

华能国际(600011)

公司研究/点评报告

售电量增速高于行业平均，业绩对煤价弹性强

点评报告/环保与公用事业

2019年1月21日

一、事件概述

1月18日，公司发布2018年全年发电量完成情况公告。

二、分析与判断

► Q4售电量维持正增长，全年售电量增长强于行业平均

据公司初步统计，2018年境内各电厂完成售电量4059.43亿千瓦时，同比增长9.30%，高于2018年全社会用电量8.5%的同比增速。公司四季度完成售电量979.53亿千瓦时，同比增长4.05%，增速较三季度环比下滑4.38%，主要系四季度全国用电需求持续下滑。公司全年平均上网结算电价418.48元/兆瓦时，相较前三季度上升1.36元/兆瓦时，推测系交易电价有所回升同时部分燃机上网电价冬季有所上调，煤机方面8月来多地将高于标杆电价的燃煤发电机组上网电价降低至标杆电价。全年交易电量占比提升10个百分点至43%。

► 未来两年煤炭供需格局有望逐步宽松，看好公司盈利能力修复

入炉煤价为公司业绩的主导因素，2018年秦港5500大卡动力末煤均价647元/吨，仍在高位震荡之中，未来两年煤价有望持续下行，从而修复公司盈利。2019年煤炭需求回落较为确定，煤电需求可能回落至2%以下，地产新开工面积增速大概率向下，而基建对煤炭消费拉动有限，总体原煤需求增量或在6000万吨/年的水平。供给方面预计未来两年煤炭每年有效产能增量在1亿吨左右，远高于需求增量，供需格局有望逐步宽松。

► 大市值纯正煤电领军企业，业绩对煤价弹性位居板块前列

公司燃煤机组占装机总量的85%，我们测算公司2019年标煤耗煤量将在1.27亿吨左右，假设其中长协比例维持50%的水平，预计秦港煤价每下跌10元/吨公司归母净利润可上升6亿元左右。以燃煤成本/市值的方式计算弹性，公司业绩对煤价弹性位列火电板块第一梯队(详见第二页弹性测算表)，未来将充分受益煤价下跌。

三、投资建议

看好未来两年煤价回落带来的公司业绩修复，预计2018~2020年公司EPS 0.13/0.56/0.74，对应当前股价PE 53/13/10x。公司目前PB仅为1.29倍，低于1.8的历史PB中位数40%，估值修复空间大，同时业绩有望迎来拐点，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

1、国内用电需求超预期增长；2、煤炭供给释放不及预期；3、电价超预期下调。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	152,459	168,095	174,149	180,906
增长率(%)	34.0%	10.3%	3.6%	3.9%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,793	2,012	8,534	11,223
增长率(%)	-79.7%	12.2%	324.1%	31.5%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.56	0.74
PE(现价)	63.6	52.9	12.5	9.5
PB	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

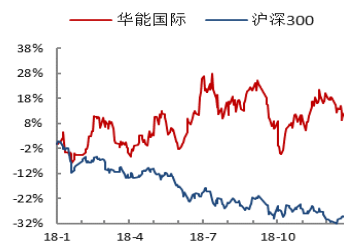
首次覆盖

当前价格：6.91

交易数据 2019-1-18

近12个月最高/最低(元)	7.84/5.73
总股本(百万股)	15698.09
流通股本(百万股)	10500.00
流通股比例(%)	67%
总市值(亿元)	1098.87
流通市值(亿元)	735.00

该股与沪深300走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证 S0100513070009
电话：010-85127892
邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证 S0100118070006
电话：0755-22662085
邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

表 1: 火电板块业绩弹性测算表

公司名称	A 股流通市值(亿)	2017 年燃料成本(亿)	燃料成本/市值
金山股份	30	46	1.52
豫能控股	38	46	1.24
华银电力	51	49	0.96
华电国际	320	281*	0.88
华能国际	736	620*	0.84
粤电力 A	203	170	0.84
长源电力	42	34	0.81
建投能源	105	65	0.62
大唐发电	499	328	0.66
皖能电力	90	58	0.64
漳泽电力	79	49	0.61
国电电力	509	249	0.49
浙能电力	616	293	0.47
江苏国信	278	120	0.43
吉电股份	45	20	0.44
深圳能源	209	59	0.28
申能股份	231	58	0.25
福能股份	127	34	0.26
通宝能源	40	9	0.23
广州发展	156	30	0.19

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 华能、华电燃料成本为总燃料成本*A 股股本占比, 市值选取 1 月 18 日收盘价

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	152,459	168,095	174,149	180,906
营业成本	135,209	147,778	144,748	147,426
营业税金及附加	1,376	1,517	1,572	1,633
销售费用	17	19	20	21
管理费用	3,969	4,170	4,249	4,342
EBIT	11,888	14,610	23,561	27,484
财务费用	9,406	10,356	9,820	9,832
资产减值损失	1,188	800	600	400
投资收益	2,212	400	1,200	1,200
营业利润	4,095	3,854	14,340	18,452
营业外收支	(375)	(500)	(500)	(500)
利润总额	3,720	3,354	13,990	18,102
所得税	1,573	838	3,498	4,525
净利润	2,147	2,515	10,493	13,576
归属于母公司净利润	1,793	2,012	8,534	11,223
EBITDA	31,054	35,485	46,360	52,207

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9365	42578	19080	16345
应收账款及票据	25448	23716	24570	25523
预付款项	565	617	604	616
存货	7385	7795	7635	7777
其他流动资产	4267	4267	4267	4267
流动资产合计	48538	80681	57926	56365
长期股权投资	19317	20317	30317	40317
固定资产	245079	269079	293079	317079
无形资产	13728	13920	14107	14291
非流动资产合计	330156	334258	345359	354736
资产合计	378694	414939	403285	411101
短期借款	80251	80251	80251	80251
应付账款及票据	15496	14796	14493	14761
其他流动负债	12572	12572	12572	12572
流动负债合计	155950	157200	159614	160414
长期借款	107031	125031	121031	119031
其他长期负债	23509	39509	23509	23509
非流动负债合计	130540	164540	144540	142540
负债合计	286490	321740	304154	302954
股本	15200	15200	15200	15200
少数股东权益	16670	17173	19132	21485
股东权益合计	92204	93199	99131	108147
负债和股东权益合计	378694	414939	403285	411101

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	34.0%	10.3%	3.6%	3.9%
EBIT 增长率	-40.2%	22.9%	61.3%	16.7%
净利润增长率	-79.7%	12.2%	324.1%	31.5%
盈利能力				
毛利率	11.3%	12.1%	16.9%	18.5%
净利率	1.2%	1.2%	4.9%	6.2%
总资产收益率 ROA	0.5%	0.5%	2.1%	2.7%
净资产收益率 ROE	2.4%	2.6%	10.7%	13.0%
偿债能力				
流动比率	0.3	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.3	0.5	0.3	0.3
现金比率	0.1	0.3	0.1	0.1
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	42.9	42.9	42.9	42.9
存货周转天数	19.3	19.3	19.3	19.3
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.1	0.6	0.7
每股净资产	5.0	5.0	5.3	5.7
每股经营现金流	1.9	2.5	2.8	3.1
每股股利	0.1	0.1	0.3	0.3
估值分析				
PE	63.6	52.9	12.5	9.5
PB	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.5	9.2	7.1	6.3
股息收益率	1.4%	1.4%	4.3%	4.3%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,147	2,515	10,493	13,576
折旧和摊销	20,355	21,675	23,399	25,123
营运资金变动	(813)	2,536	(1,370)	(374)
经营活动现金流	29,197	37,393	42,450	47,736
资本开支	25,759	25,277	24,850	24,850
投资	(9,801)	(1,000)	(10,000)	(10,000)
投资活动现金流	(34,060)	(25,877)	(33,650)	(33,650)
股权募资	5,838	0	0	0
债务募资	14,990	34,000	(20,000)	(2,000)
筹资活动现金流	4,013	21,698	(32,299)	(16,822)
现金净流量	(850)	33,213	(23,498)	(2,735)

分析师与研究助理简介

陶贻功，2011年7月加入民生证券至今，一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员

杨任重，香港理工大学精算与投资科学硕士毕业，2018年加入民生证券，从事环保与公用事业相关研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。