

2018年10月26日

华能国际 (600011.SH)

三季度报点评：煤价上涨和投资收益下滑致业绩不及预期，静待盈利改善

■事件：根据公司披露的三季度报，前三季度实现营业收入1259.89亿元，同比增长13.08%；归母净利润19.89亿元，同比减少29.33%。单就三季度而言，公司实现营收435.84亿元，同比增长9.95%；实现归母净利润-1.4亿元，同比下降106.8%。三季度业绩较去年同期大幅下滑。

■利用小时数增加和电价上调是营收增长主因。根据公告，公司2018年第三季度的发电量同比增长8.3%，增速较上半年(8.6%)略有放缓，但仍保持强劲增长势头。考虑到近两年国内新增火电机组的规模较小，全社会用电量保持高速增长，发电量的增长主要得益于利用小时数的增加以及电站并网。此外，随着去年7月1日开始多地区上调煤电标杆电价1-2分/Kwh，煤电机组受益明显。2018年前三季度公司中国境内电厂平均上网结算电价为417.12元/兆瓦时，同比增长1.99%。

■高煤价和投资收益下降拖累公司业绩，三季度净利润-1.4亿元。公司第三季度的燃料成本较第二季度提高约44亿元，一方面是因为公司为保障迎峰度夏期间的电煤供应，大幅增加现货煤的采购，长协占比从二季度的61%降至三季度的53%；另一方面，公司的海外进口煤比重接近30%，国际动力煤价格大幅上涨。根据煤炭市场网数据，2018年7月和8月印尼动力煤价格指数分别为104.7美元/吨和107.8美元/吨，同比增长了32.5%和28.4%。投资收益方面，去年同期投资收益16.6亿元，主要是由于公司去年同期处置长江电力股票获得10.3亿元的投资收益，本期不仅未产生大规模股票处置收益，反而因为巴基斯坦电厂项目经营不善导致三季度投资损失2.29亿元。此外，其他多方面因素也对三季度业绩带来一定的拖累。公司自2018年1月1日起开始缴纳环境保护税，及水资源费改税的试点范围扩大，公司的税金及附加较上年同期增加1.2亿元；公司第三季度的资产减值和财务费用分别同比增加1.35亿元3.6亿元。多方面因素共同导致公司三季度业绩负增长。

■顺利完成A股定增，期待新机组投产、煤价下行和利用小时数提升带来的业绩弹性。公司于2018年10月17日发布公告，顺利完成A股定增，发行4.98亿股并募集资金32.6亿元，主要用于投向广东谢岗燃机项目、江苏大丰海上风电项目、河南浉池凤凰山风电项目、安徽龙池风电项目、海南洋浦热电项目和江西瑞金二期火电项目，新增装机390万千瓦装机，公司的装机规模有望进一步增长。煤价方面，上半年以来由于用电量增长及动力煤需求超预期，加之环保、安全检查等因素影响优质煤炭产能释放，进口煤也受到一定程度的限制，导

公司快报

证券研究报告

火电

投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：7元
股价(2018-10-25) 5.98元

交易数据

总市值(百万元)	93,874.60
流通市值(百万元)	62,790.00
总股本(百万股)	15,698.09
流通股本(百万股)	10,500.00
12个月价格区间	5.82/7.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.26	-10.78	12.38
绝对收益	-22.64	-21.11	-10.97

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn
010-83321051

方向

报告联系人

fangxiang2@essence.com.cn
021-35082718

相关报告

华能国际：火电龙头触底反弹，关注防御价值/邵琳琳 2018-09-06
琳

致煤价持续处于高位。但通过前段时间的补库存，电厂库存水平已和去年冬季库存最高水平相差无几，随着优质产能释放，煤价有望逐步下行。利用小时数也有望随着用电量的中高速增长回到一个更合理的水平。一方面，国内在持续推进散煤污染治理，电能替代力度明显加大。根据《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，2018 年 10 月底前，“2+26”城市要完成散煤替代 362 万户，继续维持较高的目标水平。国家电网 2017 年电能替代电量 1150 亿千瓦时，2018 年全年有望超过 1300 亿千瓦时。另一方面，根据国家气象局数据，2017 年全国平均气温（10.39℃）较常年偏高 0.84℃，为 1951 年以来第三高值；四季气温均偏高，其中冬季为历史同期最高。2017 年的暖冬对采暖用电带来一定的抑制，造就了去年四季度的低用电基数。我们看好公司新机组扩张、煤价下行及机组利用效率提升带来的盈利改善。

■**火电作为逆周期行业，具备强防御性。**火电业绩正处于历史底部，业绩向上空间较大。随着优质产能供给不断增加，煤炭产量稳步提升，铁路运输保障能力不断增强，若进口煤限制力度不如预期、需求没有明显好转，迎峰度冬期间有望迎来旺季不旺的行情，大幅缓解电厂成本压力。火电现金流好，在政府严控新增装机的背景下，新的资本开支小，持续性分红有保障。根据公告，公司承诺每年现金分红不少于可分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元，进一步凸显其防御功能。宏观经济后期如果保持稳中偏弱态势运行，届时煤炭需求会逐步走弱，而煤炭产能的陆续释放和煤炭进口的放松限制会使煤价加快回归绿色合理区间，届时火电的盈利状况有望显著改善。

■**投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标价 7.0 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 10.6%、5.1%、4.9%，归母净利润分别为 26.3 亿元、43.8 亿元和 67.6 亿元，看好公司业绩的改善。

■**风险提示：**电价下调风险，全社会用电量增速低于预期，煤价持续高位。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	113,814.2	152,459.4	168,553.0	177,180.5	185,829.8
净利润	8,814.3	1,793.2	2,628.5	4,384.1	6,759.5
每股收益(元)	0.56	0.11	0.17	0.28	0.43
每股净资产(元)	5.19	4.81	5.01	5.05	5.17

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	10.7	52.4	35.7	21.4	13.9
市净率(倍)	1.15	1.24	1.19	1.18	1.16
净利润率	7.7%	1.2%	1.6%	2.5%	3.6%
净资产收益率	10.8%	2.4%	3.3%	5.5%	8.3%
股息收益率	4.7%	1.6%	2.0%	3.3%	5.0%
ROIC	6.8%	3.4%	3.3%	4.2%	5.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	113,814.2	152,459.4	168,553.0	177,180.5	185,829.8	成长性					
减:营业成本	89,389.9	135,209.3	144,038.5	150,136.2	154,753.5	营业收入增长率	-11.7%	34.0%	10.6%	5.1%	4.9%
营业税费	1,177.8	1,376.3	1,593.2	1,702.6	1,739.9	营业利润增长率	-38.5%	-71.0%	45.5%	61.0%	51.9%
销售费用	15.6	17.5	33.7	26.7	28.8	净利润增长率	-36.1%	-79.7%	46.6%	66.8%	54.2%
管理费用	3,336.5	3,968.8	4,851.6	4,968.8	5,132.6	EBITDA 增长率	-20.5%	-10.6%	6.7%	6.8%	10.6%
财务费用	6,920.5	9,405.7	11,188.2	9,862.1	8,712.0	EBIT 增长率	-31.7%	-38.7%	32.8%	13.5%	19.7%
资产减值损失	1,205.0	1,188.5	1,188.5	1,188.5	1,188.5	NOPLAT 增长率	-31.6%	-50.7%	27.0%	13.5%	19.7%
加:公允价值变动收益	-13.0	-2.8	-	-	-	投资资本增长率	-1.2%	29.4%	-9.9%	-3.5%	-7.9%
投资和汇兑收益	2,383.1	2,212.2	300.0	300.0	300.0	净资产增长率	0.9%	-4.7%	3.9%	1.8%	3.3%
营业利润	14,139.0	4,095.2	5,959.3	9,595.6	14,574.4	利润率					
加:营业外净收支	227.3	-375.2	-354.1	-349.8	-345.4	毛利率	21.5%	11.3%	14.5%	15.3%	16.7%
利润总额	14,366.3	3,720.0	5,605.1	9,245.8	14,229.0	营业利润率	12.4%	2.7%	3.5%	5.4%	7.8%
减:所得税	3,580.1	1,573.5	2,370.8	3,910.7	6,018.5	净利润率	7.7%	1.2%	1.6%	2.5%	3.6%
净利润	8,814.3	1,793.2	2,628.5	4,384.1	6,759.5	EBITDA/营业收入	31.5%	21.0%	20.3%	20.6%	21.7%
						EBIT/营业收入	18.5%	8.5%	10.2%	11.0%	12.5%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	618	520	506	447	394
货币资金	7,881.6	9,364.8	13,484.2	14,174.4	14,866.4	流动营业资本周转天数	-82	-53	-45	-47	-41
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	109	101	107	112	110
应收账款	15,550.3	23,344.9	19,832.3	26,584.0	21,313.8	应收账款周转天数	49	46	46	47	46
应收票据	2,432.3	3,610.9	2,006.6	4,591.2	2,235.2	存货周转天数	19	17	19	19	18
预付账款	688.5	564.6	1,248.6	552.0	1,194.1	总资产周转天数	963	812	799	743	684
存货	6,879.1	7,385.4	10,648.4	7,784.4	10,449.4	投资资本周转天数	729	620	602	533	480
其他流动资产	3,534.8	4,267.1	4,441.5	4,624.7	4,817.0	投资回报率					
可供出售金融资产	3,456.0	1,655.0	3,413.0	2,841.3	2,636.4	ROE	10.8%	2.4%	3.3%	5.5%	8.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	0.6%	0.9%	1.5%	2.4%
长期股权投资	19,420.3	19,317.3	19,317.3	19,317.3	19,317.3	ROIC	6.8%	3.4%	3.3%	4.2%	5.2%
投资性房地产	-	217.4	217.4	217.4	217.4	费用率					
固定资产	195,078.1	245,082.6	228,377.0	211,671.5	194,966.0	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	24,404.2	26,396.8	26,396.8	26,396.8	26,396.8	管理费用率	2.9%	2.6%	2.9%	2.8%	2.8%
无形资产	12,043.3	13,728.2	14,401.4	15,058.1	15,905.2	财务费用率	6.1%	6.2%	6.6%	5.6%	4.7%
其他非流动资产	18,049.1	23,758.8	25,606.8	27,829.8	30,502.7	三费/营业收入	9.0%	8.8%	9.5%	8.4%	7.5%
资产总额	309,417.6	378,693.7	369,391.3	361,642.9	344,817.6	偿债能力					
短期债务	57,668.9	80,251.3	88,617.5	99,455.6	110,188.1	资产负债率	68.7%	75.7%	74.1%	73.0%	70.8%
应付账款	24,683.1	33,640.5	37,816.4	35,589.9	37,473.6	负债权益比	219.8%	310.7%	285.5%	270.9%	242.3%
应付票据	2,212.3	1,732.2	2,455.4	2,231.8	2,383.3	流动比率	0.28	0.31	0.29	0.31	0.27
其他流动负债	45,631.9	40,326.5	49,195.4	52,464.0	52,759.0	速动比率	0.23	0.26	0.23	0.27	0.22
长期借款	64,990.4	107,031.0	71,223.2	49,312.8	15,273.7	利息保障倍数	3.04	1.37	1.53	1.97	2.67
其他非流动负债	17,465.0	23,508.6	24,260.1	25,086.7	25,996.0	分红指标					
负债总额	212,651.6	286,490.1	273,567.9	264,140.8	244,073.7	DPS(元)	0.28	0.10	0.12	0.20	0.30
少数股东权益	15,244.5	16,670.3	17,245.8	18,181.0	19,599.9	分红比率	50.0%	84.8%	70.0%	70.0%	70.0%
股本	15,200.4	15,200.4	15,698.1	15,698.1	15,698.1	股息收益率	4.7%	1.6%	2.0%	3.3%	5.0%
留存收益	65,649.3	55,064.6	57,611.1	58,354.7	60,177.7						
股东权益	96,766.0	92,203.7	95,823.4	97,502.2	100,744.0						
						现金流量表					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10,786.2	2,146.6	2,628.5	4,384.1	6,759.5	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	14,817.8	19,166.9	17,046.0	17,069.5	17,098.2	EPS(元)	0.56	0.11	0.17	0.28	0.43
资产减值准备	1,205.0	1,188.5	-	-	-	BVPS(元)	5.19	4.81	5.01	5.05	5.17
公允价值变动损失	13.0	2.8	-	-	-	PE(X)	10.7	52.4	35.7	21.4	13.9
财务费用	6,975.2	9,508.8	11,188.2	9,862.1	8,712.0	PB(X)	1.15	1.24	1.19	1.18	1.16
投资损失	-2,383.1	-2,212.2	-300.0	-300.0	-300.0	P/FCF	10.9	8.0	13.9	18.6	14.1
少数股东损益	1,971.9	353.4	605.8	951.0	1,451.1	P/S	0.82	0.62	0.56	0.53	0.51
营运资金的变动	4,175.3	-18,575.8	11,230.4	-9,217.1	1,745.1	EV/EBITDA	7.1	9.8	8.3	7.5	6.2
经营活动产生现金流量	31,510.8	29,197.4	42,398.8	22,749.6	35,465.8	CAGR(%)	-20.9%	56.4%	-43.1%	-20.9%	56.4%
投资活动产生现金流量	-17,649.6	-34,060.4	-2,471.6	-149.0	-734.8	PEG	-0.5	0.9	-0.8	-1.0	0.2
融资活动产生现金流量	-13,601.9	4,013.2	-35,807.8	-21,910.4	-34,039.0	ROIC/WACC	1.1	0.6	0.6	0.7	0.9
						REP	1.0	1.9	1.9	1.5	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034