

# 华能国际 (600011)

## 电价增幅不及预期，煤电联动值得期待

### 推荐 (维持)

现价: 6.82 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)	914.18
流通 A 股市值(亿元)	716.10
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\*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:

公司发布2017年第三季度报告，实现营业收入1110.74亿元，同比增长10.79%（经重述）；归母净利润28.60亿元，同比下降74.30%（经重述）。其中，第三季度实现营业收入396.41亿元，同比增长9.77%（经重述）；归母净利润20.73亿元，同比下降38.16%（经重述）。

#### 平安观点:

■ **火电反弹，龙头先行：**今年前三季度，全国全社会用电量同比增长6.9%、发电量同比增长6.4%，比去年同期分别提高了2.4、3.0个百分点；而受上半年来水偏枯的影响，水电发电量同比仅增长0.3%。得益于大幅增长的用电需求和水电出力的不足，火电发电量同比增长6.3%，比去年同期提高了5.5个百分点；利用小时数止跌回升，比去年同期增加了47小时。公司作为目前装机容量全国第一的电力上市公司，90%以上为火电机组，今年前三季度的发电量2942.71亿千瓦时已接近去年全年的发电量，同比增长26.52%；根据我们测算的利用小时数也比去年同期增加了51小时，高于全国平均水平。发电量的大幅增长带来了营业收入的提升，与去年同期未经重述的营业收入相比，增幅达到了33.47%。

■ **上网结算电价增幅不及预期，煤电联动值得期待：**公司一至三季度的归母净利润分别为6.52、1.36、20.73亿元，三季度盈利显著提升。但其中有9.51亿元是处置中国长江电力股份有限公司的股票取得的投资收益，占本季度归母净利润的45.89%，实际净利润额不及预期。主要原因除了居高不下的电煤价格以外，即是公司上网结算电价的增幅并未达到预期值。根据测算，公司一至三季度的平均上网结算电价分别为405.97、409.10、411.52元/兆瓦时，三季度的结算电价相比二季度仅增加了2.42元/兆瓦时，相比上半年也只是增加了4.03元/兆瓦时。7月1日燃煤标杆电价上调后，根据已公布的调整方案测算，公司平均上网电价应增加1.26元/兆瓦时。我们认为公司交易电量占比的扩大是可能导致这个结果的原因之

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	128905	113814	147752	148501	149681
YoY(%)	2.8	-11.7	29.8	0.5	0.8
净利润(百万元)	13786.1	8814	5087	8285	10380
YoY(%)	30.7	-36.1	-42.3	62.9	25.3
毛利率(%)	29.0	21.5	14.2	18.9	20.7
净利率(%)	10.7	7.7	3.4	5.6	6.9
ROE(%)	18.3	11.1	6.1	9.3	10.8
EPS(摊薄/元)	0.91	0.58	0.33	0.55	0.68
P/E(倍)	7.52	11.8	20.4	12.5	10.0
P/B(倍)	1.31	1.3	1.2	1.1	1.0

一。在火电盈利持续低迷，以及煤价继续高位徘徊的预期下，煤电联动的执行可能性也在不断加强。

- **投资建议：**考虑到三季度公司平均上网结算电价调整幅度尚未达到预期水平，我们调整对公司的盈利预测，17/18/19年EPS为0.33/0.55/0.68元/股（前值为0.35/0.54/0.68元/股），对应10月24日收盘价PE为20.4/12.5/10.0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
<b>流动资产</b>	36967	57651	42801	57978
现金	7882	14272	14344	14458
应收账款	13961	22856	14148	23150
其他应收款	1589	2171	1608	2201
预付账款	689	950	697	964
存货	6879	10574	6008	10332
其他流动资产	5967	6828	5996	6873
<b>非流动资产</b>	272451	315523	303402	291099
长期投资	19420	21275	22179	23082
固定资产	195078	235365	226368	216668
无形资产	12043	12188	12368	12623
其他非流动资产	45909	46695	42488	38725
<b>资产总计</b>	309418	373174	346204	349076
<b>流动负债</b>	130196	182642	172116	190494
短期借款	57669	83881	96574	92762
应付账款	9847	16111	8551	15751
其他流动负债	62681	82650	66990	81982
<b>非流动负债</b>	82455	86805	62517	38174
长期借款	77173	81523	57235	32892
其他非流动负债	5282	5282	5282	5282
<b>负债合计</b>	212652	269447	234633	228668
少数股东权益	15245	16527	18629	21228
股本	15200	16000	16000	16000
资本公积	18251	22451	22451	22451
留存收益	47399	50583	55777	62267
<b>归属母公司股东权益</b>	81522	87200	92942	99180
<b>负债和股东权益</b>	309418	373174	346204	349076

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	31511	30481	24372	42271
净利润	10786	6369	10387	12980
折旧摊销	14818	14347	16304	16753
财务费用	6921	6860	7392	6896
投资损失	-2383	-2324	-1410	-1492
营运资金变动	99	5230	-8297	7128
其他经营现金流	1271	-2	-4	6
<b>投资活动现金流</b>	-17650	-55094	-2769	-2964
资本支出	20285	41218	-13025	-13207
长期投资	1198	-1855	96	-904
其他投资现金流	3834	-15731	-15698	-17075
<b>筹资活动现金流</b>	-13602	17121	-34224	-35381
短期借款	7785	12331	0	0
长期借款	-116	4350	-24288	-24343
普通股增加	0	800	0	0
资本公积增加	0	4200	0	0
其他筹资现金流	-21271	-4560	-9936	-11038
<b>现金净增加额</b>	332	-7491	-12621	3926

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	113814	147752	148501	149681
营业成本	89390	126820	120492	118731
营业税金及附加	1178	1277	1315	1378
营业费用	16	10	10	12
管理费用	3336	4233	4365	4429
财务费用	6921	6860	7392	6896
资产减值损失	1205	2303	2490	2504
公允价值变动收益	-13	2	4	-6
投资净收益	2383	2324	1410	1492
<b>营业利润</b>	14139	8574	13850	17218
营业外收入	981	854	955	948
营业外支出	754	754	709	720
<b>利润总额</b>	14366	8631	14097	17446
所得税	3580	2262	3710	4466
<b>净利润</b>	10786	6369	10387	12980
少数股东损益	1972	1282	2102	2599
<b>归属母公司净利润</b>	8814	5087	8285	10380
EBITDA	35240	27775	35759	39171
EPS (元)	0.58	0.33	0.55	0.68

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-11.7	29.8	0.5	0.8
营业利润(%)	-38.5	-39.4	61.5	24.3
归属于母公司净利润(%)	-36.1	-42.3	62.9	25.3
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	21.5	14.2	18.9	20.7
净利率(%)	7.7	3.4	5.6	6.9
ROE(%)	11.1	6.1	9.3	10.8
ROIC(%)	6.6	3.6	5.3	6.7
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	68.7	72.2	67.8	65.5
净负债比率(%)	145.3	165.4	143.3	109.3
流动比率	0.3	0.3	0.2	0.3
速动比率	0.2	0.3	0.2	0.3
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
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
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.33	0.55	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	2.01	1.60	2.78
每股净资产(最新摊薄)	5.36	5.74	6.11	6.52
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	11.76	20.38	12.51	9.99
P/B	1.27	1.19	1.12	1.05
EV/EBITDA	7.6	10.8	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 2017 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

## 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