

华能国际(600011)

公司研究/点评报告

盈利仍在底部，加大风电布局

点评报告/环保与公用事业

2019年3月20日

一、事件概述

3月19日，公司发布2018年年报，全年实现营收1699亿元，同比+11.04%，实现归母净利润14.39亿元，同比-17.42%，业绩表现略微不及我们此前报告的预期。

二、分析与判断

➤ 四季度盈利同比下滑，全年盈利情况与2017年基本持平

公司四季度仍亏损5.5亿元，略低于我们此前基本扭亏的预期。Q4全国电煤价格指数和秦港Q5500动力末煤分别同比下跌13、64元/吨，而公司Q4单季度毛利率7.87%，低于去年同期1.46个百分点。此外公司Q4确认投资收益14亿元，主要系为巴基斯坦萨希瓦尔发电项目而设立的香港能源由合营公司转为子公司核算。公司2018年全年毛利率11.3%，与2017年持平，费用率等基本平稳。

➤ 售电增速略高于全国，2019将加大风电布局

公司2018年境内各电厂完成售电量同比增长9.3%，高于2018年全社会用电量8.5%的同比增速，与此前公告数据一致。2018年公司新投产发电容量共653兆瓦全部为清洁能源，可控装机容量同比增长1.6%。新任董事长舒印彪在今年华能集团工作会议上提出“实现两个突破”，其中一项便是提高清洁能源比重。公司2019年计划资本支出354亿元，同比增加140亿元，其中风电计划支出240亿元，同比增加170亿元。高资本支出下预计公司未来资产负债率将维持75%的水平。

➤ 煤价持续高企，后续业绩修复仍需静待煤价下行

2018年秦港Q5500动力末煤同比上涨9元/吨，均价仍在647元/吨的高位。公司2018年售电单位燃料成本同比上涨4.9%，高于全国电煤价格2.9%的涨幅，推测系电煤价格区域表现差异所致。公司燃煤机组占装机总量的85%，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，后续业绩修复仍需静待煤价下行。

三、投资建议

近期安检力度较大造成煤炭供给有一定收缩，上调2019年秦港煤价预期至590元/吨，下调公司2019~2021年盈利预测至0.29/0.59/0.64，对应当前股价PE 23/12/11x。仍看好未来两年煤价回落带来的公司业绩修复，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

1、煤价回落幅度不及预期；2、电价超预期下调。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	169,861	174,149	180,906	188,102
增长率(%)	11.4%	2.5%	3.9%	4.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,528	4,512	9,177	10,144
增长率(%)	-14.8%	195.4%	103.4%	10.5%
每股收益(元)	0.07	0.29	0.58	0.65
PE(现价)	96.9	23.6	11.6	10.5
PB	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

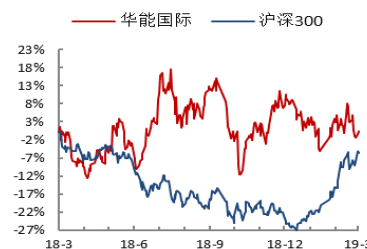
当前价格：6.78

交易数据

2019-3-19

近12个月最高/最低(元)	7.84/6.15
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)	1064.33
流通市值(亿元)	711.90

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

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	169,861	174,149	180,906	188,102
营业成本	150,659	149,052	148,847	155,004
营业税金及附加	1,807	1,853	1,925	2,001
销售费用	42	43	45	47
管理费用	4,233	4,249	4,342	4,439
EBIT	13,119	18,952	25,747	26,611
财务费用	10,470	10,682	10,753	10,650
资产减值损失	1,146	800	800	800
投资收益	1,573	400	1,200	1,200
营业利润	3,737	7,871	15,394	16,361
营业外收支	(212)	(500)	(500)	(500)
利润总额	3,525	7,521	15,044	16,361
所得税	1,029	1,880	3,761	4,090
净利润	2,496	5,640	11,283	12,271
归属于母公司净利润	1,528	4,512	9,177	10,144
EBITDA	32,972	39,914	48,633	26,907

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	15833	2297	2604	2910
应收账款及票据	29279	28572	29680	30861
预付款项	1256	1243	1241	1293
存货	9544	8374	8363	8709
其他流动资产	4389	4389	4389	4389
流动资产合计	61799	46411	47873	49820
长期股权投资	19370	29370	39370	39370
固定资产	246304	270304	294304	294304
无形资产	13806	14008	14207	13911
非流动资产合计	341642	352518	363332	361682
资产合计	403441	398929	411205	411501
短期借款	61039	68923	63461	54748
应付账款及票据	14684	15165	15144	15771
其他流动负债	13481	13481	13481	13481
流动负债合计	135865	144377	142078	134814
长期借款	129548	130548	128548	128548
其他长期负债	33901	17901	27901	27901
非流动负债合计	163449	148449	156449	156449
负债合计	301655	292826	298527	291263
股本	15698	15698	15698	15698
少数股东权益	18552	19680	21786	23913
股东权益合计	101786	106103	112677	120239
负债和股东权益合计	403441	398929	411205	411501

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	11.4%	2.5%	3.9%	4.0%
EBIT 增长率	10.4%	44.5%	35.9%	3.4%
净利润增长率	-14.8%	195.4%	103.4%	10.5%
盈利能力				
毛利率	11.3%	14.4%	17.7%	17.6%
净利率	0.9%	2.6%	5.1%	5.4%
总资产收益率 ROA	0.4%	1.1%	2.2%	2.5%
净资产收益率 ROE	2.0%	5.6%	10.7%	11.1%
偿债能力				
流动比率	0.5	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3
现金比率	0.1	0.0	0.0	0.0
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	50.0	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	20.5	20.5	20.5	20.5
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.3	0.6	0.6
每股净资产	5.0	5.2	5.5	5.8
每股经营现金流	1.8	2.6	2.8	1.4
每股股利	0.1	0.1	0.3	0.3
估值分析				
PE	96.9	23.6	11.6	10.5
PB	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.1	8.5	7.0	12.3
股息收益率	1.5%	1.5%	4.4%	4.4%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,407	5,640	11,283	12,271
折旧和摊销	20,999	21,762	23,686	1,095
营运资金变动	(3,111)	2,166	(1,131)	(192)
经营活动现金流	28,892	40,556	43,793	22,683
资本开支	20,580	25,071	24,850	(555)
投资	(1,261)	(10,000)	(10,000)	0
投资活动现金流	(20,528)	(34,671)	(33,650)	1,755
股权募资	8,971	0	0	0
债务募资	3,802	(15,000)	8,000	0
筹资活动现金流	(2,368)	(19,421)	(9,836)	(24,132)
现金净流量	5,996	(13,535)	307	306

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，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。