

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 增持

## 煤价涨幅收窄叠加电价上调, 寒冬渐去春又来

### 报告摘要:

**事件:** 公司日前公告 2017 年三季度报告, 公司前三季度实现营收 1110.74 亿元, 同比上升 10.79%。第三季度扣非归母净利润为 12 亿元, 同比下滑 61.65%, 环比二季度增长 1746.15%。受本期处置长江电力股票获取 9.51 亿元投资收益, 公司前三季度实现归母净利润 28.60 亿元, 同比下滑 74.30%。

**点评:** 煤炭价格涨幅收窄叠加电价上调带动业绩复苏。公司主营业务以火电为主, 经营情况受电力供需环境及煤炭价格波动影响较大。2017 年前三季度, 环渤海 5500 大卡动力煤价格指数平均值为 587.46 元/吨, 2016 年同期为 416.89 元/吨, 同比上涨 40.91%。2017 年上半年煤炭价格相比 2016 年上半年, 同比涨幅则为 52.33%, 可见第三季度煤炭同比涨幅明显收窄。此外, 三季度全国 22 个省份上调燃煤标杆上网电价, 助力公司三季度毛利率环比回升 2.5 个百分点, 达到 13.07%。

**资产收购及新装机投产助力公司业绩好转。**公司于 2016 年底以 151 亿元收购母公司权益装机 1339 万千瓦, 同时, 公司新建机组陆续开始投产, 当前公司控股装机 10250.2 万千瓦, 同比增长 23.54%。受装机增长影响叠加全国火电发电形势好转的利好, 公司前三季度实现发电量 2,942.71 亿千瓦时, 同比增长 26.52%; 2017 年前三季度公司平均上网结算电价为 408.96 元/兆瓦时, 同比增长 3.68%。

**无愧火电龙头之名, 电价回暖业绩预期翻转。**公司作为我国最大的火电上市平台, 在资产注入后当前可控装机已达 10250.2 万千瓦。根据我们的煤电联动模型预测, 2018 年大概率触发煤电联动, 公司装机遍布全国有望全方位受益。在用电增速回暖、上网电价上涨及国家政策力促动力煤先进产能释放等因素影响下, 我们看好公司受益于行业利好, 业绩逐步复苏翻转的可能性。

**盈利预测与估值:** 预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.28、0.57 和 0.75 元, 对应 2017 年 PE 为 24.67 倍, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 电价上调不及预期风险, 电力供需形势进一步恶化风险等。

股票数据	2017/10/24
收盘价(元)	6.82
12个月股价区间(元)	6.72~8.36
总市值(百万元)	103,667
总股本(百万股)	15,200
A股(百万股)	10,500
B股/H股(百万股)	0/4,700
日均成交量(百万股)	3

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2%	-7%	-2%
相对收益	-5%	-13%	-19%

### 相关报告

《华能国际: 煤价维持高位拖累业绩, 行业逐步回暖助力反弹》

2017-8-04

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	128,905	113,814	138,081	144,366	145,278
(+/-)%	2.79%	-11.71%	21.32%	4.55%	0.63%
归属母公司净利润	13,786	8,814	4,201	8,663	11,367
(+/-)%	30.73%	-36.06%	-52.33%	106.18%	31.22%
每股收益(元)	0.91	0.58	0.28	0.57	0.75
市盈率	7.52	11.76	24.67	11.97	9.12
市净率	1.08	1.07	1.04	0.98	0.91
净资产收益率(%)	17.36%	10.81%	5.02%	9.85%	12.14%
股息收益率(%)	3.70%	4.25%	2.03%	4.18%	5.48%
总股本(百万股)	15,200	15,200	15,200	15,200	15,200

### 证券分析师: 龚斯闻

执业证书编号: S0550513050002

(021) 20361173 gongsw@nesc.cn

### 研究助理: 高兴

执业证书编号: S0550117070019

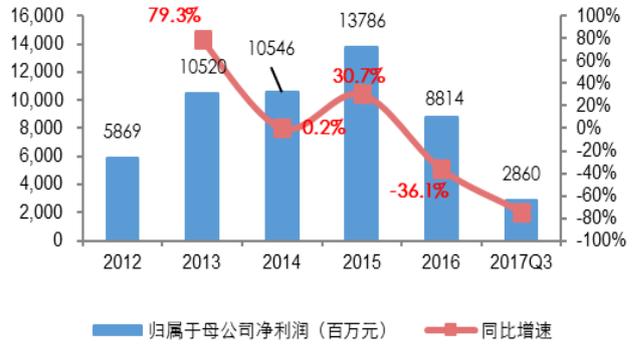
(021) 20363219 gaoping@nesc.cn

图 1: 公司近年营收企稳回升



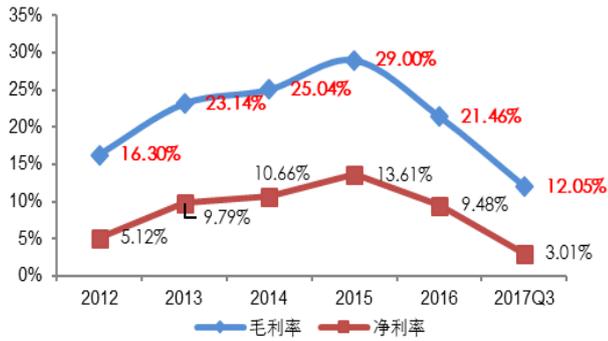
数据来源: 东北证券、Wind

图 2: 公司近年归母净利润出现较大下滑



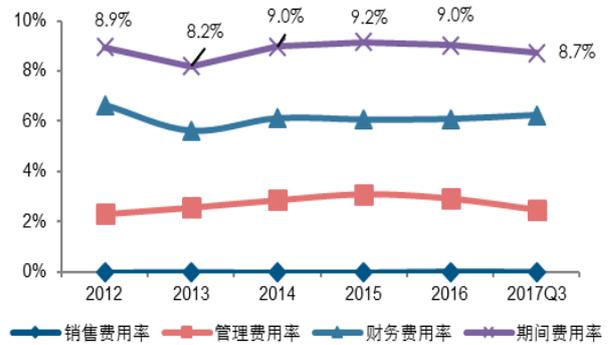
数据来源: 东北证券、Wind

图 3: 公司近年毛利率与净利率同比下滑



数据来源: 东北证券、Wind

图 4: 公司近年费用率维持稳定



数据来源: 东北证券、Wind

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,882	8,872	9,645	9,367	净利润	10,786	5,141	10,601	13,910
交易性金融资产	279	279	279	279	资产减值准备	1,205	1,120	1,050	980
应收款项	13,961	16,336	17,193	17,397	折旧及摊销	14,818	17,973	20,543	20,838
存货	6,879	8,069	7,920	7,745	公允价值变动损失	13	0	0	0
其他流动资产	3,256	3,256	3,256	3,256	财务费用	6,975	8,635	9,193	8,676
<b>流动资产合计</b>	<b>36,967</b>	<b>41,453</b>	<b>43,337</b>	<b>43,141</b>	投资损失	-2,383	-2,068	-1,833	-1,969
可供出售金融资产	3,456	3,456	3,456	3,456	运营资本变动	99	2,433	-1,250	-690
长期投资净额	23,454	24,654	26,154	27,954	其他	0	-22	0	0
固定资产	195,000	248,162	259,018	268,563	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>31,779</b>	<b>32,941</b>	<b>38,017</b>	<b>41,467</b>
无形资产	12,043	12,366	12,681	12,954	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-17,650</b>	<b>-56,322</b>	<b>-14,397</b>	<b>-12,921</b>
商誉	10,389	10,362	10,299	10,335	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-13,602</b>	<b>24,372</b>	<b>-22,847</b>	<b>-28,824</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>272,451</b>	<b>312,042</b>	<b>306,966</b>	<b>300,315</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>12,520</b>	<b>-26,166</b>	<b>21,209</b>	<b>26,474</b>
<b>资产总计</b>	<b>309,418</b>	<b>353,495</b>	<b>350,303</b>	<b>343,456</b>	财务与估值指标				
短期借款	57,669	78,251	66,697	51,381	每股指标				
应付款项	9,847	12,544	12,151	11,873	每股收益 (元)	0.58	0.28	0.57	0.75
预收款项	366	447	472	472	每股净资产 (元)	6.37	6.57	6.98	7.52
一年内到期的非流动负债	13,672	13,672	13,672	13,672	每股经营性现金流量 (元)	2.09	2.17	2.50	2.73
<b>流动负债合计</b>	<b>130,196</b>	<b>157,233</b>	<b>147,771</b>	<b>133,198</b>	成长性指标				
长期借款	64,990	68,490	83,490	87,990	营业收入增长率	-11.71%	21.32%	4.55%	0.63%
其他长期负债	1,233	1,233	1,233	1,233	净利润增长率	-36.06%	-52.33%	106.18%	31.22%
<b>长期负债合计</b>	<b>82,455</b>	<b>96,455</b>	<b>96,455</b>	<b>95,955</b>	盈利能力指标				
<b>负债合计</b>	<b>212,652</b>	<b>253,688</b>	<b>244,227</b>	<b>229,154</b>	毛利率	21.46%	14.27%	19.39%	21.85%
归属于母公司股东权益合计	81,522	83,622	87,954	93,637	净利率	7.74%	3.04%	6.00%	7.82%
少数股东权益	15,245	16,184	18,122	20,666	运营效率指标				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>309,418</b>	<b>353,495</b>	<b>350,303</b>	<b>343,456</b>	应收账款周转率 (次)	45.48	43.18	43.47	43.71
					存货周转率 (次)	25.12	24.88	24.84	24.90
利润表 (百万元)					偿债能力指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	68.73%	71.77%	69.72%	66.72%
营业收入	113,814	138,081	144,366	145,278	流动比率	0.28	0.26	0.29	0.32
营业成本	89,390	118,380	116,374	113,533	速动比率	0.23	0.21	0.24	0.27
营业税金及附加	1,178	1,299	1,393	1,407	费用率指标				
资产减值损失	1,205	1,120	1,050	980	销售费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
销售费用	16	12	14	14	管理费用率	2.93%	2.98%	2.98%	2.97%
管理费用	3,336	4,109	4,305	4,317	财务费用率	6.08%	6.23%	6.35%	5.95%
财务费用	6,921	8,608	9,162	8,642	分红指标				
公允价值变动净收益	-13	0	0	0	分红比例	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
投资净收益	2,383	2,068	1,833	1,969	股息收益率	4.25%	2.03%	4.18%	5.48%
<b>营业利润</b>	<b>14,139</b>	<b>6,621</b>	<b>13,903</b>	<b>18,354</b>	估值指标				
营业外收支净额	227	294	286	279	P/E (倍)	11.76	24.67	11.97	9.12
<b>利润总额</b>	<b>14,366</b>	<b>6,915</b>	<b>14,189</b>	<b>18,632</b>	P/B (倍)	1.07	1.04	0.98	0.91
所得税	3,580	1,773	3,588	4,722	P/S (倍)	0.91	0.75	0.72	0.71
净利润	10,786	5,141	10,601	13,910	净资产收益率	10.81%	5.02%	9.85%	12.14%
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8,814</b>	<b>4,201</b>	<b>8,663</b>	<b>11,367</b>					
少数股东损益	1,972	940	1,938	2,543					

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**龚斯闻:** 电子信息工程学士, 金融学硕士, 2年实业软硬件研发经验, 4年券商行业研究经验, 电力设备新能源小组组长。

**高兴:** 华中科技大学工学学士, 清华大学热能工程系硕士, 三年电力设备行业工作经验。2017年加入东北证券, 现任公用事业行业研究员。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

**东北证券股份有限公司**

中国 吉林省长春市

生态大街6666号

邮编: 130119

电话: 4006000686

传真: (0431)85680032

网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号

恒奥中心D座

邮编: 100033

电话: (010)63210800

传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号

邮编: 200127

电话: (021)20361009

传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D

邮编: 518000

**机构销售**

华北地区

销售总监 李航

电话: (010) 63210890

手机: 185-1501-8255

邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

华东地区

销售总监 袁颖

电话: (021) 20361100

手机: 136-2169-3507

邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

华南地区

销售总监 邱晓星

电话: (0755) 33975865

手机: 186-6457-9712

邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)