中国平安 保险·银行·投资
平安证券 PING AN SECURITIES

电力

2018 年 01 月 17 日

华能国际 (600011)

量价齐升推动营收增长，煤电联动带来盈利改善

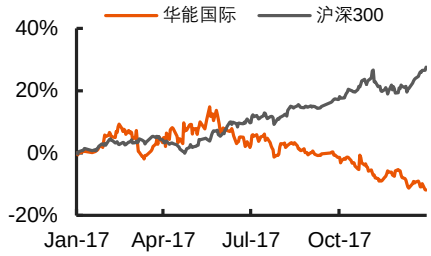
推荐（维持）

现价：6.13 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	国务院国有资产监督管理委员会
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）	837.00
流通 A 股市值(亿元)	643.65
每股净资产(元)	5
资产负债率(%)	75.50

行情走势图



相关研究报告

《华能国际*600011*电价增幅不及预期，煤电联动值得期待》 2017-10-25
《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》 2017-08-21

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

事项：

公司公布全年发电量完成情况，2017年全年累计完成发电量3944.81亿千瓦时，同比增长25.76%；完成售电量3713.99亿千瓦时，同比增长25.56%；平均上网结算电价414.01元/兆瓦时，同比增长4.39%。

平安观点：

- **发、售电量大幅增长，符合预期：**根据公司初步统计，2017 年全年公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 3944.81 亿千瓦时，同比增长 25.76%；完成售电量 3713.99 亿千瓦时，同比增长 25.56%。这一数据与我们之前预测的 3950.26、3724.97 亿千瓦时的发、售电量，以及 25.93%、25.93%的发、售电量同比增幅基本一致。
- **电价调整到位，增幅符合预期：**2017 年全年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 414.01 元/兆瓦时，同比增长 4.39%。根据测算，公司四个季度的平均上网结算电价分别为 405.97、409.10、411.52、429.09 元/兆瓦时，四季度的结算电价比三季度增加了 17.57 元/兆瓦时，即 1.76 分/千瓦时，这可能是因为标杆电价调整落实到位以及公司四季度市场交易电量的占比和价差环比缩小。而下半年平均上网电价为 419.89 元/兆瓦时，比上半年的 407.49 元/兆瓦时提高了 12.40 元/兆瓦时，即 1.24 分/千瓦时。根据 7 月 1 日燃煤标杆电价上调后已公布的调整方案测算，公司平均上网电价应增加 1.26 分/千瓦时，实际的电价增幅基本符合预测值。
- **量价齐升推动营收增长，煤电联动带来盈利改善：**按照公布的发、售电量，以及平均上网电价，可以测算得到 2017 年公司营业收入同比增速约为 30%。根据煤电联动公式，2018 年燃煤机组平均上网电价有 3.57 分/千瓦时的调价空间。虽然具体的落实程度和方案细则尚未公布，但考虑到现阶段火电所处的经营困境，有理由相信煤电联动大概率将得以执行。公司作为全国火电龙头，盈利能力必将受益于上网电价或电煤价格的调整。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	128905	113814	148635	149548	150970
YoY(%)	2.8	-11.7	30.6	0.6	1.0
净利润(百万元)	13786	8814	4644	8274	10316
YoY(%)	30.7	-36.1	-47.3	78.2	24.7
毛利率(%)	29.0	21.5	14.0	19.5	21.0
净利率(%)	10.7	7.7	3.1	5.5	6.8
ROE(%)	18.3	11.1	5.9	9.8	11.2
EPS(摊薄/元)	0.91	0.58	0.31	0.54	0.68
P/E(倍)	6.8	10.6	20.1	11.3	9.0
P/B(倍)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0

- **投资建议：**华能国际 2017 年发电量、售电量、平均上网电价的同比增速均符合预期，量价齐升将推动公司营业收入达到 30%左右的增幅。考虑到 2017 年全年电煤平均价格略高于之前的预期，成本端持续承压，因此小幅调整对公司的盈利预测，预计 17/18/19 年 EPS 分别为 0.31/0.54/0.68 元/股（前值为 0.33/0.54/0.68 元/股），对应 1 月 16 日收盘价 PE 分别 20.1/11.3/9.0 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；煤炭价格大幅上升。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	36967	56989	41999	58013
现金	7882	13191	13637	13916
应收账款	13961	23076	14189	23431
其他应收款	1589	2193	1612	2230
预付账款	689	960	699	976
存货	6879	10707	5860	10544
其他流动资产	5967	6862	6002	6917
非流动资产	272451	328259	316183	304225
长期投资	19420	21275	22179	23082
固定资产	195078	247247	237895	228088
无形资产	12043	12368	12756	13017
其他非流动资产	45909	47369	43353	40037
资产总计	309418	385249	358182	362238
流动负债	130196	192799	168232	174050
短期借款	57669	107498	107342	89440
应付账款	9847	16309	8332	16067
其他流动负债	62681	68992	52559	68543
非流动负债	82455	94277	83727	73204
长期借款	77173	88995	78445	67922
其他非流动负债	5282	5282	5282	5282
负债合计	212652	287077	251959	247254
少数股东权益	15245	16415	18514	21098
股本	15200	15200	15200	15200
资本公积	18251	18251	18251	18251
留存收益	47399	50305	55490	61939
归属母公司股东权益	81522	81757	87709	93887
负债和股东权益	309418	385249	358182	362238

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	31307	25868	45037
净利润	10786	5814	10373	12899
折旧摊销	14818	14961	17375	17887
财务费用	6921	7483	8508	7752
投资损失	-2383	-2324	-1410	-1492
营运资金变动	99	5375	-8974	7985
其他经营现金流	1271	-2	-4	6
投资活动现金流	-17650	-68443	-3885	-4443
资本支出	20285	53953	-12980	-12862
长期投资	1198	-1855	96	-904
其他投资现金流	3834	-16345	-16768	-18208
筹资活动现金流	-13602	-315	-13953	-15164
短期借款	7785	7070	7428	7249
长期借款	-116	11822	-10550	-10523
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	-19206	-10831	-11889
现金净增加额	332	-37451	8030	25430

利润表 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	113814	148635	149548	150970
营业成本	89390	127787	120384	119200
营业税金及附加	1178	1284	1324	1390
营业费用	16	10	10	12
管理费用	3336	4258	4396	4467
财务费用	6921	7483	8508	7752
资产减值损失	1205	2317	2507	2526
公允价值变动收益	-13	2	4	-6
投资净收益	2383	2324	1410	1492
营业利润	14139	7821	13832	17110
营业外收入	981	854	955	948
营业外支出	754	796	709	720
利润总额	14366	7879	14079	17338
所得税	3580	2065	3705	4438
净利润	10786	5814	10373	12899
少数股东损益	1972	1171	2099	2583
归属母公司净利润	8814	4644	8274	10316
EBITDA	35240	28247	37913	41036
EPS（元）	0.58	0.31	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	30.6	0.6	1.0
营业利润(%)	-38.5	-44.7	76.9	23.7
归属于母公司净利润(%)	-36.1	-47.3	78.2	24.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	21.5	14.0	19.5	21.0
净利率(%)	7.7	3.1	5.5	6.8
ROE(%)	11.1	5.9	9.8	11.2
ROIC(%)	6.6	3.4	5.3	6.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	68.7	74.5	70.3	68.3
净负债比率(%)	145.3	193.2	168.0	130.3
流动比率	0.3	0.3	0.2	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3
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	0.31	0.54	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	2.06	1.70	2.96
每股净资产(最新摊薄)	5.36	5.38	5.77	6.18
估值比率	-	-	-	-
P/E	10.6	20.1	11.3	9.0
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.2	10.7	7.8	6.5

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：

此报告旨为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他人。

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 2018 版权所有。保留一切权利。

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

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