

证券研究报告·上市公司简评

电力、煤气

# 收购集团资产，18 年将迎来业绩改善

## 华能国际 (60011)

### 事件

#### 华能国际发布 2016 年年报，净利润下滑 36.06%

华能国际今日发布 2016 年年报，公司 2016 年营业收入 1138.14 亿元，同比下降 11.71%；实现归属于上市公司股东的净利润 88.14 亿元，同比下降 36.06%。EPS 为 0.58 元，同比下降 38.95%；ROE 为 10.91%，同比下降 8.38 个百分点。

### 简评

#### 受装机增速及水电影响，公司电量出现下滑

2016 年，华能国际国内控股电厂累计完成发电量 3136.9 亿千瓦时，同比下降 2.13%，完成售电量 2958 亿千瓦时，同比下降 2.05%。发电量下滑的主要原因一是 16 年全国整体火电装机增长高于发电量增长，全国火电设备利用小时数持续下降，去年火电装机净增 5338 万千瓦，同比增长了 5.3%，而火电发电量增速仅为 2.4%，全国平均设备利用小时 4165 小时，比上年下降 199 小时；二是去年来水偏多，水电发电量较大挤占了火电发电空间，16 年全国水电发电量同比增长 6.2%，设备利用小时数为近 20 年来第三高水平，超过了全社会用电量 5% 的增速。

#### 公司上网电价也出现下调

2015 年 4 月发改委发出通知，下调燃煤上网电价平均每千瓦时 2 分钱，12 月再度下调每千瓦时 3 分钱（16 年 1 月 1 日起执行），合计每千瓦时下调了约 5 分钱。再加上实施电改以来，通过大用户直供、市场交易等方式销售的市场电量的增加，去年全年华能国际国内各电厂平均上网结算电价为 0.3966 元/千瓦时，较 2015 年平均的 0.4433 元/千瓦时下降了约 4.67 分钱，降幅 10.53%，给公司收入带来较大影响。

#### 煤价上涨造成公司 4 季度毛利率下滑

去年，受到煤炭行业去产能的影响，国内动力煤价格出现了先抑后扬的走势，下半年特别是 4 季度大幅上涨，以环渤海 5500 大卡动力煤指数为例，2016 年底报 593 元/吨，较年中的 401 元/吨的水平上涨了 47.9%。由此，华能国际发电业务的毛利率从上半年的 28.6% 回落到下半年的 15.2%，特别是第 4 季度，公司整体业务的毛利率仅为 6.69%，大幅低于前三季度 26.89% 的水平。

请参阅最后一页的重要声明

**首次评级**
**增持**
**万炜, CFA**

wanwei@csc.com.cn

021-68821600-815

执业证书编号: S1440514080001

**李俊松**

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号: S1440510120039

发布日期: 2017 年 3 月 22 日

当前股价: 7.75 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	1.04/0.37	7.64/2.52	4.29/-6.08
12 月最高/最低价 (元)			8.12/6.99
总股本 (万股)			1520038.34
流通 A 股 (万股)			1050000.00
总市值 (亿元)			1178.03
流通市值 (亿元)			813.75
近 3 月日均成交量 (万)			1601.66
主要股东			
华能国际电力开发公司			33.33%

### 股价表现

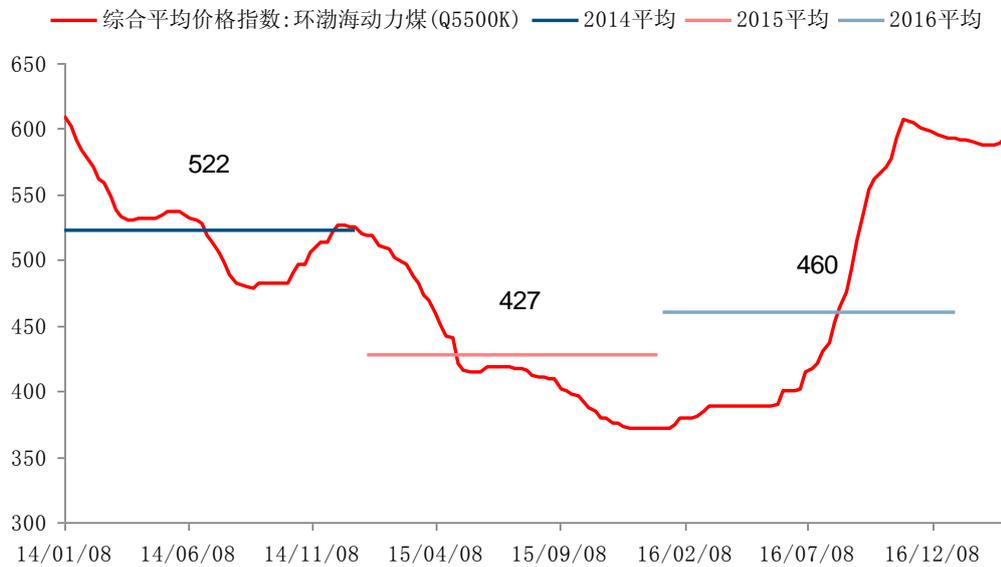


### 相关研究报告

09.04.01	华能国际 08 年报点评: 该是进入新能源时候了
06.10.18	华能国际: 业绩开始恢复
06.04.05	华能国际: 经营环境好转



图 1：环渤海动力煤价格指数（单位：元/吨）

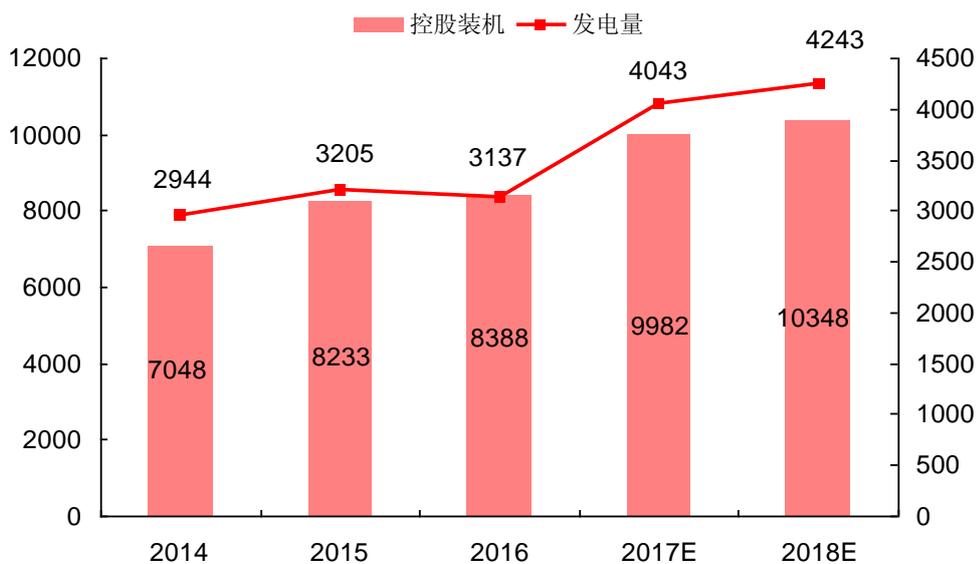


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

### 收购集团资产，装机快速增长

2016年10月，公司发布公告，以151.14亿元受让华能山东80%的权益、华能吉林100%的权益、华能黑龙江100%的权益、华能河南中原燃气发电90%的权益，2017年1月1日交割完成后，公司增加控股装机1593.7万千瓦，在建装机容量366.6万千瓦。随着在建项目的完成，我们预计到2018年，公司控股装机容量将超过1亿千瓦。

图 2：华能国际装机容量及发电量预测（单位：万千瓦，亿千瓦时）



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部



## 电力行业供给侧改革渐入佳境

在今年两会上，李克强总理在政府工作报告中提出“要淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上，以防范化解煤电产能过剩风险。”实际上从 2016 年的《电力行业十三五规划》中就提出“十三五”力争淘汰落后煤电机组 2000 万千瓦，取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上；并且采取“取消一批、缓核一批、缓建一批”等措施控制煤电行业产能；到 2020 年，全国煤电装机规模力争控制在 11 亿千瓦以内。作为国内规模最大的电力公司，公司火电机组中超过 50% 是 60 万千瓦以上的大型机组，未来将会受益于小机组的淘汰带来的发电小时数的提升。

## 2018 年将迎来业绩改善，增持评级

根据中电联预计，2017 年全社会用电量同比增长 3% 左右，装机增长 6.7%，供需形势仍不容乐观，如果电力行业去产能能够执行严格，2017 年利用小时下滑势头有望遏制，但是较高的煤价还是给公司的火电业务带来较大压力。我们预计今年煤炭价格有望维持在 500-550 元/吨的高位，公司火电业务毛利率将下滑至 8.7%。不过，随着 18 年煤价下跌公司净利润将大幅改善。我们预测公司 2017 年、2018 年的收入分别为 1450 亿元和 1515 亿元，净利润分别为 56.82 亿元和 95.21 亿元，增长率分别为 -35.5% 和 67.6%。考虑到公司 2018 年将迎来业绩的大幅改善，给予增持评级。

表 1：华能国际盈利预测（单位：百万元，元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E
一、营业总收入	125406.9	128904.9	113814.2	145,028.8	151,469.0
二、营业总成本	108321.3	107579.6	102045.4	138,218.3	138,701.1
营业成本	94010.5	91521.3	89390.0	122,934.0	122,738.1
营业税金及附加	932.5	1157.8	1177.8	1,500.8	1,567.5
销售费用	4.4	4.4	15.6	19.9	20.8
管理费用	3588.3	3996.6	3336.5	4,251.6	4,440.3
财务费用	7664.1	7809.3	6920.5	7,976.6	8,330.8
资产减值损失	2121.6	3090.2	1205.0	1,535.4	1,603.6
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	42.5	(16.7)	(13.0)	-13.0	-13.0
投资净收益	1423.9	1697.2	2383.1	2,200.0	2,500.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.00	-	-
四、营业利润	18552.0	23005.7	14139.0	9,010.5	15,267.9
加：营业外收入	984.6	1001.8	980.92	1,000.0	1,000.0
减：营业外支出	661.8	622.4	753.59	750.0	750.0
五、利润总额	18874.8	23385.1	14366.3	9,260.5	15,517.9
减：所得税	5510.6	5835.5	3580.1	2,307.7	3,867.1
六、净利润	13364.2	17549.7	10786.2	6,952.8	11,650.8
减：少数股东损益	2818.5	3763.6	1971.9	1,271.1	2,130.0
归属于母公司所有者的净利润	10545.8	13786.1	8814.3	5,681.7	9,520.8
摊薄 EPS	0.73	0.91	0.58	0.37	0.63

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



## 分析师介绍

**万炜, CFA:** 电力与公用事业研究员, 华中科技大学经济学硕士, 2014 年加入中信建投证券研究所, 2015、2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员。

**李俊松:** 煤炭行业首席分析师, 清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部, 2007-2010 年任零售、纺织服装行业研究员, 2010 年至今任煤炭行业分析师, 2015、2016 年连续两届新财富煤炭行业最佳分析师第二名。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622