

# 业绩改善明显，受益电力市场化改革



——华能国际（600011）2018年半年报点评

## ❖ 事件

华能国际发布2018年半年度报告，报告期内公司实现营业收入824.05亿元，同比增长15.36%；归属于上市公司股东的净利润为21.29亿元，同比增长170.29%。

## ❖ 点评

**发电量、上网电价皆同比提高，公司营业收入保持稳定增长。**发电量方面，受益于上半年全社会用电量增速超预期（同比增长9.4%），上半年公司境内电厂完成发电量同比增长11.51%。上网电价方面，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%，与一季度相比有所回落，下降了4.98元/兆瓦时。上网电价同比提高的主要原因是2017年7月1日后多个省份上调火电标杆上网电价以及今年市场化交易价差缩窄，而公司市场化交易电量占比扩大或为上网电价环比回落的主要原因。

**煤价回落有望进一步释放盈利空间。**收入端量价齐升推动公司盈利能力改善，上半年公司毛利率为13.15%，单位燃料成本虽同比上涨5.84%，但毛利率同比提高了1.66个百分点。短期来看，沿海主要电厂煤炭库存处于高位，煤价易跌难涨；长期来看，随着煤炭新增产能释放以及蒙华铁路投产等运力改善，煤炭供给将逐渐宽松，煤价有望回落至绿色区间从而进一步释放公司盈利空间。

**火电优胜劣汰或加速，公司有望持续受益。**近期发改委、能源局要求进一步推动电力市场化交易，在交易规模扩大的基础上，未来电价将采取“基准电价+浮动机制”的定价模式，火电行业优胜劣汰或将加速。公司作为火电行业龙头，装机结构优质，竞争优势显著，有望在电力市场化改革中持续受益。

## ❖ 盈利预测

我们预计2018-2020年公司营业收入分别为1569、1615、1661亿元，归属母公司股东的净利润分别为50、63、79亿元，对应EPS分别为0.33、0.42、0.53元/股，对应PE分别为23、18、15倍。维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**电力需求不及预期；煤炭价格大幅上涨等。

### 盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	152459	156924	161490	166141
+/-%	10%	3%	3%	3%
归属母公司股东的净利润(百万)	1793	5039	6340	7907
+/-%	-83%	182%	27%	26%
EPS(元)	0.12	0.33	0.42	0.52
PE	64.09	22.81	18.13	14.53

资料来源：公司2018年半年度报告、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 📌 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司点评

所属行业 | 公用事业/电力

报告时间 | 2018/8/1

前收盘价 | 7.56元

公司评级 | 增持评级

## 📌 分析师

汪云云

证书编号：S1100518070001

021-68595299

wangyunyun@cczq.com

## 📌 联系人

张太勇

证书编号：S1100117100002

0755-25332329

zhangtaiyong@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号  
中海国际中心15楼，  
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦  
11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道  
177号中海国际中心B座17楼，610041

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	48538	48690	50440	50934	<b>营业收入</b>	152459	156924	161490	166141
现金	9365	9343	9496	9423	营业成本	135209	132916	133541	134585
应收账款	21837	20661	21685	22413	营业税金及附加	1376	1417	1458	1500
其他应收款	1508	2688	2767	2646	营业费用	17	16	17	18
预付账款	565	820	801	774	管理费用	3969	4370	4399	4559
存货	7385	8240	8227	8152	财务费用	9406	10079	11112	11573
其他流动资产	7878	6939	7465	7527	资产减值损失	1188	1265	1240	1248
<b>非流动资产</b>	330156	354248	376348	394586	公允价值变动收益	-3	-8	-7	-7
长期投资	19317	19483	19467	19447	投资净收益	2212	2550	2593	2515
固定资产	245079	268458	288910	306436	<b>营业利润</b>	4095	9404	12310	15167
无形资产	13728	13018	12300	11585	营业外收入	394	751	700	666
其他非流动资产	52031	53289	55671	57118	营业外支出	770	797	809	799
<b>资产总计</b>	378694	402938	426788	445520	<b>利润总额</b>	3720	9357	12200	15034
<b>流动负债</b>	159550	168245	177414	181314	所得税	1573	3429	4701	5699
短期借款	80251	84443	93758	100056	<b>净利润</b>	2147	5928	7499	9335
应付账款	13764	13761	13931	13948	少数股东损益	353	889	1159	1428
其他流动负债	61935	70042	69726	67310	<b>归属母公司净利润</b>	1793	5039	6340	7907
<b>非流动负债</b>	130540	138090	148839	159122	EBITDA	32668	39186	46190	52563
长期借款	107031	117151	127270	137390	EPS (元)	0.12	0.33	0.42	0.52
其他非流动负债	23509	20940	21569	21732					
<b>负债合计</b>	286490	306336	326254	340436					
少数股东权益	16670	17559	18718	20147					
股本	15200	15200	15200	15200					
资本公积	14913	14913	14913	14913					
留存收益	40151	48938	51718	54847					
归属母公司股东权益	75533	79044	81816	84938					
<b>负债和股东权益</b>	378694	402938	426788	445520					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	29197	43770	37691	42134
净利润	2147	5928	7499	9335
折旧摊销	19167	19704	22769	25823
财务费用	9406	10079	11112	11573
投资损失	-2212	-2550	-2593	-2515
营运资金变动	-374	8483	-1582	-3179
其他经营现金流	1064	2127	486	1097
<b>投资活动现金流</b>	-34060	-43355	-42597	-42635
资本支出	26045	45634	45634	45634
长期投资	-2798	1271	-288	-68
其他投资现金流	-10812	3551	2749	2931
<b>筹资活动现金流</b>	4013	-437	5058	429
短期借款	11980	4191	9315	6299
长期借款	10120	10120	10120	10120
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-14618	0	0	0
其他筹资现金流	-3469	-14748	-14377	-15990
<b>现金净增加额</b>	-840	-21	152	-73

  

主要财务比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.4%	2.9%	2.9%	2.9%
营业利润	-76.7%	129.6%	30.9%	23.2%
归属于母公司净利润	-82.7%	181.0%	25.8%	24.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	11.3%	15.3%	17.3%	19.0%
净利率(%)	4.6%	1.2%	3.2%	3.9%
ROE(%)	2.4%	6.4%	7.7%	9.3%
ROIC(%)	2.8%	4.3%	4.6%	5.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	75.7%	76.0%	76.4%	76.4%
净负债比率(%)	73.27%	72.87%	74.33%	76.13%
流动比率	0.31	0.29	0.28	0.28
速动比率	0.26	0.24	0.24	0.23
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.40	0.40	0.39	0.38
应收账款周转率	8	7	8	7
应付账款周转率	10.47	9.66	9.64	9.65
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.33	0.42	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	2.88	2.48	2.77
每股净资产(最新摊薄)	4.97	5.20	5.38	5.59
<b>估值比率</b>				
P/E	64.09	22.81	18.13	14.53
P/B	1.52	1.45	1.40	1.35
EV/EBITDA	10	8	7	6

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001