

业绩环比大幅改善，期待边际盈利持续提升

公司简报

◆事件

华能国际发布三季报,前三季度营收1111亿元(同比增长10.8%,经重述),归母净利润28.6亿元(同比下滑74%,经重述),EPS 0.19元;单三季度归母净利润20.7亿元,同比下滑38%(经重述)。

◆电力量价齐升促营收增长,业绩环比大幅改善

公司2017Q3发电量环比增长18.6%,主要源于非煤电机组投产及存量机组利用率季节性提升;上网电价环比上调0.6%,主要受煤电机组7月份的上网电价上调影响。电力业务量价齐升助力2017Q3营收环比提升17.1%。2017Q3全国电煤价格指数均值环比仅提升1.3%,营业总成本环比提升12.9%。公司2017Q3归母净利润环比大幅增长1424%,其中扣非归母净利润环比大幅增长1775%。

◆单三季度减持长江电力大幅获利,扣非净利润占比较高

公司2017Q3减持长江电力股份大幅获利,非经常性损益8.7亿元,在归母净利润中占比达42%。相比而言去年同期非经常性损益仅为-0.33亿元(未经重述),公司2017Q3扣非归母净利润同比下滑61.6%(未经重述)。

◆煤电联动有望触发,期待边际盈利持续提升

2017Q3全国电煤价格指数均值同比上涨133元/吨(同比增幅超35%),已满足煤电联动触发条件。考虑到2017年7月发改委已调整标杆上网电价,我们预计2018年初出台新一轮电价调整方案的可能性较大。煤价近期见顶趋势明显,但火电企业燃煤成本压力依然严峻。发改委近期相继强调煤炭“保供稳价”,期待电价上调和煤价回落带来的边际盈利持续提升。

◆盈利预测和投资评级

我们调整公司盈利预测至2017-2019年EPS分别0.20(+5.3%)、0.50(-5.7%)、0.60(+1.7%)元,对应PE分别为34、14、11倍;下调目标价至7.50元,对应2018年15倍PE,维持“增持”评级。

◆风险提示

煤价上涨导致成本上升的风险,上网电价上调幅度低于预期或上调时间慢于预期的风险,火电出力低于预期导致发电量下降的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	128,905	113,814	144,133	150,436	157,587
营业收入增长率	2.8%	-11.7%	26.6%	4.4%	4.8%
净利润(百万元)	13,786	8,814	3,021	7,539	9,079
净利润增长率	30.7%	-36.1%	-65.7%	149.6%	20.4%
EPS(元)	0.91	0.58	0.20	0.50	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.4%	10.8%	3.8%	8.8%	9.9%
P/E	7.5	11.8	34.3	13.8	11.4
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

增持(维持)

当前价/目标价:6.82/7.50元

目标期限:6个月

分析师

王威(执业证书编号:S0930517030001)

021-22169047

wangwei2016@ebscn.com

市场数据

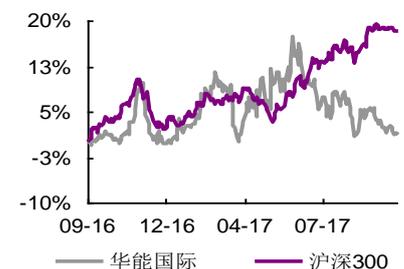
总股本(亿股):152.00

总市值(亿元):1036.67

一年最低/最高(元):6.72/8.36

近3月换手率:4.63%

股价表现(一年)

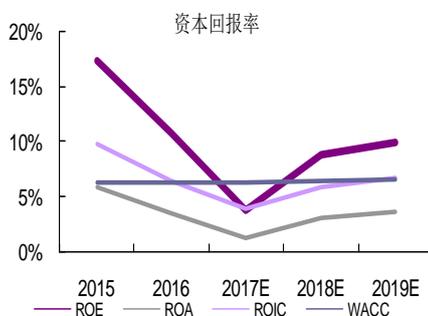
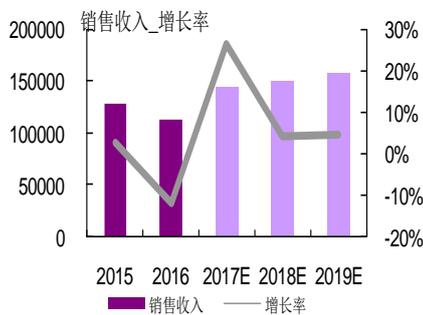
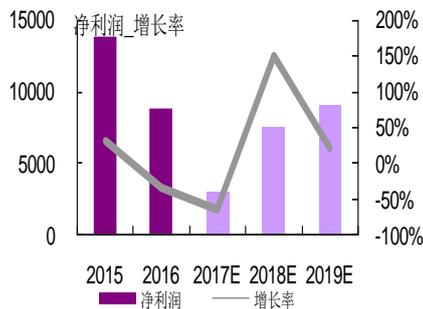
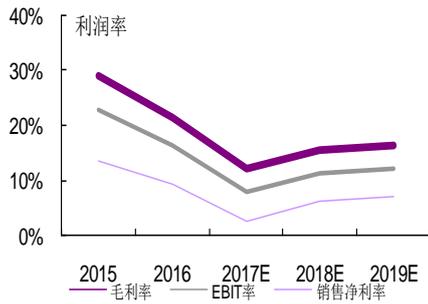


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.77	-13.25	-19.18
绝对	-1.60	-7.48	-1.60

相关研报

燃煤成本拖累业绩,盈利有望环比改善
2017-08-02



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	128,905	113,814	144,133	150,436	157,587
营业成本	91,521	89,390	126,666	127,126	131,808
折旧和摊销	14,323	14,818	18,833	19,877	20,561
营业税费	1,158	1,178	1,485	1,549	1,623
销售费用	4	16	14	15	16
管理费用	3,997	3,336	4,324	4,513	4,728
财务费用	7,809	6,921	8,541	7,119	6,820
公允价值变动损益	-17	-13	0	0	0
投资收益	1,697	2,383	1,907	2,383	2,383
营业利润	23,006	14,139	4,949	12,455	14,929
利润总额	23,385	14,366	5,048	12,553	15,028
少数股东损益	3,764	1,972	768	1,885	2,202
归属母公司净利润	13,786.05	8,814.29	3,020.86	7,538.89	9,078.98

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	299,730	309,418	318,935	313,898	313,806
流动资产	31,887	36,967	45,104	47,215	54,952
货币资金	7,538	7,882	8,648	8,274	12,885
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	14,400	13,961	17,680	19,937	22,439
应收票据	1,978	2,432	2,646	2,762	2,893
其他应收款	1,307	1,589	1,649	1,721	1,803
存货	5,423	6,879	9,963	10,000	10,374
可供出售投资	5,128	3,456	3,456	3,456	3,456
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	19,517	19,420	19,706	20,540	21,374
固定资产	195,480	195,000	206,332	202,718	196,986
无形资产	11,680	12,043	11,441	10,869	10,326
总负债	203,790	212,652	222,788	209,873	202,343
无息负债	52,246	64,138	69,335	69,479	70,225
有息负债	151,544	148,514	153,453	140,393	132,119
股东权益	95,940	96,766	96,147	104,025	111,462
股本	15,200	15,200	15,200	15,200	15,200
公积金	26,437	26,437	26,437	26,437	26,437
未分配利润	37,606	39,212	37,825	43,818	49,054
少数股东权益	16,531	15,245	16,013	17,897	20,099

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	42,363	31,511	27,000	31,680	33,879
净利润	13,786	8,814	3,021	7,539	9,079
折旧摊销	14,323	14,818	18,833	19,877	20,561
净营运资金增加	337	-8,764	4,038	1,966	5,138
其他	13,917	16,643	1,108	2,298	-898
投资活动产生现金流	-33,798	-17,650	-18,224	-10,329	-10,329
净资本支出	-24,225	-20,141	-19,841	-11,878	-11,878
长期投资变化	19,517	19,420	-286	-834	-834
其他资产变化	-29,089	-16,929	1,903	2,383	2,383
融资活动现金流	-14,141	-13,602	-8,010	-21,725	-18,938
股本变化	780	0	0	0	0
债务净变化	14,908	-3,030	4,939	-13,060	-8,274
无息负债变化	137	11,892	5,197	145	745
净现金流	-5,543	332	766	-374	4,611

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.79%	-11.71%	26.64%	4.37%	4.75%
净利润增长率	30.73%	-36.06%	-65.73%	149.56%	20.43%
EBITDA/EBITDA 增长率	19.28%	-23.42%	-9.22%	21.87%	7.71%
EBIT/EBIT 增长率	18.92%	-36.50%	-38.02%	48.40%	12.66%
估值指标					
PE	8	12	34	14	11
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	8	9	7	6
EV/EBIT	9	14	23	15	13
EV/NOPLAT	12	18	31	20	17
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	29.00%	21.46%	12.12%	15.49%	16.36%
EBITDA 率	33.94%	29.44%	21.10%	24.64%	25.34%
EBIT 率	22.83%	16.42%	8.04%	11.43%	12.29%
税前净利润率	18.14%	12.62%	3.50%	8.34%	9.54%
税后净利润率 (归属母公司)	10.69%	7.74%	2.10%	5.01%	5.76%
ROA	5.86%	3.49%	1.19%	3.00%	3.59%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.36%	10.81%	3.77%	8.75%	9.94%
经营性 ROIC	9.81%	6.44%	3.84%	5.85%	6.70%
偿债能力					
流动比率	0.26	0.28	0.45	0.53	0.67
速动比率	0.22	0.23	0.35	0.42	0.54
归属母公司权益/有息债务	0.52	0.55	0.52	0.61	0.69
有形资产/有息债务	1.83	1.92	1.92	2.07	2.21
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.91	0.58	0.20	0.50	0.60
每股红利	0.47	0.29	0.10	0.25	0.30
每股经营现金流	2.79	2.07	1.78	2.08	2.23
每股自由现金流(FCFF)	0.97	1.24	0.24	1.25	1.19
每股净资产	5.22	5.36	5.27	5.67	6.01
每股销售收入	8.48	7.49	9.48	9.90	10.37

资料来源：光大证券、上市公司

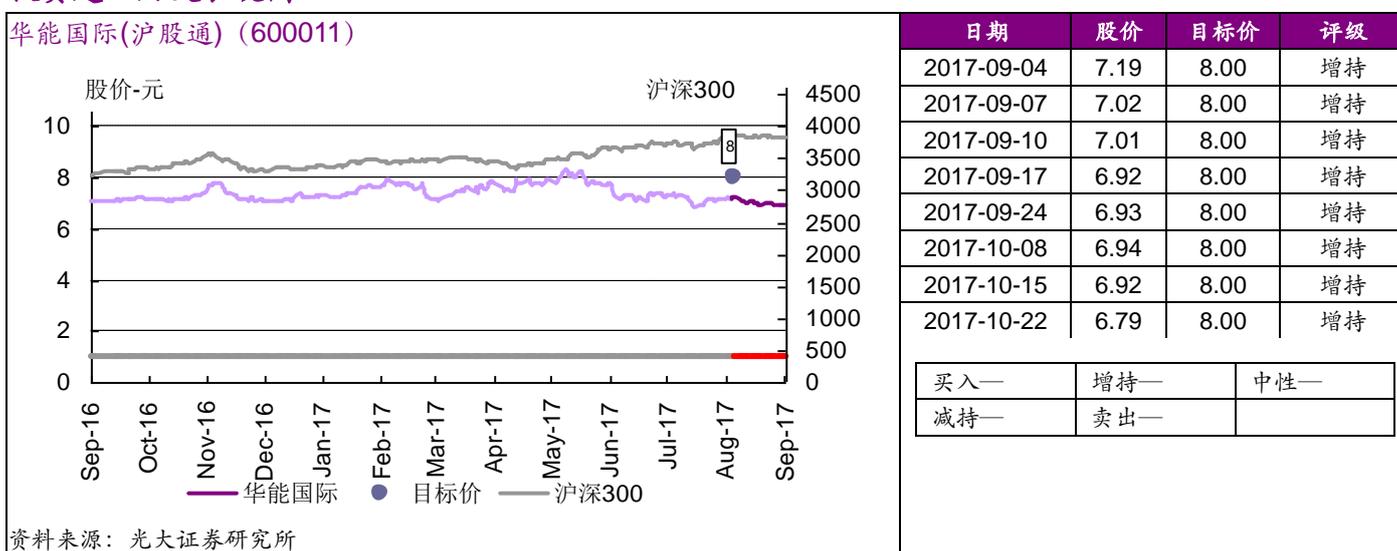
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王威，中央财经大学金融学硕士。2006-2007 年就职于天相投资顾问有限公司。2007 年加入国泰君安证券研究所，长期从事公用事业及环保行业研究。2016 年加入光大证券研究所。2015 年新财富“电力、煤气及水等公用事业”第二名，“环保”第五名；2014 年新财富“环保等公用事业”行业第二名；2013 年新财富“电力、煤气及水等公用事业”行业第四名。熟悉公司：国投电力、长江电力、华能国际、黔源电力、雪迪龙、清新环境、津膜科技、碧水源等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com

	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com