

华能国际 (600011)

证券研究报告

2017年08月29日

火电龙头企业持续优化能源结构, 电价上涨煤价回落业绩可期

火电行业龙头企业, 装机规模优势突出, 能源结构持续优化

公司是国内最大的上市发电公司之一, 是火电行业龙头企业, 拥有可控发电装机容量 10,169.80 万千瓦, 权益发电装机容量 9,079.60 万千瓦, 装机规模优势突出。注重火电的高效环保清洁生产, 超低排放机组数量达到 174 台, 容量占比超过 80%。公司近几年持续投资发展新能源以优化产业结构, 天然气发电、水电、风电、太阳能发电等清洁能源发电装机比例不断提高。

发电量利用小时同比增长, 新资产助力提升发电水平

2017 年上半年全社会用电量同比增长 6.3%, 公司境内电厂发电量同比增长 27.80%, 火电利用小时同比增长 23.53%, 公司在华中、华东等地区火电发电量同比回升, 2016 年下半年收购的发电资产助力公司发电量水平大幅提升。

煤价上涨致火电亏损, 公司净利润负增长, 资产负债率提高

2017 年上半年煤价飙升, 火电燃料成本居高不下导致公司亏损严重。公司营收虽同比增长 11.4%, 但营业成本同比增长 39.0%, 归母净利润同比降低 89.9%, EPS 同比降低 90.2%, 度电利润比 2016 年下降 65.96%, 资产负债率增加明显。

燃煤标杆电价上涨, 发改委出手稳煤价, 下半年业绩可期

6 月 16 日, 发改委发布《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》, 各省燃煤标杆电价纷纷上调。7 月 18 日, 发改委新闻发言人严鹏程在发改委宏观数据发布会上指出, 将采取加快优质产能释放等措施, 来稳定煤炭价格。电价上调, 煤价有望降低, 公司火电盈利能力有望提升, 下半年业绩可期。

盈利预测: 预计 17-18 年 EPS 分别为 0.12 元, 0.20 元, 给予增持评级。

风险提示: 煤价维持高位

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	128,904.87	113,814.24	126,333.80	133,913.83	141,948.66
增长率(%)	2.79	(11.71)	11.00	6.00	6.00
EBITDA(百万元)	45,123.85	35,857.70	20,273.89	21,964.49	22,796.64
净利润(百万元)	13,786.05	8,814.29	1,835.94	3,212.51	4,184.23
增长率(%)	30.73	(36.06)	(79.17)	74.98	30.25
EPS(元/股)	0.91	0.58	0.12	0.20	0.26
市盈率(P/E)	8.04	12.57	60.36	36.31	27.88
市净率(P/B)	1.40	1.36	1.36	1.39	1.35
市销率(P/S)	0.86	0.97	0.88	0.87	0.82
EV/EBITDA	6.32	7.10	12.14	10.74	9.77

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	7.19 元
目标价格	6.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,500.00
流通 A 股股本(百万股)	10,500.00
A 股总市值(百万元)	75,495.00
流通 A 股市值(百万元)	75,495.00
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	76.77
一年内最高/最低(元)	8.36/6.85

作者

钟帅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040004
zhongshuai@tfzq.com

何文雯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516120002
hewenwen@tfzq.com

于夕蒙 联系人
yuximeng@tfzq.com

周荃 联系人
zhouquan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 火电行业龙头企业，装机规模优势突出，能源结构持续优化	3
2. 发电量利用小时同比增长，新资产助力提升发电水平	3
3. 煤价上涨致火电亏损，净利润负增长，资产负债率提高	3
4. 燃煤标杆电价上涨，发改委出手稳煤价，下半年业绩可期	5

图表目录

图 1：华能国际火电设备利用小时	3
图 2：华能国际度电利润、资产负债率和秦皇岛动力煤市场价（2011A-2017H）	4
表 1：华能国际 2017 上半年盈利情况	4
表 2：部分火电公司资产负债率对比一览表（2011-2017H1）	4
表 3：各地燃煤标杆电价上调额度	5

1. 火电行业龙头企业，装机规模优势突出，能源结构持续优化

公司是国内最大的上市发电公司之一，是火电行业龙头企业，主要在全国范围内开发、建设和经营管理大型发电厂，境内电厂广泛分布在中国二十五个省、市和自治区。此外，公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司。

公司装机规模优势突出，截至 2017 年 6 月 30 日，拥有可控发电装机容量 10,169.80 万千瓦，权益发电装机容量 9,079.60 万千瓦。上半年电力销售收入占主营业务收入的 93% 以上。

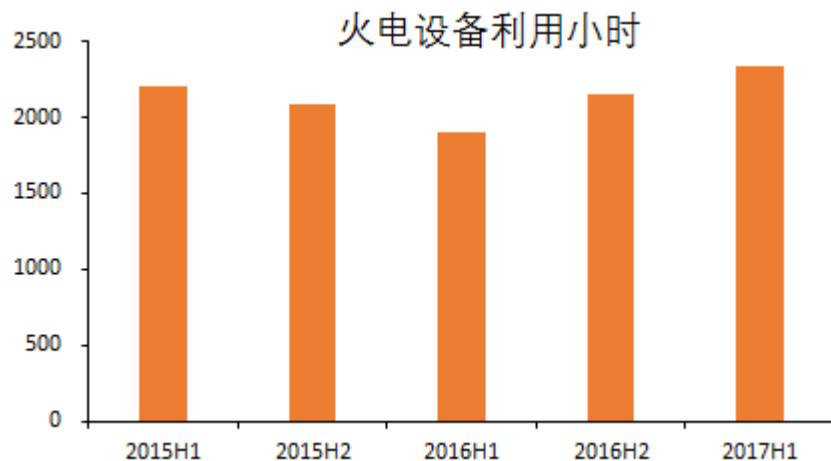
公司注重火电的高效环保清洁生产。公司火电机组中，超过 50% 是 60 万千瓦以上的大型机组，包括 14 台已投产的世界最先进的百万千瓦等级的超超临界机组。公司还投产了国内最高参数的 66 万千瓦高效超超临界燃煤机组和国内首座超超临界二次再热燃煤发电机组。截至 2017 年 6 月 30 日，公司超低排放机组数量达到 174 台，容量占比超过 80%。

公司近几年持续投资发展新能源以优化产业结构，天然气发电、水电、风电、太阳能发电装机比例不断提高。到 2017 年上半年，天然气发电装机容量超过 8,700 兆瓦，风电装机容量超过 3,800 兆瓦，海上风电已投产超过 100 兆瓦，2017 年上半年新增光伏发电 395.78 兆瓦。此外，根据公司 3 月份发布的《2017 年非公开发行 A 股股票预案》，公司拟非公开发行股票募集总额不超过 50 亿元资金投向以下项目。项目投产后，公司装机规模将进一步增大，能源结构进一步得到优化。

2. 发电量利用小时同比增长，新资产助力提升发电水平

2017 年上半年，公司发电量利用小时数同比增长。公司境内电厂发电量 1,866.85 亿千瓦时，居国内行业可比公司第一，同比增长 27.80%；售电量 1,761.21 亿千瓦时，同比增长 27.55%；火电利用小时 2341，同比增长 23.53%。

图 1：华能国际火电设备利用小时



资料来源：华能国际公司公告，天风证券研究所

上半年电量增加的主要原因是 1) 全社会用电增速较快 (同比增长 6.3%) 而水电来水较弱；2) 公司 2016 年下半年收购的黑龙江、吉林、河南和山东地区发电资产，助力公司发电水平大幅提升；3) 公司在华中、华东等地区火电发电量同比回升。

3. 煤价上涨致火电亏损，净利润负增长，资产负债率提高

2017 年上半年煤价居高不下，导致公司净利润负增长，资产负债率提高。上半年公司营业收入 714.34 亿元，同比增长 11.4%；但营业成本 632.27 亿元，同比增长 39.0%；归属于上市公司股东的净利润 7.88 亿元，同比降低 89.9%；基本每股收益 0.05 元，同比降低 90.2%。扣除本年度资产处置等非经常性损益后，归属于上市公司股东净利润为 6.45 亿元，同比降低 89.5%，基本每股收益 0.04 元，同比降低 90.2%。

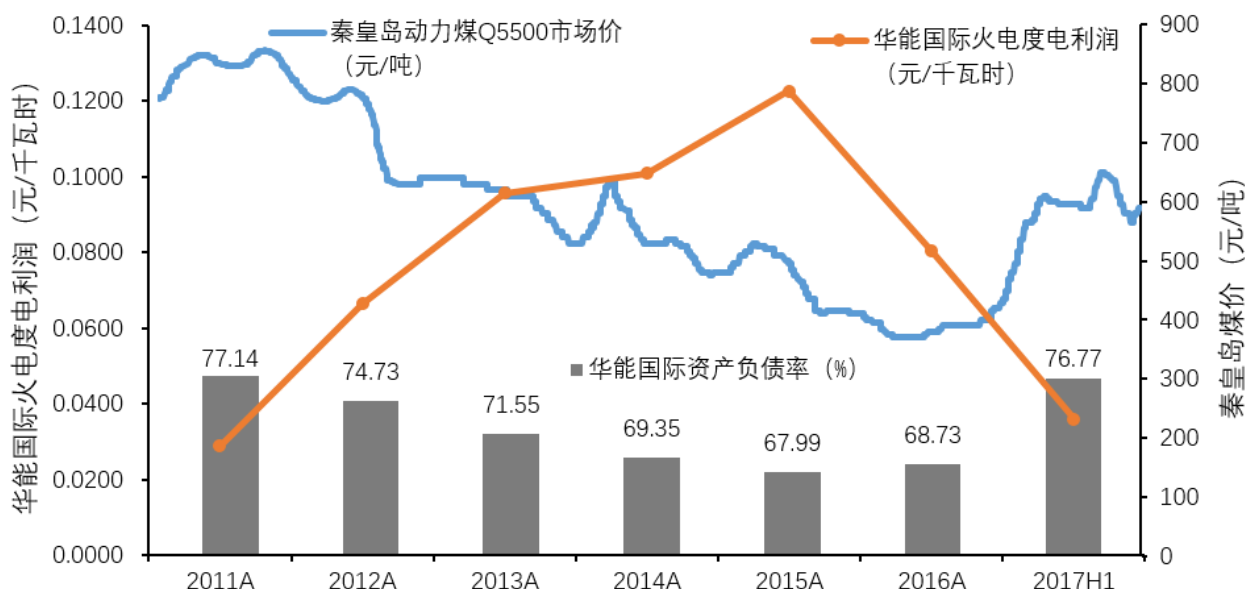
表 1: 华能国际 2017 上半年盈利情况

盈利情况	本报告期 (1~6 月)	上年同期	本报告期比上年同期增减(%)
总资产 (亿元)	3,804	3,798	0.18
营业收入 (亿元)	714	641	11.36
归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	7.88	77.79	-89.88
归属于上市公司股东的扣非的净利润 (亿元)	6.45	61.57	-89.53
归属于上市公司股东的净资产 (亿元)	696	884	-21.27
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	143	222	-35.51
基本每股收益 (元/股)	0.05	0.51	-90.2
稀释每股收益 (元/股)	0.05	0.51	-90.2
加权平均净资产收益率 (%)	1.08	8.8	减少 7.72%

资料来源: 华能国际公司公告, 天风证券研究所

上半年净利润负增长的主要原因为: 上半年煤价高位波动, 火电燃料成本居高不下, 导致火电度电利润低至 0.03 元, 比 2016 年下降 65.96%, 火电亏损严重。

图 2: 华能国际度电利润、资产负债率和秦皇岛动力煤市场价 (2011A-2017H)



资料来源: 华能国际公司公告, wind, 天风证券研究所

公司资产负债率前几年持续下降, 2016 年略有升高, 2017 年上半年增加明显。

表 2: 部分火电公司资产负债率对比一览表 (2011-2017H1)

证券代码	证券简称	资产负债率 (%)						
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
601088	中国神华	34.23	33.20	35.09	33.23	35.35	33.54	未公布
000958	东方能源	149.24	155.59	69.67	62.07	56.24	51.22	未公布
000966	长源电力	87.95	84.96	80.17	75.66	64.10	60.29	未公布
0836.HK	华润电力	63.43	61.25	60.38	61.98	59.76	62.74	未公布
600863	内蒙华电	71.87	64.00	61.07	63.06	64.13	65.97	未公布
600011	华能国际	77.14	74.73	71.55	69.35	67.99	68.73	76.77
000875	吉电股份	82.66	84.34	76.47	77.57	79.23	71.40	未公布
600021	上海电力	71.81	68.17	67.22	69.73	69.70	71.46	未公布
600795	国电电力	77.91	75.24	75.61	73.29	72.21	72.66	未公布

600027	华电国际	84.06	83.20	80.59	77.16	72.95	73.14	未公布
601991	大唐发电	79.28	79.17	78.08	79.13	79.12	74.88	未公布
000767	漳泽电力	93.69	93.46	82.60	79.90	77.57	76.79	未公布
000720	新能泰山	85.09	84.38	82.51	79.48	76.55	77.56	未公布
600744	华银电力	89.43	88.02	88.12	90.85	80.34	78.88	未公布
600726	华电能源	82.09	84.79	84.80	84.03	84.36	83.90	未公布

资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 燃煤标杆电价上涨，发改委出手稳煤价，下半年业绩可期

6月16日，国家发改委发布《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》，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%，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。各省燃煤标杆电价纷纷上调。

表 3: 各地燃煤标杆电价上调额度

省份	上调额度 (分/千瓦时)	省份	上调额度 (分/千瓦时)
江苏	1.3	广西	0.67
陕西	1.99	湖南	0.29
河南	2.28	山西	1.15
冀南	1.47	北京	0.83
冀北	0.86	贵州	1.52
重庆	1.68	湖北	1.8
山东	1.88	吉林	0.14
天津	1.41	平均值	1.28

资料来源: 北极星电力网, 天风证券研究所

7月18日，国家发改委新闻发言人严鹏程在发改委宏观数据发布会上指出，将采取加快优质产能释放等措施，来稳定煤炭价格。电价上调，煤价有望降低，公司火电盈利能力有望提升，下半年业绩可期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,537.81	7,881.63	10,106.70	10,713.11	11,355.89
应收账款	15,706.91	15,550.25	16,366.86	10,386.79	17,972.08
预付账款	573.97	688.51	839.88	812.72	925.84
存货	5,422.73	6,879.14	8,408.68	7,536.21	9,477.33
其他	2,645.17	5,967.08	2,256.12	5,085.16	3,538.98
流动资产合计	31,886.59	36,966.62	37,978.24	34,533.98	43,270.11
长期股权投资	19,516.63	19,420.25	19,420.25	19,420.25	19,420.25
固定资产	195,583.27	195,078.13	195,686.86	191,624.10	184,745.45
在建工程	20,202.55	24,404.20	14,678.52	8,855.11	5,343.07
无形资产	11,679.86	12,043.34	11,788.70	11,534.06	11,279.42
其他	20,860.82	21,505.09	18,979.52	18,554.19	18,378.79
非流动资产合计	267,843.13	272,451.01	260,553.86	249,987.72	239,166.98
资产总计	299,729.72	309,417.63	298,532.09	284,521.70	282,437.08
短期借款	49,883.49	57,668.87	60,230.98	67,672.79	76,049.89
应付账款	23,528.35	24,683.14	33,217.70	28,502.00	37,226.01
其他	47,103.58	47,844.24	42,274.24	47,404.67	44,796.59
流动负债合计	120,515.42	130,196.25	135,722.91	143,579.45	158,072.49
长期借款	66,028.02	64,990.36	44,202.12	21,718.28	1,627.77
应付债券	11,261.32	12,182.97	15,389.94	12,944.75	13,505.89
其他	5,985.10	5,282.02	5,784.64	5,683.92	5,583.53
非流动负债合计	83,274.45	82,455.35	65,376.70	40,346.94	20,717.18
负债合计	203,789.87	212,651.60	201,099.61	183,926.39	178,789.67
少数股东权益	16,530.89	15,244.52	15,688.01	16,477.75	17,469.94
股本	15,200.38	15,200.38	15,200.38	16,000.38	16,000.38
资本公积	18,250.78	18,250.78	18,250.78	18,250.78	18,250.78
留存收益	64,043.53	65,649.34	66,544.09	68,117.17	70,177.09
其他	(18,085.72)	(17,578.99)	(18,250.78)	(18,250.78)	(18,250.78)
股东权益合计	95,939.86	96,766.03	97,432.48	100,595.30	103,647.41
负债和股东权益总	299,729.72	309,417.63	298,532.09	284,521.70	282,437.08

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17,549.68	10,786.22	1,835.94	3,212.51	4,184.23
折旧摊销	14,323.14	14,817.79	10,580.54	10,910.18	11,108.96
财务费用	7,873.56	6,975.21	6,746.27	5,705.82	4,878.87
投资损失	(1,697.20)	(2,383.14)	(500.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
营运资金变动	1,335.49	4,175.27	3,451.91	2,527.07	(398.53)
其它	2,978.03	(2,860.53)	466.83	803.13	1,014.74
经营活动现金流	42,362.71	31,510.82	22,581.48	22,158.70	19,788.27
资本支出	45,588.83	19,884.66	(442.62)	180.72	150.39
长期投资	2,134.98	(96.38)	0.00	0.00	0.00
其他	(81,521.87)	(37,437.93)	874.46	750.82	794.64
投资活动现金流	(33,798.06)	(17,649.65)	431.83	931.54	945.03
债权融资	151,544.01	148,514.01	136,751.61	120,659.66	107,491.62
股权融资	(5,607.05)	(4,838.63)	(6,486.13)	(3,807.16)	(3,676.95)
其他	(160,077.61)	(157,277.22)	(151,053.72)	(139,336.34)	(123,905.19)
筹资活动现金流	(14,140.66)	(13,601.85)	(20,788.24)	(22,483.84)	(20,090.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,576.01)	259.33	2,225.07	606.40	642.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	128,904.87	113,814.24	126,333.80	133,913.83	141,948.66
营业成本	91,521.26	89,389.95	111,805.41	117,576.34	124,630.92
营业税金及附加	1,157.76	1,177.82	1,127.14	1,261.11	1,357.40
营业费用	4.44	15.62	4.38	4.65	14.19
管理费用	3,996.65	3,336.49	3,703.51	4,017.41	4,258.46
财务费用	7,809.35	6,920.54	6,746.27	5,705.82	4,878.87
资产减值损失	3,090.15	1,204.96	500.00	1,000.00	1,000.00
公允价值变动收益	(16.74)	(12.99)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,697.20	2,383.14	500.00	1,000.00	1,000.00
其他	(3,360.91)	(4,740.31)	(1,000.00)	(2,000.00)	(2,000.00)
营业利润	23,005.72	14,139.01	2,947.09	5,348.49	6,808.81
营业外收入	1,001.82	980.92	170.00	700.00	616.97
营业外支出	622.41	753.59	50.00	700.00	501.20
利润总额	23,385.13	14,366.34	3,067.09	5,348.49	6,924.58
所得税	5,835.45	3,580.11	764.32	1,332.85	1,725.62
净利润	17,549.68	10,786.22	2,302.77	4,015.64	5,198.97
少数股东损益	3,763.63	1,971.93	466.83	803.13	1,014.74
归属于母公司净利润	13,786.05	8,814.29	1,835.94	3,212.51	4,184.23
每股收益(元)	0.91	0.58	0.12	0.20	0.26

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.79%	-11.71%	11.00%	6.00%	6.00%
营业利润	24.01%	-38.54%	-79.16%	81.48%	27.30%
归属于母公司净利润	30.73%	-36.06%	-79.17%	74.98%	30.25%
获利能力					
毛利率	29.00%	21.46%	11.50%	12.20%	12.20%
净利率	10.69%	7.74%	1.45%	2.40%	2.95%
ROE	17.36%	10.81%	2.25%	3.82%	4.86%
ROIC	11.54%	6.82%	3.18%	3.82%	4.32%
偿债能力					
资产负债率	67.99%	68.73%	67.36%	64.64%	63.30%
净负债率	41.17%	46.20%	57.74%	53.92%	50.70%
流动比率	0.26	0.28	0.28	0.24	0.27
速动比率	0.22	0.23	0.22	0.19	0.21
营运能力					
应收账款周转率	8.38	7.28	7.92	10.01	10.01
存货周转率	21.26	18.50	16.53	16.80	16.69
总资产周转率	0.45	0.37	0.42	0.46	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.91	0.58	0.12	0.20	0.26
每股经营现金流	2.79	2.07	1.49	1.46	1.30
每股净资产	5.22	5.36	5.38	5.26	5.39
估值比率					
市盈率	8.04	12.57	60.36	36.31	27.88
市净率	1.40	1.36	1.36	1.39	1.35
EV/EBITDA	6.32	7.10	12.14	10.74	9.77
EV/EBIT	9.25	12.09	25.39	21.33	19.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com