

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

联系人： 赵越 S0350116090018

0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

煤价高企拖累业绩，派息丰厚具备吸引力

——华能国际（600011）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华能国际	11.5	1.8	-7.8
沪深300	2.3	0.5	17.7

市场数据

市场数据	2018-03-16
当前价格（元）	6.71
52周价格区间（元）	5.80 - 8.05
总市值（百万）	101994.57
流通市值（百万）	70455.00
总股本（万股）	1520038.34
流通股（万股）	1520038.34
日均成交额（百万）	104.58
近一月换手（%）	2.83

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 1524.59 亿元，同比增长 10.36%（重述后）；实现归母净利润 17.93 亿元，同比减少 82.73%（重述后）。

投资要点：

- **量价齐升，收入增速转正。**2017 年公司累计完成售电量 3713.99 亿千瓦时，同比增长 25.56%，其中火电售电量 3625.92 亿千瓦时，同比增长 24.57%，占比达到 97.63%；平均上网结算电价 414.01 元/兆瓦时，同比增长 4.39%，量价齐升带动营业收入同比增长 10.36%，至 1524.59 亿元，结束自 2013 年以来连续四年的营收同比下滑。电量方面，售电量增长来源于用电需求平稳较快增长，根据中电联的数据，2017 年全社会用电量同比增长 6.6%，大幅超过 2017 年初的预期，公司作为国内最大的上市发电公司之一，充分受益行业增长，利用小时同比增加 30 小时。电价方面，2017 年 6 月，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，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价，我们测算全国平均上调幅度约为 1.1 分/千瓦时，但各地地上调幅度不一，其中公司煤电机组分布较多的省份如山东、江苏、江西、河南等分别上调 2.2、1.3、1.5 和 2.28 分/千瓦时，均高于全国平均。
- **燃料成本大幅上涨，带来点火价差显著下降拖累业绩。**2017 年受供给侧改革、进口煤限制、电力需求抬升等因素影响，动力煤价格出现大幅上涨，中国电煤价格指数平均价为 515.99 元/吨，同比 2016 年增长 35.46%。受此影响，公司燃料成本相应增加 194.65 亿元，单位售电燃料成本达到 225.92 元/兆瓦时，同比上升 34.39%。点火价差 188.09 元/兆瓦时，同比下降 17.68%；毛利率 11.31%，同比下降 10.15 个百分点。燃料成本大幅上升拖累公司归母净利润同比下降 82.73%，至 17.93 亿元，净利率仅 1.41%。其中四季度公司归母净利润亏损 10.67 亿元。
- **资本开支总体下降，风电投资加大，非公开发行提供资金支持。**2018 年，公司资本性支出计划完成 194.65 亿元，同比下降 25.26%，火电等电源性资本开支大幅下降，技改亦由于全部机组均已达到超低排放标准，支出同比下滑 55.91%。值得注意的是，2018 年水电、

风电及光伏等清洁能源资本性支出占比将由 2017 年的 36.55% 上升至 50.91%，显示公司对电源结构的清洁化调整方向，其中风电资本性支出同比上涨 50.29%，按照 2017 年风电新增投产及资本开支数据简单测算出的约 6600 元/千瓦的单位投资，预计公司 2018 年风电新增投产将达到约 130 万千瓦，清洁能源占比将进一步提升。近日公司非公开发行获得证监会发审委审核通过，计划向不超过 10 名特定对象发行 8 亿股，募集资金总额不超过 50 亿元，用于投资广东、江苏、河南、安徽、海南、江西等地的燃机、风电、热电及火电项目，为资本性支出提供充足资金来源。

- **分红比例较高，具备投资防御性。**2017 年，公司计划每 10 股派息 1 元(含税)，现金分红(含税)总额 15.20 亿元，派息比率达到 88.14%。公司同时公告 2018-2020 年股东回报规划，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，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 70%且每股派息不低于 0.1 元人民币，70% 的派息比例高于公司章程中规定的 50%。分红比例较高且未来三年有望稳定，具备投资防御性。
- **用电继续保持高速增长，煤价有望企稳，业绩有望迎来季度间的环比改善。**根据中电联的预测数据，预计 2018 年全社会用电量增长 5.5%左右；国家统计局数据显示，2018 年 1-2 月发电量同比增长 11%，其中火电发电量同比增长 9.8%，继续保持高速增长。电力供需总体宽松，火电设备利用小时 4210 小时左右，与 2017 年基本持平。截至 3 月 16 日，中电联中国沿海电煤采购价格指数显示，5500 大卡电煤成交价格环比下降 25 元/吨，跌至 665 元/吨，较指数发布初期的 664 元/吨还下降 4 元/吨，在天气转暖电厂日耗下降，以及国家层面加快现金煤炭产能释放、加快调运通道建设、建立健全煤炭库存制度的背景下，动力煤在短期内有望企稳并进入价格下行通道。公司火电装机占比较大，短期内有望受益煤价下行，业绩有望出现季度间的环比提升，但长期看仍需密切关注淘汰落后产能进展对煤炭价格带来的影响，以及可能出现的在“大力推动降电价”背景下，度电盈利空间改善带来的电价调整可能。
- **首次覆盖，给予公司“增持”评级：**公司为火电行业上市公司龙头，市值最大，未来三年派息率提升有望稳定市场投资情绪，并带来稳定收益。我们按照 2018 年动力煤均价与 2017 年略有提升进行谨慎测算，考虑发、售电量提升及节能技改带来的供电煤耗下降，暂不考虑增发对公司业绩及股本的影响，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27、0.31 和 0.37 元/股，对应当前股价 PE 为 24.90、21.68 和 18.35 倍，市净率为 1.28、1.21 和 1.13 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**煤价上涨风险；电价下调风险；利用小时不达预期风险；全社会用电量不达预期风险；政策推进不达预期风险；非公开发行

进度不达预期风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	152459	156960	161594	166367
增长率(%)	34%	3%	3%	3%
净利润(百万元)	1793	4096	4705	5559
增长率(%)	-80%	128%	15%	18%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.27	0.31	0.37
ROE(%)	1.94%	4.22%	4.59%	5.10%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 华能国际盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	600011.SH				股价:	6.71		投资评级:	增持		日期:	2018-03-16	
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E				
盈利能力					每股指标								
ROE	2%	4%	5%	5%	EPS	0.12	0.27	0.31	0.37				
毛利率	11%	12%	13%	13%	BVPS	4.97	5.24	5.55	5.91				
期间费率	10%	8%	8%	8%	估值								
销售净利率	1%	3%	3%	3%	P/E	56.88	24.90	21.68	18.35				
成长能力					P/B	1.35	1.28	1.21	1.13				
收入增长率	34%	3%	3%	3%	P/S	0.67	0.65	0.63	0.61				
利润增长率	-80%	128%	15%	18%									
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E				
总资产周转率	0.40	0.38	0.38	0.37	营业收入	152459	156960	161594	166367				
应收账款周转率	5.66	5.66	5.66	5.66	营业成本	135209	138006	141309	144687				
存货周转率	18.31	18.31	18.31	18.31	营业税金及附加	1376	1417	1459	1502				
偿债能力					销售费用	17	18	19	19				
资产负债率	76%	77%	76%	76%	管理费用	3969	4086	4201	3993				
流动比	0.31	0.55	0.63	0.70	财务费用	9406	7546	7747	7943				
速动比	0.26	0.50	0.58	0.66	其他费用/(-收入)	1021	1000	1000	1000				
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	4095	6888	7860	9223				
现金及现金等价物	9365	54492	70234	86368	营业外净收支	(375)	(350)	(350)	(350)				
应收款项	26956	27751	28571	29415	利润总额	3720	6538	7510	8873				
存货净额	7385	7616	7798	7985	所得税费用	1573	1634	1878	2218				
其他流动资产	4832	4951	5075	5201	净利润	2147	4903	5633	6655				
流动资产合计	48538	94032	110900	128192	少数股东损益	353	807	927	1096				
固定资产	245079	232876	221282	210268	归属于母公司净利润	1793	4096	4705	5559				
在建工程	26397	28397	30397	32397	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E				
无形资产及其他	13728	13728	22355	30983	经营活动现金流	29197	18719	18880	20332				
长期股权投资	19317	19317	19317	19317	净利润	2147	4903	5633	6655				
资产总计	378694	413984	429885	446790	少数股东权益	353	807	927	1096				
短期借款	80251	95251	100251	105251	折旧摊销	19144	13627	13017	13300				
应付款项	15496	15979	16363	16755	公允价值变动	(3)	0	0	0				
预收帐款	1505	1549	1595	1642	营运资金变动	7556	(1673)	(1554)	(1597)				
其他流动负债	58698	58698	58698	58698	投资活动现金流	(34060)	10204	9594	9014				
流动负债合计	155950	171478	176907	182346	资本支出	(52072)	10204	9594	9014				
长期借款及应付债券	123025	138025	143025	148025	长期投资	103	0	0	0				
其他长期负债	7515	7515	7515	7515	其他	17909	0	0	0				
长期负债合计	130540	145540	150540	155540	筹资活动现金流	49990	29993	9992	9991				
负债合计	286490	317017	327446	337886	债务融资	68434	30000	10000	10000				
股本	15200	15200	15200	15200	权益融资	5838	0	0	0				
股东权益	92204	96967	102439	108904	其它	(24282)	(7)	(8)	(9)				
负债和股东权益总计	378694	413984	429885	446790	现金净增加额	45127	58916	38466	39337				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。