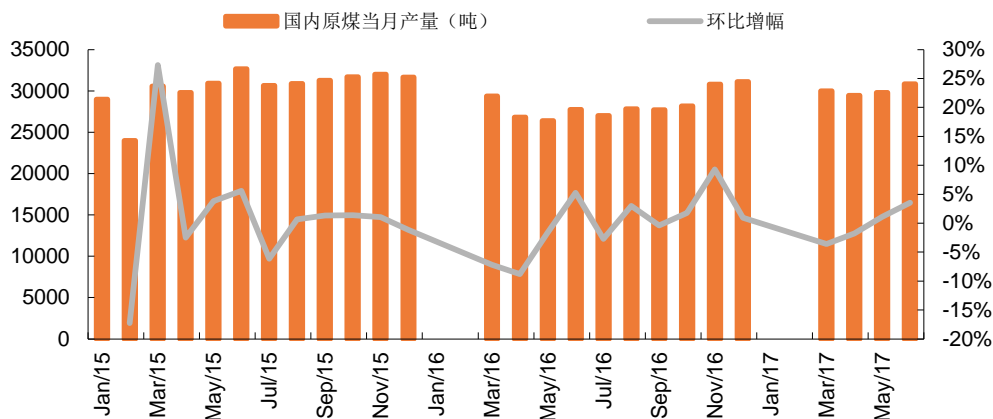
图表 17 2016 年底以来动力煤价格从高峰回落并逐步企稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

根据国家发改委等相关部门的数据,煤炭上半年共退出产能 1.11 亿吨,完成年度目标任务量的 74%,还剩下 4000 万吨的去产能任务,按照进度预计在约 2 个月左右完成;而在 7 月 17 日上午发改委组织召开迎峰度夏工作座谈会上指出,1.09 分,全年合计可新增产能 2-3 亿吨,考虑去产能因素后可净增有效产能约 2 亿吨。随着产能的释放,预计煤价上行空间较小,存在进一步小幅下降的可能性。

图表18 17年原煤产量逐步回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

根据发改委 2015 年底发布的《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》(发改价格[2015]3169 号), 以中国电煤价格指数 2014 年各省(价区)平均价格为基准煤价(444 元/吨), 当周期内电煤价格(每期电煤价格按照上一年 11 月至当年 10 月电煤价格平均数确定)与基准煤价(444 元/吨)相比波动超过每吨 30 元的, 对超过部分实施分档累退联动:

- 当周期内电煤价格与基准煤价相比波动不超过每吨 30 元(含)的, 成本变化由发电企业自行消纳, 不启动联动机制;
- 当周期内电煤价格与基准煤价相比波动超过每吨 30 元的, 对超过部分实施分档累退联动, 即当煤价波动超过每吨 30 元且不超过 60 元(含)的部分, 联动系数为 1;
- 煤价波动超过每吨 60 元且不超过 100 元(含)的部分, 联动系数为 0.9;
- 煤价波动超过每吨 100 元且不超过 150 元(含)的部分, 联动系数为 0.8;
- 煤价波动超过每吨 150 元的部分不再联动。

按此测算后的上网电价调整水平不足每千瓦时 0.2 分钱的, 当年不实施联动机制, 调价金额并入下一周期累计计算。燃煤机组标杆上网电价与煤价联动计算公式如下:

$$P_{\Delta} = C_{\Delta} \div 5000 \times 7000 \times C_i \div 10000$$

其中, P_{Δ} 为本期燃煤机组标杆上网电价调整水平, 单位为“分/千瓦时”; C_{Δ} 为上期燃煤发电企业电煤(电煤热值为 5000 大卡/千克)价格变动值, 单位为“元/吨”; C_i 为上期供电标准煤耗(标准煤热值为 7000 大卡/千克), 以中国电力企业联合会向社会公布的各省燃煤发电企业上期平均供电标准煤耗为准, 单位为“克/千瓦时”。

2016 年 11 月至 2017 年 6 月的电煤平均价格达 515 元/吨, 假设 17 年 7 月-10 月的电煤价格延续 6 月的 490 元/吨不变, 则 2017 年电煤均价约为 507 元/吨; 假设 17 年供电标准煤耗相比 16 年下降 1%至 309 克/千瓦时。根据燃煤机组标杆上网电价与煤价联动计算公式可知, 2018 年 1 月 1 日起燃煤机组平均上网电价相比 2014 年平均上网电价 41.14 分/千瓦时将上调 1.41 分/千瓦时, 即 42.55 分/千瓦时。相比 17 年 7 月 1 日调价前的均价 36.44 分/千瓦时, 存在 6.11 分/千瓦时的调价空间; 考虑 7 月 1 日起电价上调 1.09-1.21 分/千瓦时, 则仍有 4.90-5.02 分/千瓦时的调价空间。

图表19 近年燃煤发电上网电价（元/千瓦时）

地区	2014年1月1日 -2015年4月19日	2015年4月20日 -2015年12月31日	2016年1月1日 -2017年6月30日
北京	0.3924	0.3754	0.3515
天津	0.4049	0.3815	0.3514
冀北	0.4141	0.3971	0.3634
冀南	0.4234	0.3914	0.3497
山西	0.3772	0.3538	0.3205
山东	0.4396	0.4194	0.3729
蒙西	0.3004	0.2937	0.2772
辽宁	0.4044	0.3863	0.3685
吉林	0.4014	0.3803	0.3717
黑龙江	0.4064	0.3864	0.3723
蒙东	0.3104	0.3068	0.3035
上海	0.4593	0.4359	0.4048
江苏	0.4310	0.4096	0.3780
浙江	0.4580	0.4453	0.4153
安徽	0.4284	0.4069	0.3693
福建	0.4379	0.4075	0.3737
湖北	0.4592	0.4416	0.3981
湖南	0.4940	0.4720	0.4471
河南	0.4191	0.3997	0.3551
四川	0.4552	0.4402	0.4012
重庆	0.4383	0.4213	0.3796
江西	0.4555	0.4396	0.3993
陕西	0.3894	0.3796	0.3346
甘肃	0.3289	0.3250	0.2978
青海	0.3540	0.3370	0.3247
宁夏	0.2791	0.2711	0.2595
广东	0.5020	0.4735	0.4505
广西	0.4574	0.4424	0.4140
云南	0.3726	0.3563	0.3358
贵州	0.3813	0.3709	0.3363
海南	0.4778	0.4528	0.4198

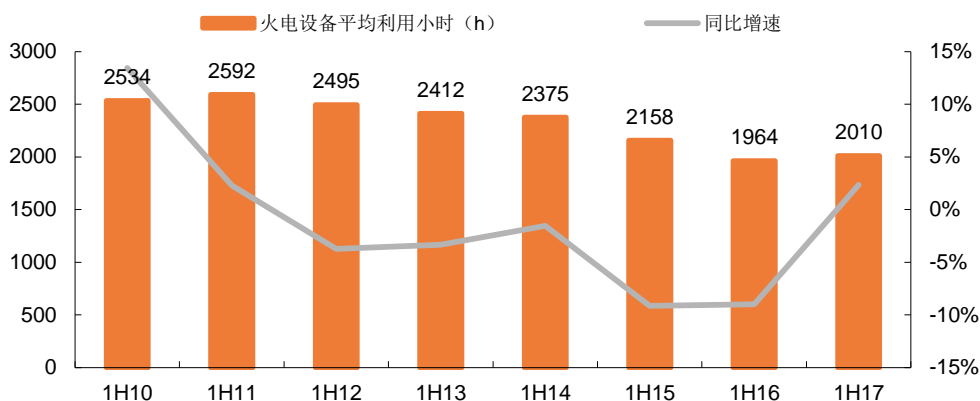
资料来源：发改委，平安证券研究所

虽然煤电联动机制的执行与否尚未确定,但是如果2018年1月1日煤电联动机制的执行得到落实,那么将会对火电企业的盈利状况带来极为可观的提升。

2.4 多重因素叠加，扭转利用小时数下降趋势

中电联公布的《2017年1-6月份电力工业运行简况》表明,17年上半年,全国火电设备平均利用小时为2010小时,比上年同期增加46小时,增幅2.3%,首次扭转了自2012年上半年以来持续下滑的趋势。与上年同期相比,全国共有21个省份火电利用小时数同比增加,湖南和江西增加超过200小时,福建、广东、宁夏、陕西、贵州、浙江和青海增加超过100小时。

图表20 17年上半年火电平均利用小时同比增速由负转正



资料来源:中电联, 平安证券研究所

根据我们的分析, 利用小时数这一关键指标的改善主要有以下三点原因:

■ 2.4.1 全社会用电量增长超预期

17年上半年, 经济运行保持在合理区间, 稳中向好态势趋于明显。上半年 GDP 达 38.15 万亿, 同比增长 6.9%。其中, 一季度同比增长 6.9%, 二季度增长 6.9%, 持续超越市场预期值。分产业看, 第一产业同比增长 3.5%、第二产业增长 6.4%、第三产业增长 7.7%。国民经济运行的稳定增长也带来了全国全社会用电量增长超过预期——上半年全社会用电量达 2.95 万亿千瓦时、同比增长 6.3%, 为 2012 年以来同期最高增长水平, 增速同比提高 3.6 个百分点, 主要增长点为第二产业和第三产业:

- **第二产业及其制造业用电较快增长:** 第二产业及其制造业用电量同比分别增长 6.1%和 7.0%, 增速同比分别提高 5.6 和 7.3 个百分点, 分别拉动全社会用电量增长 4.4 和 3.7 个百分点。其中, 有色金属冶炼行业用电增长对全社会用电量增长的贡献率达 19.3%。
- **第三产业用电快速增长:** 第三产业用电量同比增长 9.3%, 拉动全社会用电量增长 1.2 个百分点。其中, 信息传输计算机服务和软件业用电量增长 14.3%, 交通运输仓储和邮政业用电量增长 12.9%。

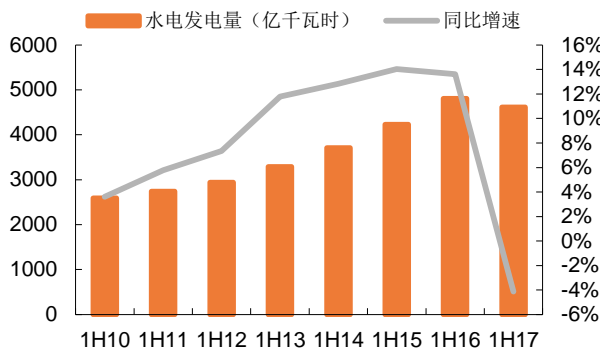
■ 2.4.2 水电机组发电量和利用小时双双下降

受上年同期高基数以及上年底蓄能值偏低等因素影响, 17 年上半年全国规模以上电厂水电发电量 4613 亿千瓦时, 比 16 年同期减少 198 亿千瓦时, 同比下降 4.2%; 全国水电设备平均利用小时为 1514 小时, 比 16 年同期降低 144 小时, 降幅达 8.7%。在水电装机容量超过 1000 万千瓦的 7 个省份中, 除云南同比增加 288 小时外, 其余省份水电设备平均利用小时同比均有不同程度降低, 其中贵州和广西同比分别降低 718 和 632 小时, 湖南和湖北同比分别降低 389 和 127 小时。

以装机容量占水电总装机 13.7%的长江电力 (600090.SH) 为例, 受二季度长江上游溪洛渡水库来水总量较上年同期偏枯 5.18%、三峡水库来水总量偏枯 11.02%的影响, 其二季度总发电量较上年同期减少 6.60%。

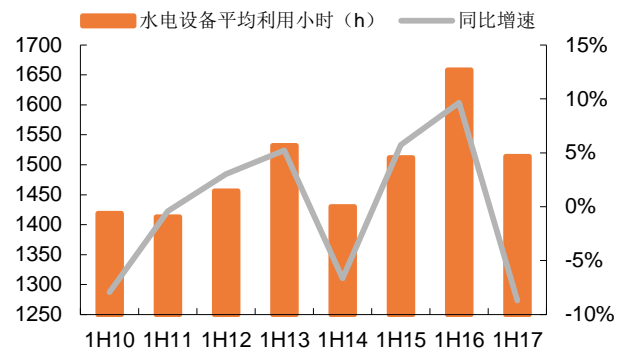
作为占总装机容量两成的第二大发电设备类型, 水电出力减少释放出的上网电量空间对提高火电利用小时数带来了明显利好。17 年上半年同比减少的 198 亿千瓦时如果全部转换为火电的上网电量, 则可提高利用小时数 18.8 小时。

图表21 17年上半年水电发电量同比下降4.2%



资料来源:中电联, 平安证券研究所

图表22 17年上半年水电平均利用小时同比下降8.7%



资料来源:中电联, 平安证券研究所

2.4.3 火电新增装机增速放缓

3月5日, 李克强总理在两会上作政府工作报告时指出要“扎实有效去产能”, 具体到煤电行业, 就是17年要淘汰、停建、缓建煤电产能5000万千瓦以上。7月26日, 国家发改委、能源局等十六部委联合发布《关于推进供给侧结构性改革化解煤电产能过剩风险的意见》(发改能源[2017]1404号), 明确了《电力发展“十三五”规划(2016-2020年)》中提出的意见:

- 通过建立风险预警机制和实施“取消一批、缓核一批、缓建一批”, “十三五”期间全国停建和缓建煤电产能1.5亿千瓦, 到2020年, 全国煤电装机规模控制在11亿千瓦以内。
- “十三五”期间, 实施煤电超低排放改造约4.2亿千瓦, 实施节能改造约3.4亿千瓦, 力争淘汰落后煤电机组约0.2亿千瓦。到2020年, 全国现役煤电机组平均供电煤耗降至310克标煤/千瓦时, 具备条件的30万千瓦级以上机组全部实现超低排放。

图表23 各省煤电调控规模、各省煤电机组停建及缓建名单(第一批)

省份	落后产能关停规模 (万千瓦)	停建项目数	停建项目规模 (万千瓦)	缓建项目数	缓建项目规模 (万千瓦)	合计规模 (万千瓦)
北京	85					85
天津	86					86
河北	17			6	470	487
山西	50	15	1608	8	746	2404
内蒙古	4	4	386	6	633	1023
辽宁	11			3	210	221
吉林						
黑龙江	15			2	155	170
上海	5					5
江苏	28					28
浙江	7					7
安徽	41			2	96	137
福建				4	664	664
江西		1	200	1	200	400
山东	3	2	594			597
河南	31	1	120	4	580	731
湖北	24			5	438	462
湖南						

省份	落后产能关停规模 (万千瓦)	停建项目数	停建项目规模 (万千瓦)	缓建项目数	缓建项目规模 (万千瓦)	合计规模 (万千瓦)
广东	27	2	448	1	200	675
广西		2	270			270
海南	28					28
重庆	2					2
四川				1	200	200
贵州				2	198	198
云南				1	30	30
陕西		2	202	1	70	272
甘肃	10	2	140	1	35	185
青海				2	202	202
宁夏				7	936	936
新疆	40	2	204	2	264	508
兵团				2	136	136
全国	512	33	4172	61	6463	11147

资料来源：发改委，平安证券研究所

17年上半年，火电完成投资同比下降17.4%，其中煤电完成投资同比下降29.0%。全国基建新增火电装机容量1421万千瓦，同比减少1290万千瓦；其中，煤电投产1112万千瓦、同比减少1037万千瓦。截至6月底，全国6兆瓦及以上火电装机容量10.6亿千瓦、同比增长4.6%，增速同比降低3.3个百分点。减少的这1290万千瓦新增装机，提高上半年的火电设备平均利用小时数约24.2小时。

三、 龙头优势明显，投资回报明确

在行业触底反弹，重回上升通道的时候，龙头企业作为行业的领头羊，往往奔跑在队伍的最前列，带领全行业各个大小同侪砥砺前行。龙头的一举一动牵动着整个行业的脉搏，其余人等为其马首是瞻。华能国际作为火电行业、乃至整个发电行业上市公司群体的领头羊，其各项表现也是行业的风向标。

3.1 核心业务指标行业领先，彰显公司技术和管理优势

根据前述讨论的火电盈利模型关键因素指标，华能国际2016年的平均上网电价为396.6元/兆瓦时、2015年平均上网电价为443.3元/兆瓦时，在五大发电上市公司中均保持领先；在发电设备利用小时数方面，近5年全行业呈逐年下降的趋势，但公司的利用小时数始终高于行业均值。另外，作为体现火电企业技术指标的供电标准煤耗，公司近5年均值为309.9克/千瓦时，低于行业318.3克/千瓦时的同期水平。

公司平均上网电价和利用小时数高于行业均值与其良好的电源布局息息相关。截至2017年6月30日，公司在中国境内的电厂分布在二十五个省、市和自治区，主要位于沿海沿江地区、煤炭资源丰富地区或电力负荷中心区域。公司上半年售电量前3地区山东、江苏、浙江的上网电价或利用小时数均在全国各省份中排名前列。

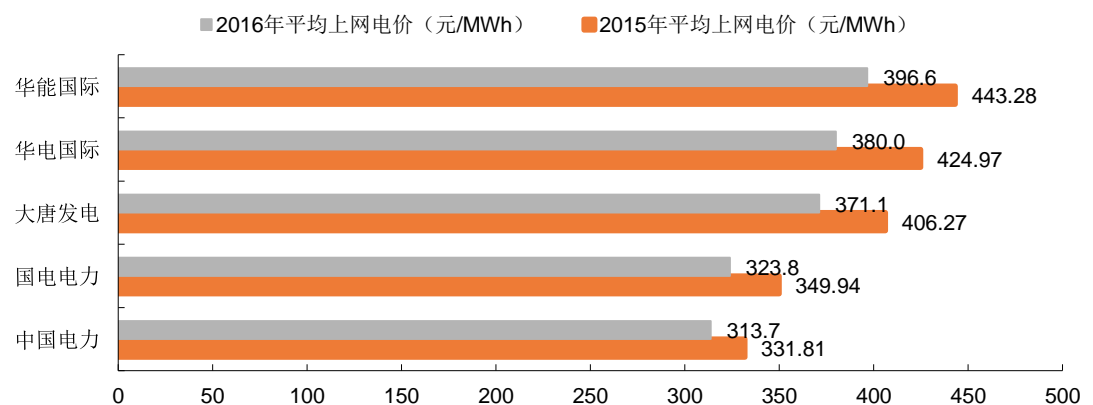
截至2017年6月30日，公司超低排放机组数量达到174台，容量占比超过80%，在节能环保和发电效率方面均处于行业领先地位，因此公司供电煤耗才能够低于行业均值。

图表24 华能国际 2017 上半年各省售电量、上网电价、利用小时数

地区	2017 上半年售电量 (亿 kWh)	上网电价 (元/千瓦时)	上网电价 排名	火电利用小时数 (小时)	火电利用小时数 排名
山东	392	0.3729	13	2436	3
江苏	203	0.3780	11	2463	1
浙江	129	0.4153	4	1973	13
河南	103	0.3551	19	1868	18
广东	88	0.4505	1	1747	23
江西	86	0.3993	8	2278	6
上海	83	0.4048	6	1776	22
辽宁	80	0.3685	17	1975	12
河北	64	0.3566	18	2461	2
湖北	61	0.3981	9	1824	20
黑龙江	60	0.3723	14	1926	15
海南	53	0.4198	3	2054	9
山西	51	0.3205	26	1839	19
甘肃	48	0.2978	27	1783	21
重庆	39	0.3796	10	1365	27
福建	38	0.3737	12	1569	25
吉林	38	0.3717	15	1689	24
湖南	37	0.4471	2	1480	26
北京	31	0.3515	20	1875	17
天津	31	0.3514	21	2021	11
安徽	27	0.3693	16	2128	8
云南	17	0.3358	23	652	29
内蒙古	1	0.2904	28	2200	7
贵州	0	0.3363	22	1972	14
宁夏	0	0.2595	29	2420	4

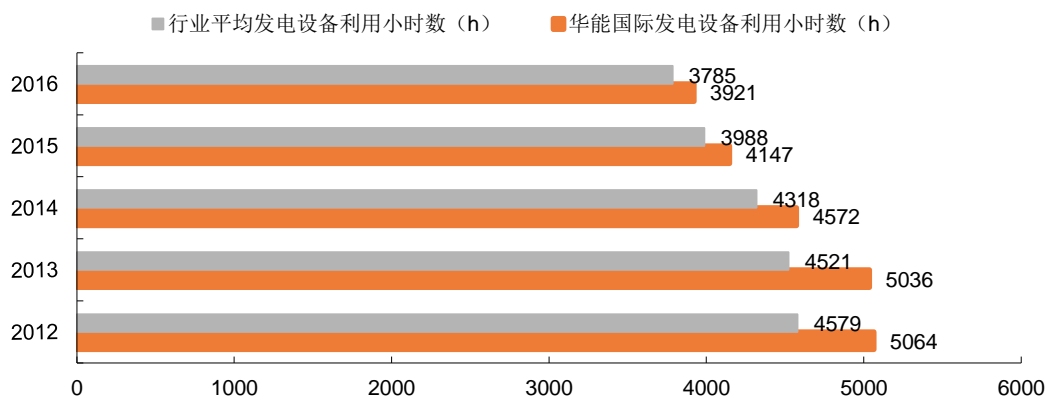
资料来源：公司公告，发改委，北极星电力网，平安证券研究所

图表25 华能国际平均上网电价高于五大发电上市公司的其他四家



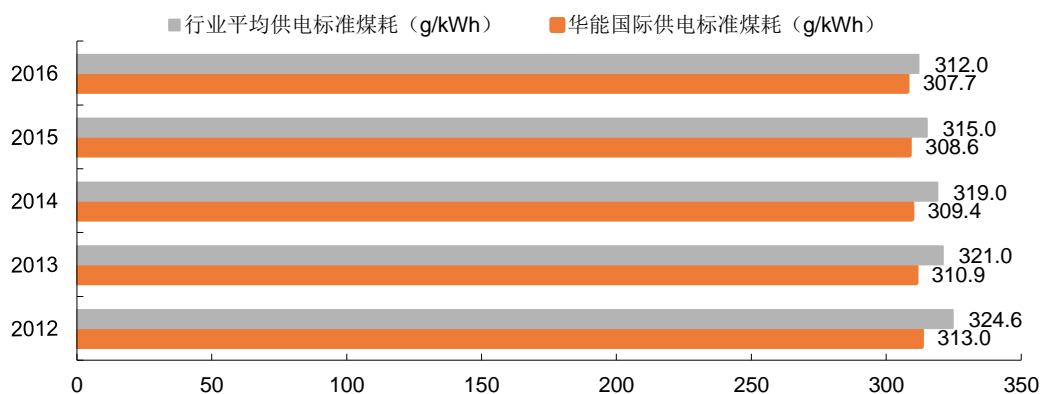
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 华能国际利用小时数高于行业均值



资料来源:中电联,公司公告,平安证券研究所

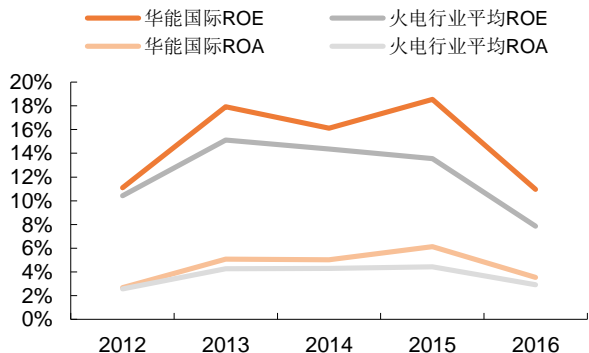
图表27 华能国际供电煤耗低于行业均值



资料来源:中电联,公司公告,平安证券研究所

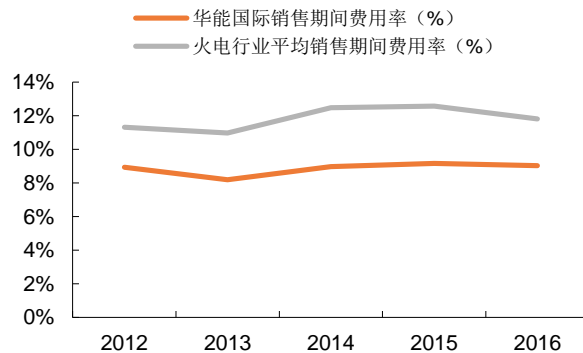
另一方面,就核心财务指标而言,火电行业 ROE 近 10 年、近 5 年平均值分别为 8.8%、12.3%,而华能国际 ROE 近 10 年平均值为 10.2%、近 5 年平均值进一步提高至 14.9%,比行业同期均值高 1.4、2.6 个百分点。同时,在体现公司经营管控能力的销售期间费用率(销售、管理、财务费用率之和)上,公司的近 10 年、近 5 年平均值分别为 8.3%、8.9%,分别低于行业均值 2.5、2.7 个百分点。

图表28 近 5 年公司 ROE 及 ROA 始终高于行业均值



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表29 近 5 年公司销售期间费用率始终低于行业均值

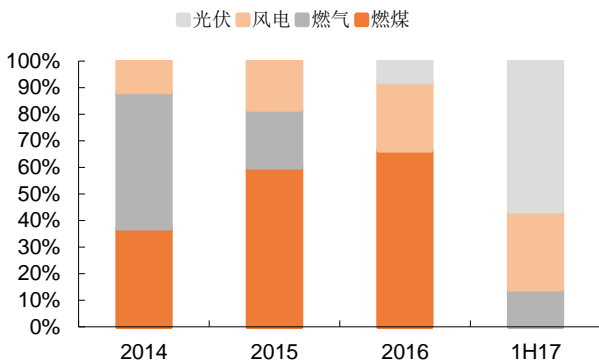


资料来源:Wind,平安证券研究所

3.2 电源结构持续优化，自我革新步伐稳健

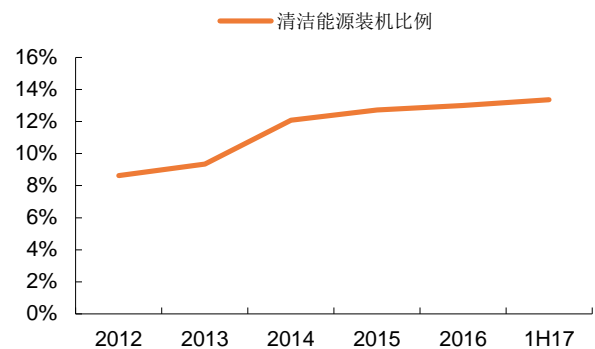
近年来，华能国际结合公司实际，加快转型升级和结构调整，巩固业务优势、优化区域布局。一方面推进现役机组技术改造，推进大型清洁高效煤电项目、煤电一体化项目和热电联产项目的开发建设；另一方面调整优化电源结构，开发建设风电、光伏发电项目，并在合适的地区推进气电项目建设。

图表30 华能国际近期新增装机类型变化



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表31 华能国际近期清洁能源装机容量占比变化



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

根据公司17年3月公布的非公开发售股票预案,拟募资50亿元投向广东谢岗燃机项目(2×400MW)、江苏大丰海上风电项目(75×4MW)、河南滎池凤凰山风电项目(50×2MW)、安徽龙池风电项目(50×2MW)、海南洋浦热电项目(2×350MW)、江西瑞金二期火电项目(2×1000MW),其中近25亿全部投向江苏大丰海上风电项目。项目建成后,公司将新增燃机热电权益装机容量800兆瓦、风电权益装机容量500兆瓦,火电及热电权益装机1650兆瓦,电源结构进一步优化。

3.3 不做“铁公鸡”，高比例分红坚定投资者信心

2017年3月31日,证监会在例行新闻发布会表示将研究制定对付“铁公鸡”的硬措施,对具备分红能力而不分红的公司进行监管约谈之后,现金分红再次被监管层提及。之后,4月8日召开的中国上市公司协会第二届会员代表大会上,证监会主席刘士余再次强调重视现金分红,批评不分红的上市公司“铁公鸡”。

华能国际作为央企上市平台之一,一直是坚持回馈投资者的优秀典范。在《华能国际电力股份有限公司章程》中即已规定:公司在当年盈利及累计未分配利润为正,且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下,采取现金方式分配股利,公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的50%。

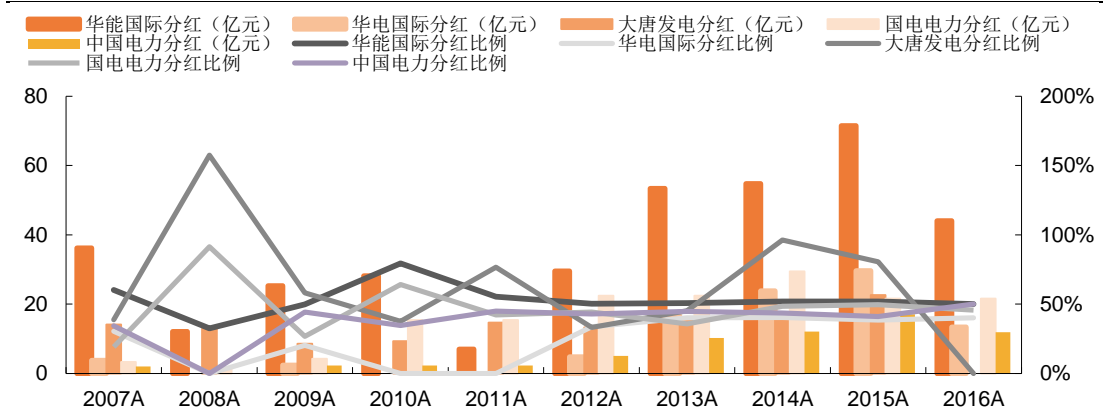
图表32 除2008年因亏损使用累计未分配利润进行分红外,其余年份分红比例均不低于50%

年份	归母净利润(亿元)	现金分配总额(亿元)	分红比例
2001	53.89	30.14	56%
2002	54.57	30.14	55%
2003	40.82	20.40	50%
2004	36.36	18.00	50%
2005	47.63	30.14	63%
2006	59.24	33.76	57%
2007	59.97	36.17	60%
2008	-37.01	12.06	-33%
2009	50.81	25.32	50%

年份	归母净利润（亿元）	现金分配总额（亿元）	分红比例
2010	35.44	28.11	79%
2011	12.68	7.03	55%
2012	58.69	29.52	50%
2013	105.2	53.41	51%
2014	105.46	54.80	52%
2015	137.86	71.44	52%
2016	88.14	44.08	50%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 华能国际分红金额在五大发电上市公司中长期保持大幅度领先

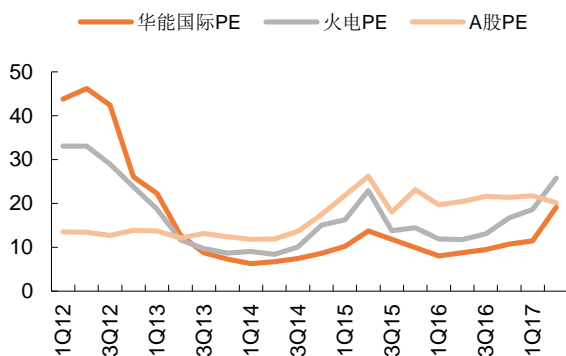


资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、改革三驾马车拉动行业驶入上行车道，改善公司估值

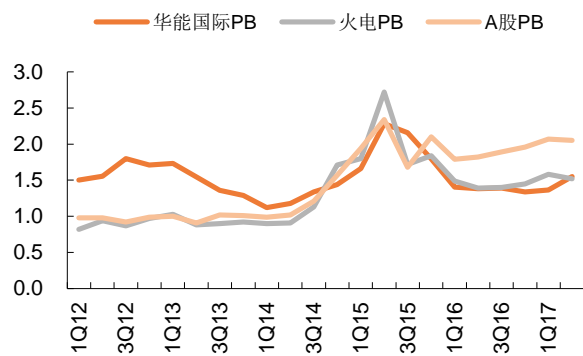
行业龙头在行业整体向上时可以带领行业前进，但在行业整体向下时却往往也难以独善其身，估值水平平等易受到拖累；而当行业重回上行车道后，龙头公司的估值水平就有望得到改善。对比近5年公司PE与火电行业及沪深全A的PE可以发现：多数情况下，当火电行业的PE、PB高于沪深全A时，华能国际的PE、PB更高；而当火电行业的PE、PB较低时，华能国际的PE、PB更低。

图表34 近5年华能国际PE与行业、全A对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 近5年华能国际PB与行业、全A对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.1 煤电供给侧改革逐步落实，提升行业龙头盈利水平

如前所述，煤电行业的供给侧改革在政府有关部门的推动下自 17 年两会起正式开始，其对火电行业的影响可以参考 16 年已经开始的钢铁和煤炭这两个行业的供给侧改革效果。

钢铁行业的供给侧改革从 2016 年 2 月 4 日国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》开始，提出用 5 年时间压减粗钢产能 1-1.5 亿吨。2016 年全国钢铁去产能任务 4500 万吨，实际完成 6500 万吨。2017 年全年目标 5000 万吨，17 年 5 月底全国压减粗钢产能 4239 万吨，已完成年度任务的 84.8%；累计完成压减钢铁产能 1.07 亿吨，完成原定 5 年目标的下限，达到上限 1.5 亿吨指标的 71.6%。7 月中旬钢铁板块上市公司中 19 家已发布的中报业绩预告显示，预增家数为 16 家，占比 84.2%；预减或续亏 3 家，占比 15.8%。根据中钢协之前发布的数据，17 年 1-5 月重点钢铁企业的盈利总额已达 378.85 亿元，超过 2016 年全年盈利额 331.5 亿元。

16 年 2 月 5 日国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出用 3 至 5 年的时间退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右煤炭产能。2016 年去产能目标 2.5 亿吨，实际退出煤炭产能 2.9 亿吨。2017 年目标 1.5 亿吨，17 年上半年共退出煤炭产能 1.1 亿吨，完成全年任务的 74%；累计退出煤炭产能超过 4 亿吨，已达成“十三五”8 亿吨目标任务的一半。17 年前 6 个月全国规模以上煤炭企业利润总额 1474.8 亿元，比 16 年同期增加了 1403.1 亿元，增长 20.6 倍。截至 8 月 3 日，37 家上市煤企中已有 26 家发布中报业绩预告，全部预增，其中有 19 家公司的预计增长幅度在一倍以上。

4.2 国企改革拉开央企重组大幕

作为供给侧改革的重要方法之一，兼并重组被领导层反复提及。在《关于推进供给侧结构性改革化解煤电产能过剩风险的意见》中，再次强调：鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，鼓励煤炭、电力等产业链上下游企业发挥产业链协同效应，加强煤炭、电力企业中长期合作，稳定煤炭市场价格；支持优势企业和主业企业通过资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转等方式，整合煤电资源。

据此来看，发电端的重组有以下两种可能的路线：

- 发电集团之间的重组：出于减少同业间无效竞争和优势互补的目的，目前五大四小的格局可能发生变化，中电投和国核的合并就可以作为参考范例。
- 发电集团和煤炭集团的重组：作为产业链的上游和下游，煤与电之间长期呈现顶牛局面，如果想破局，那么将煤、电整合在一起，形成全产业链的协同效应，即可在一定程度上消除煤与电之间天然的矛盾关系，减少受市场影响而产生的波动性。

作为火电行业的龙头企业，华能国际有望受益于煤电重组带来的利好。假设华能集团与五大四小中的某一家或某几家合并，则以华能国际的现有规模和行业地位，其在合并后的新集团中仍会处于最重要的位置；而如果华能集团与上游煤炭集团进行重组，那么华能国际将可利用内部的协同效应，降低营业成本，提升利润率。

4.3 新电改推进迅速，发电端话语权未来有望增强

2015 年 3 月，中共中央、国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(9 号文)，拉开了新一轮电力体制改革的大幕。随着 15 年底 6 个核心配套文件的出台，围绕推进电力市场建设、输配电价改革、售电侧改革、电力交易机构组建和规范运行、有序放开发用电计划、加强和规范燃煤自备电厂监督管理等核心内容，此次新电改的进程得到迅速推进。2016 年市场化交易电量突破 10000

亿千瓦时，占全社会用电量的 19%；其中直接交易电量近 8000 亿千瓦时，同比增长 85%，为用户节约电费超过 573 亿元。

但是，新电改并不是等于降价，本轮电改的目的是发挥市场在资源配置中的决定性作用，市场化的定价并不是只降不涨。随着电力供应过剩的程度在通过去产能行动逐步得到缓解，且发电企业通过成立自己的售电公司深入市场，发电端在市场化交易定价方面的话语权将得到增强。

华能国际早在 2015 年即已在江苏、广东设立了售电子公司，截止 17 年上半年，公司已在包括江苏、广东、辽宁、山西、重庆、湖南、江西、河北、河南、福建、湖北、上海、安徽在内的全国 13 个地区设立了售电公司。我们预计未来公司还将继续在有产业布局的地区开设售电单位，并与旗下发电单位协作拓宽销售渠道，提高公司在与电网博弈中的话语权。

五、 投资建议

华能国际依托于世界最大发电集团，集中了母公司一半以上的装机容量，产业规模在所有发电集团上市平台中始终占据绝对优势地位。公司作为整个火电行业上市公司板块的绝对龙头，主营业务聚焦于电力的生产与销售，其盈利能力将伴随着燃煤机组标杆上网电价的上调、煤价的回落以及发电设备利用小时数的止跌回升而得到改善。

公司一方面在保持各项核心业务指标行业领先的同时，持续调整优化电源结构，增加在新能源产业的布局；另一方面，公司长期执行高比例分红政策，自上市以来每年的分红比例基本均达到 50%及以上，坚定不移地回馈投资者。其估值水平有望受益于煤电供给侧改革、新一轮电力体制改革、国企改革而得到改善，展现其火电行业领头羊的带头作用。

预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.35/0.54/0.68 元/股，对应 8 月 17 日收盘价 PE 分别 20.4/13.2/10.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、 风险提示

政策推进不及预期；宏观经济增速下半年出现回落；煤炭价格继续上涨。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	36967	57660	43418	58065
现金	7882	14310	14454	14569
应收账款	13961	22955	14332	23252
其他应收款	1589	2181	1627	2211
预付账款	689	955	705	968
存货	6879	10416	6275	10176
其他流动资产	5967	6843	6025	6889
非流动资产	272451	315094	303947	291432
长期投资	19420	20324	21227	22131
固定资产	195078	235900	227889	218071
无形资产	12043	12188	12368	12623
其他非流动资产	45909	46683	42463	38606
资产总计	309418	372755	347365	349497
流动负债	130196	194118	184028	200688
短期借款	57669	97817	109143	105403
应付账款	9847	15876	8949	15520
其他流动负债	62681	80425	65937	79766
非流动负债	82455	79650	56723	33438
长期借款	77173	74368	51441	28156
其他非流动负债	5282	5282	5282	5282
负债合计	212652	273768	240752	234126
少数股东权益	15245	16579	18658	21233
股本	15200	15200	15200	15200
资本公积	18251	18251	18251	18251
留存收益	47399	50713	55850	62277
归属母公司股东权益	81522	82408	87955	94139
负债和股东权益	309418	372755	347365	349497

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	31511	31291	26033	41423
净利润	10786	6629	10274	12855
折旧摊销	14818	14365	16372	16855
财务费用	6921	7084	7829	7332
投资损失	-2383	-1373	-1410	-1492
营运资金变动	99	4588	-7029	5868
其他经营现金流	1271	-2	-4	6
投资活动现金流	-17650	-55633	-3812	-2854
资本支出	20285	41740	-12051	-13419
长期投资	1198	-904	96	-904
其他投资现金流	3834	-14797	-15766	-17176
筹资活动现金流	-13602	2954	-33403	-34715
短期借款	7785	12331	0	0
长期借款	-116	-2805	-22927	-23285
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-21271	-6572	-10476	-11429
现金净增加额	332	-21388	-11182	3855

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	113814	148149	149638	150827
营业成本	89390	125671	121283	119544
营业税金及附加	1178	1280	1325	1388
营业费用	16	10	10	12
管理费用	3336	4244	4399	4463
财务费用	6921	7084	7829	7332
资产减值损失	1205	2310	2509	2523
公允价值变动收益	-13	2	4	-6
投资净收益	2383	1373	1410	1492
营业利润	14139	8925	13697	17050
营业外收入	981	854	955	948
营业外支出	754	754	709	720
利润总额	14366	8983	13944	17278
所得税	3580	2354	3670	4423
净利润	10786	6629	10274	12855
少数股东损益	1972	1335	2079	2574
归属母公司净利润	8814	5294	8195	10281
EBITDA	35240	28362	36096	39527
EPS (元)	0.58	0.35	0.54	0.68

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-11.7	30.2	1.0	0.8
营业利润(%)	-38.5	-36.9	53.5	24.5
归属于母公司净利润(%)	-36.1	-39.9	54.8	25.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	21.5	15.2	18.9	20.7
净利率(%)	7.7	3.6	5.5	6.8
ROE(%)	11.1	6.7	9.6	11.1
ROIC(%)	6.6	3.7	5.4	6.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	68.7	73.4	69.3	67.0
净负债比率(%)	145.3	178.3	154.5	119.3
流动比率	0.3	0.3	0.2	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	9.8	9.8	9.8	9.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.35	0.54	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	2.06	1.71	2.73
每股净资产(最新摊薄)	5.36	5.42	5.79	6.19
估值比率	-	-	-	-
P/E	12.2	20.4	13.2	10.5
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.6	10.7	8.2	6.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033