

# 华能国际 (600011)

证券研究报告

2018 年 08 月 01 日

## 上半年业绩增 170%，火电利用小时持续改善

事件:公司发布 18 年半年报,上半年公司营收 824.05 亿元,同比增 15.36%;营业成本 715.67 亿元,同比增 13.19%;归母净利 21.29 亿元,同比增 170.29%;EPS 为 0.13 元,同比增 0.08 元。电量增、电价升,致业绩增长。

### 发电量增长和电价提升共同驱动公司营业收入同比增长 15%

上半年公司发电量 2081.67 亿千瓦时,同比增 11.51%;发电量二季度环比一季度下降;平均上网电价 418.57 元/兆瓦时,同比增 2.72%,上网电价二季度环比一季度下降,推测原因为二季度水电售电量环比增加、燃机售电量环比减少,同时市场化交易扩大所致。目前公司水电度电毛利高于火电,因此水电上网增加,对公司整体业绩具有促进作用。

### 燃料成本同比小幅增长拖累业绩

上半年公司单位燃料成本同比增 5.84%,燃料成本同比增 75.99 亿元。上半年全国电煤价格指数同比增 5.37%,但二季度环比一季度有所下降。为引导煤价回归绿色区间,发改委多次调控煤价,要求 18 年长协煤在燃料中占比进一步提高,公司燃料成本有望得到控制。

### 利用小时同比增 132 小时,火电利用小时增速超预期

上半年公司机组利用小时 2020 小时,同比增 132 小时;火电利用小时 2104 小时,同比增 170 小时,燃煤利用小时 2189 小时,同比增 203 小时,燃气利用小时 1236 小时,同比减 79 小时,燃气利用小时下滑的原因为:17 年下半年新增 60.8 万千瓦燃气机组,而燃气发电量增速不及装机增速。

### 财务费用占营收比重 6.19%,未来有进一步降杠杆空间

上半年公司财务费用 51 亿,同比增加 12.9%。作为最大的电力企业,为满足资本开支、公司运营需求、债务偿还需求,公司需要持续使用债券滚动融资。近几年公司带息负债持续增加,目前已增至 2294 亿元,年度财务费用率均位于 4%以上。未来 3 年,公司新增装机减速,资本支出逐渐降低,降杠杆将成为未来释放业绩的有力抓手。

### 新收购集团发电资产,未来资产证券化有望进一步推进

公司新收购集团旗下泰山电力机组,装机将进一步提升。华能集团曾承诺将继续将优质资产注入华能国际,以支持公司的可持续发展。

**盈利预测:**我们预计公司 18、19 年归母净利润 64.55、74.75 亿元,对应 EPS 为 0.42、0.49 元,当前 PE 为 17.8x、15.4x。维持目标价 8.7 元,由于近期股价涨幅较大,根据天风评级标准,将评级由“买入”下调为“增持”。

**风险提示:**宏观经济波动,用电量增速降低,利率上行,煤价居高不下

#### 投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持 (调低评级)
当前价格	7.56 元
目标价格	8.7 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	10,500.00
流通 A 股股本(百万股)	10,500.00
A 股总市值(百万元)	79,380.00
流通 A 股市值(百万元)	79,380.00
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	75.41
一年内最高/最低(元)	8.19/5.80

#### 作者

**钟帅** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517040004  
zhongshuai@tfzq.com

**于夕蒙** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518050001  
yuximeng@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源: 贝格数据

#### 相关报告

- 1 《华能国际-季报点评:三季度发电量增长业绩改善,煤价持续高位成本高企》 2017-10-29
- 2 《华能国际-首次覆盖报告:火电龙头企业持续优化能源结构,电价上涨煤价回落业绩可期》 2017-08-29

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	113,814.24	152,459.44	189,049.71	207,009.43	218,808.97
增长率(%)	(11.71)	33.95	24.00	9.50	5.70
EBITDA(百万元)	35,857.70	32,052.69	31,087.64	33,183.20	34,518.07
净利润(百万元)	8,814.29	1,793.15	6,454.66	7,475.27	8,020.84
增长率(%)	(36.06)	(79.66)	259.96	15.81	7.30
EPS(元/股)	0.58	0.12	0.42	0.49	0.53
市盈率(P/E)	13.04	64.09	17.80	15.37	14.33
市净率(P/B)	1.41	1.52	1.59	1.54	1.50
市销率(P/S)	1.01	0.75	0.61	0.56	0.53
EV/EBITDA	7.10	9.82	10.25	9.16	8.79

资料来源: wind, 天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

事件.....	3
1. 发电量增长和电价提升共同驱动公司营业收入同比增长 15% .....	3
2. 燃料成本同比小幅增长拖累业绩 .....	4
3. 利用小时同比增 132 小时，火电利用小时增速超预期.....	5
4. 财务费用占营收比重 6.19%，未来有进一步降杠杆空间.....	6
5. 新收购集团发电资产，未来资产证券化有望进一步推进 .....	8
6. 盈利预测.....	8

## 图表目录

图 1：华能国际单季度发电量（2017Q1-2018Q2） .....	3
图 2：华能国际单季度发电量同比增速（2017Q1-2018Q2） .....	3
图 3：秦皇岛动力煤 Q5500 市场价（截止到 2018 年 7 月 30 日） .....	4
图 4：全国电煤价格指数（截止到 2018 年 6 月） .....	4

表 1：华能国际平均上网电价及同比增速 .....	3
表 2：华能国际 2018Q1、2018Q2 发电量拆分 .....	4
表 3：华能国际分电源度电毛利测算 .....	4
表 4：华能国际单季度营收情况、发电量和度电毛利润（2016Q1-2018Q2） .....	5
表 5：华能国际各类电源利用小时及同比增速（2013 年-2017 年，年度数据） .....	5
表 6：华能国际各类电源利用小时（2017Q1-2018Q2，累计数据） .....	6
表 7：华能国际各类电源利用小时（2017Q1-2018Q2，单季度数据） .....	6
表 8：华能国际财务费用、带息负债和财务费用率 .....	6
表 9：华能国际当前公司债、中期票据、非公开债券情况（截止到 2018 年 8 月 1 日） .....	7
表 10：华能国际超短融发行情况 .....	7
表 11：华能国际 2018 年主要计划投产电力项目 .....	7
表 12：华能国际 2017 年年报披露的 2018 年资本支出计划 .....	8

## 事件

公司发布 2018 年半年报，上半年公司营业收入为 824.05 亿元，较上年同期上升 15.36%；营业成本为 715.67 亿元，较上年同期上升 13.19%；利润总额为 36.73 亿元，较上年同期上升 112.08%；归母净利为 21.29 亿元，较上年同期上升 170.29%；每股收益为 0.13 元，较上年同期增加 0.08 元。利润上升主要原因为：电量的增长和电价的上升。我们具体点评如下：

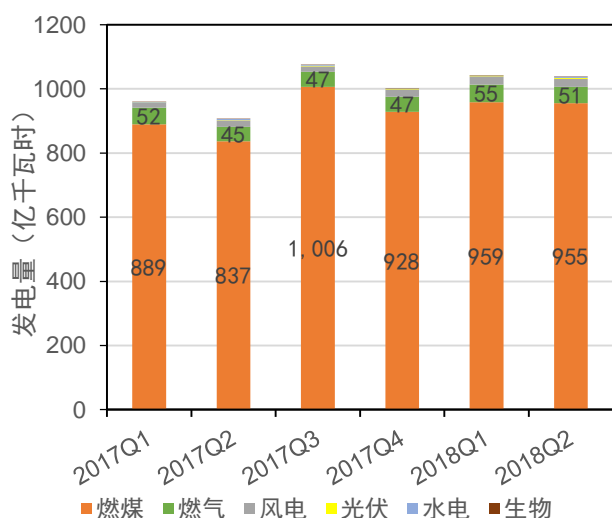
### 1. 发电量增长和电价提升共同驱动公司营业收入同比增长 15%

上半年公司营业收入为 824.05 亿元，较上年同期上升 15.36%，主要原因为电量增长和电价上升。

发改委数据显示，上半年我国用电形势良好，全国全社会用电量同比增长 9.4%。公司作为国内最大的发电上市企业，发电资产分布在二十六个省、自治区和直辖市，主要位于沿海沿江地区、煤炭资源丰富地区或电力负荷中心区域。

上半年，公司完成发电量 2081.67 亿千瓦时，同比增长 11.51%；完成售电量 1963.87 亿千瓦时，同比增长 11.51%。公司发售电量增速高于全国平均水平。其中，燃煤发电量 1913.65 亿千瓦时，同比增 10.84%；燃气发电量 105.6 亿千瓦时，同比增 9.5%；风电发电量 51.35 亿千瓦时，同比增 42.52%；光伏发电量 5.27 亿千瓦时，同比增 247.74%；水电发电量 4.68 亿千瓦时，同比降 13.49%；生物质发电量 1.12 亿千瓦时，同比增 16.67%。但二季度发电量环比一季度略有下降。

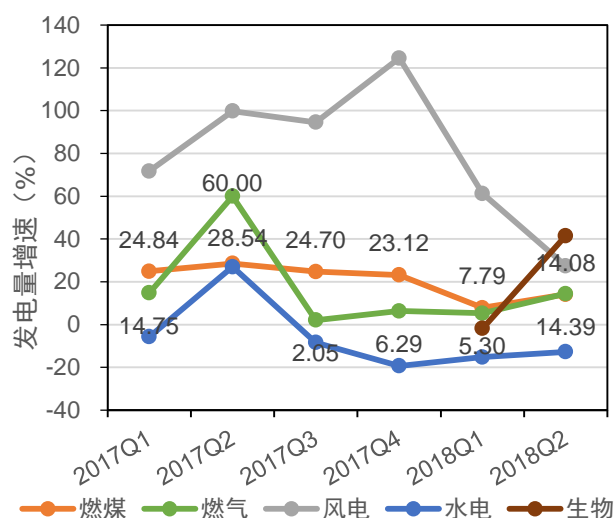
图 1：华能国际单季度发电量（2017Q1-2018Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

备注：数据标注为燃煤和燃气机组发电量。

图 2：华能国际单季度发电量同比增速（2017Q1-2018Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

备注：1、数字标注为燃煤和燃气机组发电量同比增速；

2、光伏发电量增速依次为：2635%、1519%、570%、521%、299%、218%。

上半年，公司平均上网结算电价为 418.57 元/兆瓦时，同比增长 2.72%；一季度，公司平均上网电价 423.55 元/兆瓦时。

表 1：华能国际平均上网电价及同比增速

平均上网电价 (元/兆瓦时)	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	电价		电价	同比	电价	同比	电价	同比	电价	同比
一季报	-		449.96	-	401.86	-10.69%	405.97	1.02%	423.55	4.33%
半年报	-		450.14	-	394.46	-12.37%	407.49	3.30%	418.57	2.72%
三季报	453.39		446.68	-1.48%	394.45	-11.69%	408.96	3.68%		
全年	454.95		443.26	-2.57%	396.60	-10.53%	414.01	4.39%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

二季度上网电价环比一季度有所下降。我们对公司前两季度售电结构进行拆分，发现二季度燃煤售电量占比环比增加 0.04 个百分点，燃气售电量占比环比减少 0.32 个百分点，水电售电量占比环比增加 0.19 个百分点；燃气售电量环比减少，水电售电量环比增加，可能会导致公司平均上网电价降低，此外，市场化交易扩大也可能导致平均上网电价降低。

表 2：华能国际 2018Q1、2018Q2 发电量拆分

季度	项目	燃煤	燃气	风电	光伏	水电	生物	总量
2018Q1	售电量（亿千瓦时）	901.26	52.98	24.87	2.16	1.35	0.49	983.11
	占比	91.67%	5.39%	2.53%	0.22%	0.14%	0.05%	100.00%
2018Q2	售电量（亿千瓦时）	899.49	49.72	24.76	2.99	3.23	0.52	980.71
	占比	91.72%	5.07%	2.52%	0.31%	0.33%	0.05%	100.00%
售电量变动（Q2-Q1，亿千瓦时）		-1.77	-3.26	-0.11	0.83	1.88	0.03	-2.4
占比环比变动（Q2-Q1）		0.04%	-0.32%	-0.01%	0.09%	0.19%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们对公司 2014-2017 年各类电源的度电毛利进行测算，发现即使在燃煤标杆上网电价较高、煤价较低的情况下，火电度电毛利仍低于水电和新能源，因此水电、新能源上网增加，对公司整体业绩有一定的促进作用。

表 3：华能国际分电源度电毛利测算

度电毛利（元/千瓦时）	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
总体	0.107	0.117	0.078	0.044
火电	0.070	0.083	0.048	0.016
水电	0.222	0.115	0.138	0.114
风电	0.206	0.194	0.185	0.247
光伏	-	0.361	0.536	0.586

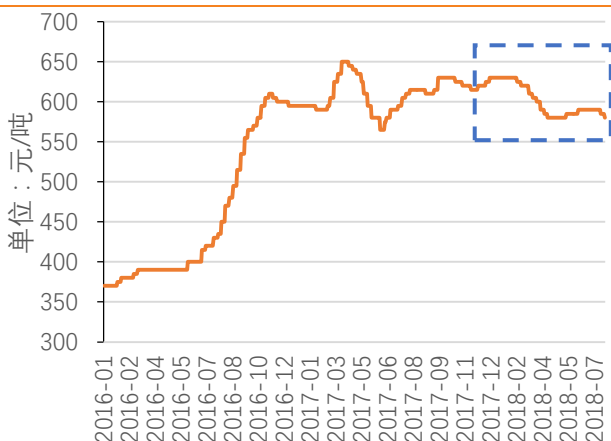
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 燃料成本同比小幅增长拖累业绩

上半年公司单位燃料成本同比上涨 5.84%，燃料成本较上年同期增加 75.99 亿元。此外，营业成本中，维修及材料较上年同期增加 0.06 亿元，人工成本较上年同期增加 1.12 亿元，其他业务支出较上年同期增加 0.71 亿元。

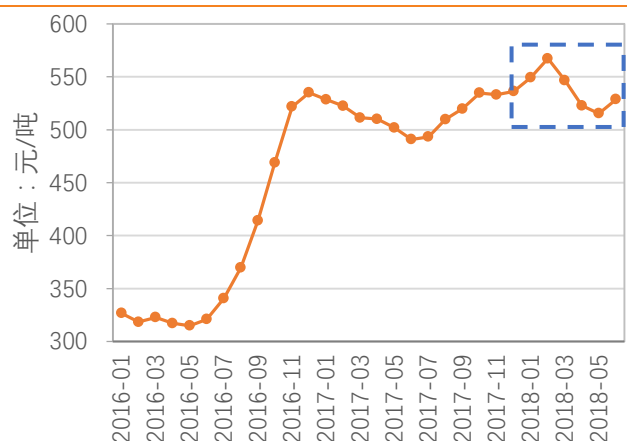
今年上半年以来，动力煤价格居高不下，全国电煤价格指数同比平均增幅为 5.37%，但二季度动力煤价格较一季度有所下降。

图 3：秦皇岛动力煤 Q5500 市场价（截止到 2018 年 7 月 30 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：全国电煤价格指数（截止到 2018 年 6 月）



资料来源：wind，天风证券研究所

上半年公司业绩受煤价拖累，我们对公司单季度度电毛利进行粗略测算，发现 18 年上半年公司度电盈利情况相对 2016Q4-2017 年有明显好转，但二季度由于发电量有所降低、电价增速减少，毛利较一季度有所降低。

为引导煤价回归绿色区间，发改委多次出手调控煤价。2017 年 11 月，发改委《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，支持煤电企业多签中长期合同，中长期合同比例不低于 75%，全年中长期合同履约率应不低于 90%。根据发改委要求，18 年长协煤在燃料中占比将进一步提高，公司燃料成本有望得到控制。

表 4：华能国际单季度营收情况、发电量和度电毛利润（2016Q1-2018Q2）

项目	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入 (亿元)	288	241	303	306	376	339	396	414	433	391
营业成本 (亿元)	197	182	230	285	330	303	345	375	374	341
发电量 (亿千瓦时)	769	692	865	811	960	907	1076	1002	1043	1039
度电毛利 (元/千瓦时)	0.119	0.086	0.084	0.025	0.048	0.040	0.048	0.039	0.056	0.048

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 利用小时同比增 132 小时，火电利用小时增速超预期

作为国内最大的发电上市公司，公司装机容量居国内行业可比公司第一。截至 2018 年上半年，公司可控发电装机容量达到 10442.5 万千瓦，其中火电机组达 9857.75 万千瓦（燃煤机组 8755.85 万千瓦，燃气机组 1041.90 万千瓦，燃油机组 60 万千瓦），风电装机容量已达到 457.8 万千瓦，海上风电已投产 30.2 万千瓦，清洁能源比例不断提高。

2014 年以来，公司发电设备利用小时出现了连续 3 年的持续下降，2017 年以来，随着火电去产能的推进，公司火电机组装机增速放缓，同时受益于发电量增速提升，公司机组利用小时逐渐得到修复。

表 5：华能国际各类电源利用小时及同比增速（2013 年-2017 年，年度数据）

机组类型	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
火电	5226	4736	4154	3941	4016
同比增速	2.68%	-9.38%	-12.29%	-5.13%	1.90%
水电	2549	2947	2688	2910	2769
同比增速	37.80%	15.63%	-8.79%	8.23%	-4.83%
风电	1415	1062	1346	1610	1658
同比增速	-11.15%	-24.96%	26.75%	19.63%	3.01%
光伏	-	-	-	692	701
同比增速	-	-	-	-	1.34%
共计	5143	4627	4073	3866	3881
同比增速	2.29%	-10.05%	-11.96%	-5.09%	0.37%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年以来，公司发电量增速明显，上半年机组利用小时达 2020 小时，同比增加 132 小时；火电利用小时 2104 小时，同比增加 170 小时，其中，燃煤机组利用小时达 2189 小时，同比增加 203 小时；燃气机组利用小时 1236 小时，同比减少 79 小时。燃气机组利用小时有所下滑，主要原因为：2017 年下半年，燃气机组新增 60.8 万千瓦，新增装机较多，机组发电量增速不及装机容量增速。

表 6：华能国际各类电源利用小时（2017Q1-2018Q2，累计数据）

机组类型	2017Q1	2017H2	2017Q3	2017A	2018Q1	2018H2	2018H2 同比
火电	998	1934	2865	3881	1056	2104	203
其中，燃煤机组	1023	1986	3144	4206	1096	2189	-79
燃气机组	707	1315	1916	2468	639	1236	170
水电	466	1536	2340	2766	395	1329	-207
风电	417	930	1349	1843	567	1127	196
光伏	536	711	1041	1276	277	615	-96
生物	2200	3840	6080	8600	2160	4480	640
平均	973	1888	2965	3951	1000	2020	132

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：华能国际各类电源利用小时（2017Q1-2018Q2，单季度数据）

机组类型	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
火电	998	935	931	1017	1056	1048
其中，燃煤机组	1023	963	1158	1062	1096	1093
燃气机组	707	607	601	552	639	597
水电	466	1071	804	426	395	934
风电	417	513	419	493	567	559
光伏	536	174	330	236	277	338
生物	2200	1640	2240	2520	2160	2320
平均	973	915	1077	985	1000	1020

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 财务费用占营收比重 6.19%，未来有进一步降杠杆空间

上半年，公司销售费用 1364 万，同比增加 114.91%；管理费用 18.5 亿，同比增加 3.21%；财务费用 51 亿，同比增加 12.9%；由于债务规模及平均利率同比上升，公司利息支出 51.39 亿元，同比上升 10.21%。

作为最大的电力企业，为满足资本开支、公司运营需求、债务偿还需求，公司需要持续使用债券滚动融资。近几年公司带息负债持续增加，目前已增至 2294 亿元，年度财务费用率均位于 4%以上。18 年上半年，公司财务费用 50.99 亿元，带息负债 2294 亿元，计算得到上半年财务费用率已经达到 2.22%。

表 8：华能国际财务费用、带息负债和财务费用率

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
财务费用 (亿元)	36.24	44.35	51.06	74.94	88.88	75.23	76.64	78.09	69.21	94.06	50.99
带息负债 (亿元)	975	1,185	1,297	1,454	1,328	1,470	1,413	1,586	1,479	2,204	2,294
财务费用 率	3.72%	3.74%	3.94%	5.15%	6.69%	5.12%	5.42%	4.92%	4.68%	4.27%	2.22%

资料来源：公司公告，天风证券研究所



表 9：华能国际当前公司债、中期票据、非公开债券情况（截止到 2018 年 8 月 1 日）

债务类型及金额	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
公司债										
总额（亿元）	166	100	90	90	73	73	115	155	130	130
应付利息（亿元）	9.35	5.57	5.00	5.01	4.03	4.03	5.55	7.30	5.96	5.96
加权平均发行利率水平（%）	5.63%	5.57%	5.56%	5.56%	5.52%	5.52%	4.83%	4.71%	4.58%	4.58%
中期票据										
总额（亿元）	40	40	40	40	40	40	40	90	140	100
应付利息（亿元）	1.49	1.49	1.49	1.49	2.12	2.12	2.12	4.47	6.79	4.67
加权平均发行利率水平（%）	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	5.30%	5.30%	5.30%	4.96%	4.85%	4.67%
非公开债										
总额（亿元）	50	50	100	150	150	100	-	5	30	30
应付利息（亿元）	2.87	2.87	5.49	7.90	7.90	5.28	-	0.24	1.41	1.41
加权平均发行利率水平（%）	5.74%	5.74%	5.49%	5.27%	5.27%	5.28%	-	4.75%	4.69%	4.69%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：华能国际超短融发行情况

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
年度超短期融资总额（亿元）	100	200	200	80	110	270	310	265
本年度超短期加权平均融资利率水平（%）	5.07%	2.69%	3.23%	3.30%	2.35%	1.92%	1.68%	1.71%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

18 年公司拟投产项目共计 20 个，其中上半年投产 10 个项目，下半年投产 10 个项目。此外公司还有在建项目北京热电 3 期工程、大连热电项目等。

受国家环保政策影响，公司未来三年火电项目投资逐渐收缩，风电投资每年保持较大规模，光伏投资规模较小且稳定。据公司统计，未来三年的资本支出将逐年减少，2018~2020 年分别为 195.11 亿元、187.75 亿元和 161.83 亿元，其中火电投资分别为 55.07 亿元、55.00 亿元和 29.58 亿元，风电投资分别为 88.7 亿元、90 亿元和 90 亿元，光伏每年投资 10 亿元左右。

公司新增装机减速，资本支出逐渐降低，降杠杆将成为未来释放业绩的有力抓手。

表 11：华能国际 2018 年主要计划投产电力项目

项目名称	预计装机容量 （万千瓦）	项目进展	预计投产时间	总投资	投资比例
罗源电厂	2*66	已核准	2018 年 4 季度	61.82	100%
烟台八角 1 号	67	已核准	2018 年 4 季度	52.96	80%
重庆奉节金凤山风电	11	已核准	2018 年 4 季度	9.56	100%
河北康保闫油坊风电	4.8	已核准	2018 年 4 季度	3.64	100%
河北康保徐家营风电	4.8	已核准	2018 年 4 季度	3.85	100%
河南浉池风电	7.8	已核准	2018 年 4 季度	12.6	100%
河南汤阴风电	15.18	已核准	2018 年 4 季度	13.04	100%
河南甄窑风电	4.8	已核准	2018 年 4 季度	4.35	100%
江西高龙山风电	8	已核准	2018 年 4 季度	7.04	100%
湖南连坪风电	10	已核准	2018 年 4 季度	8.94	100%
湖北钟祥胡家湾风电	12.6	已核准	2018 年 2 季度	13.09	100%
江苏仪征风电	1.32	已核准	2018 年 1 季度	5.28	100%

江苏太仓灰场光伏二期	1	已备案（已投产）	2018 年 2 季度	0.8	100%
浙江长兴夹浦分布式光伏	1	已备案	2018 年 2 季度	0.81	100%
黑龙江东海光伏	2	已备案	2018 年 2 季度	1.53	100%
黑龙江双榆光伏	2	已备案（已投产）	2018 年 2 季度	1.42	100%
黑龙江新华光伏	2	已备案	2018 年 2 季度	1.48	100%
浙江嘉善西塘光伏	1.1	已备案	2018 年 2 季度	0.88	100%
海南澄迈光伏	4	已备案（已投产）	2018 年 2 季度	3.49	92%
吉林镇赉风电场光伏	2	已备案（已投产）	2018 年 2 季度	1.5	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：华能国际 2017 年年报披露的 2018 年资本支出计划

资本支出项目	2017 年资本支出（亿元）	2018 年资本支出计划（亿元）	资金来源安排	资金成本及使用说明
火电	81.72	55.07	自有资金和银行借款等	央行基准利率浮动范围
水电	1.07	0.25		
风电	59.02	88.7		
煤炭	2.82	6.28		
光伏	35.1	10.15		
技术改造	75.18	33.15		
港口	5.54	1.5		
共计	260.45	195.1		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 新收购集团发电资产，未来资产证券化有望进一步推进

为支持华能国际业务发展，华能集团在华能国际境内外首次公开发行时就避免同业竞争做出过承诺，将华能国际作为华能集团常规能源业务最终整合的唯一平台。

自公司上市以来，华能集团累计注入营运机组的权益装机容量约 36,390 兆瓦、在建装机容量 3,666 兆瓦以及新项目开发权。此外，华能集团通过参与公司的股权融资累计注入约 60 亿元人民币现金。

2016 年 10 月 14 日，公司受让华能集团持有的华能山东发电有限公司 80%权益、华能吉林发电有限公司 100%权益、华能黑龙江发电有限公司 100%权益以及华能河南中原燃气发电有限公司 90%权益。

2018 年 7 月 31 日，公司之子公司山东发电与泰山电力（系华能集团全资子公司能交公司的控股子公司）签署《转让协议》，山东发电以人民币 18.00 亿元收购泰山电力拥有的山东聊城热电注册资本中 75%的权益、山东华能莱州风力发电有限公司（“莱州风电”）注册资本中 80%的权益、莱芜热电注册资本中 80%的权益、莱芜发电注册资本中 15%的权益。

根据公司公告，华能集团将继续将优质资产注入华能国际，以支持公司的可持续发展。

## 6. 盈利预测

基于对目前煤价和电力供需形势的判断，我们预计公司 18、19 年归母净利润 64.55、74.75 亿元，对应 EPS 为 0.42、0.49 元，当前 PE 为 17.8x、15.4x。公司系火电龙头企业，资产质地优秀，维持目标价 8.7 元，由于近期股价涨幅较大，根据天风评级标准，将评级由“买入”下调为“增持”。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,881.63	9,364.82	15,123.98	16,560.75	17,504.72
应收账款	15,550.25	23,344.88	25,082.79	17,647.27	27,518.40
预付账款	688.51	564.61	1,482.01	653.12	1,470.09
存货	6,879.14	7,385.41	12,970.12	8,887.06	14,581.38
其他	5,967.08	7,877.98	6,733.52	8,967.41	7,105.49
<b>流动资产合计</b>	<b>36,966.62</b>	<b>48,537.71</b>	<b>61,392.41</b>	<b>52,715.61</b>	<b>68,180.08</b>
长期股权投资	19,420.25	19,317.25	19,215.25	19,114.25	19,015.25
固定资产	195,078.13	245,082.55	247,240.70	245,527.08	241,790.39
在建工程	24,404.20	26,396.76	17,638.05	12,982.83	10,789.70
无形资产	12,043.34	13,728.22	13,411.18	13,094.14	12,777.09
其他	21,505.09	25,631.24	22,552.65	22,147.67	22,737.65
<b>非流动资产合计</b>	<b>272,451.01</b>	<b>330,156.02</b>	<b>320,057.84</b>	<b>312,865.98</b>	<b>307,110.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>309,417.63</b>	<b>378,693.73</b>	<b>381,450.25</b>	<b>365,581.59</b>	<b>375,290.17</b>
短期借款	57,668.87	80,251.35	69,292.04	58,912.28	57,945.57
应付账款	24,683.14	33,640.46	47,016.04	40,027.37	48,815.64
其他	47,844.24	42,058.68	47,491.21	48,309.37	46,863.89
<b>流动负债合计</b>	<b>130,196.25</b>	<b>155,950.49</b>	<b>163,799.29</b>	<b>147,249.02</b>	<b>153,625.10</b>
长期借款	64,990.36	107,030.96	105,030.96	103,030.96	101,030.96
应付债券	12,182.97	15,993.83	16,000.00	14,725.60	15,573.14
其他	5,282.02	7,514.78	6,260.63	6,352.47	6,709.29
<b>非流动负债合计</b>	<b>82,455.35</b>	<b>130,539.57</b>	<b>127,291.59</b>	<b>124,109.03</b>	<b>123,313.40</b>
<b>负债合计</b>	<b>212,651.60</b>	<b>286,490.06</b>	<b>291,090.88</b>	<b>271,358.06</b>	<b>276,938.50</b>
少数股东权益	15,244.52	16,670.33	18,157.97	19,779.55	21,501.44
股本	15,200.38	15,200.38	15,200.38	15,200.38	15,200.38
资本公积	18,250.78	14,913.24	14,913.24	14,913.24	14,913.24
留存收益	65,649.34	55,064.62	57,001.02	59,243.60	61,649.85
其他	(17,578.99)	(9,644.90)	(14,913.24)	(14,913.24)	(14,913.24)
<b>股东权益合计</b>	<b>96,766.03</b>	<b>92,203.67</b>	<b>90,359.37</b>	<b>94,223.53</b>	<b>98,351.67</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>309,417.63</b>	<b>378,693.73</b>	<b>381,450.25</b>	<b>365,581.59</b>	<b>375,290.17</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10,786.22	2,146.57	6,454.66	7,475.27	8,020.84
折旧摊销	14,817.79	19,166.86	10,697.90	11,154.07	11,527.77
财务费用	6,975.21	9,508.82	9,400.00	9,500.00	9,600.00
投资损失	(2,383.14)	(2,212.19)	(2,000.00)	(2,000.00)	(2,000.00)
营运资金变动	4,175.27	(18,575.85)	14,899.36	4,435.57	(9,866.77)
其它	(2,860.53)	19,163.15	1,483.65	1,621.58	1,721.89
<b>经营活动现金流</b>	<b>31,510.82</b>	<b>29,197.36</b>	<b>40,935.56</b>	<b>32,186.49</b>	<b>19,003.73</b>
资本支出	19,884.66	71,336.37	4,254.15	3,908.16	4,643.18
长期投资	(96.38)	(103.00)	(102.00)	(101.00)	(99.00)
其他	(37,437.93)	(105,293.77)	(4,970.11)	(5,711.94)	(7,667.01)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(17,649.65)</b>	<b>(34,060.41)</b>	<b>(817.96)</b>	<b>(1,904.78)</b>	<b>(3,122.83)</b>
债权融资	148,514.01	225,906.98	210,547.60	195,511.25	195,115.63
股权融资	(4,838.63)	(6,411.30)	(12,745.38)	(6,652.93)	(6,079.66)
其他	(157,277.22)	(215,482.50)	(232,160.67)	(217,703.25)	(203,972.91)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13,601.85)</b>	<b>4,013.18</b>	<b>(34,358.44)</b>	<b>(28,844.93)</b>	<b>(14,936.94)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>259.33</b>	<b>(849.86)</b>	<b>5,759.15</b>	<b>1,436.78</b>	<b>943.96</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>113,814.24</b>	<b>152,459.44</b>	<b>189,049.71</b>	<b>207,009.43</b>	<b>218,808.97</b>
营业成本	89,389.95	135,209.27	162,582.75	178,028.11	188,175.71
营业税金及附加	1,177.82	1,376.31	1,947.21	2,132.20	2,253.73
营业费用	15.62	17.47	21.67	23.73	43.76
管理费用	3,336.49	3,968.79	5,104.34	5,796.26	6,345.46
财务费用	6,920.54	9,405.74	9,400.00	9,500.00	9,600.00
资产减值损失	1,204.96	1,188.49	1,000.00	1,000.00	1,000.00
公允价值变动收益	(12.99)	(2.76)	(4.00)	0.00	0.00
投资净收益	2,383.14	2,212.19	2,000.00	2,000.00	2,000.00
其他	(4,740.31)	(5,011.30)	(3,992.00)	(4,000.00)	(4,000.00)
<b>营业利润</b>	<b>14,139.01</b>	<b>4,095.23</b>	<b>10,989.74</b>	<b>12,529.13</b>	<b>13,390.30</b>
营业外收入	980.92	394.48	400.00	400.00	400.00
营业外支出	753.59	769.68	800.00	800.00	800.00
<b>利润总额</b>	<b>14,366.34</b>	<b>3,720.04</b>	<b>10,589.74</b>	<b>12,129.13</b>	<b>12,990.30</b>
所得税	3,580.11	1,573.47	2,647.43	3,032.28	3,247.58
<b>净利润</b>	<b>10,786.22</b>	<b>2,146.57</b>	<b>7,942.30</b>	<b>9,096.85</b>	<b>9,742.73</b>
少数股东损益	1,971.93	353.42	1,487.65	1,621.58	1,721.89
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8,814.29</b>	<b>1,793.15</b>	<b>6,454.66</b>	<b>7,475.27</b>	<b>8,020.84</b>
每股收益（元）	0.58	0.12	0.42	0.49	0.53

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-11.71%	33.95%	24.00%	9.50%	5.70%
营业利润	-38.54%	-71.04%	168.35%	14.01%	6.87%
归属于母公司净利润	-36.06%	-79.66%	259.96%	15.81%	7.30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.46%	11.31%	14.00%	14.00%	14.00%
净利率	7.74%	1.18%	3.41%	3.61%	3.67%
ROE	10.81%	2.37%	8.94%	10.04%	10.44%
ROIC	6.82%	3.40%	5.16%	5.98%	6.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.73%	75.65%	76.31%	74.23%	73.79%
净负债率	46.20%	61.01%	56.68%	69.43%	60.28%
流动比率	0.28	0.31	0.37	0.36	0.44
速动比率	0.23	0.26	0.30	0.30	0.35
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.28	7.84	7.81	9.69	9.69
存货周转率	18.50	21.38	18.57	18.94	18.65
总资产周转率	0.37	0.44	0.50	0.55	0.59
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.58	0.12	0.42	0.49	0.53
每股经营现金流	2.07	1.92	2.69	2.12	1.25
每股净资产	5.36	4.97	4.75	4.90	5.06
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.04	64.09	17.80	15.37	14.33
市净率	1.41	1.52	1.59	1.54	1.50
EV/EBITDA	7.10	9.82	10.25	9.16	8.79
EV/EBIT	12.09	24.38	15.63	13.80	13.20

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com