

收入端量价齐升，高煤价拖累业绩

——华能国际年报点评

年报点评报告

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

●高煤价拖累业绩，业绩低于预期，维持“推荐”评级

公司发布2018年年报，公司实现营收1698.61亿元(同比+11.04%)(经重述，下同)，归母净利润14.39亿元(同比-17.42%)，扣非净利润14.20亿元(同比+215.41%)；拟每股派发现金股利0.10元(含税)。公司业绩低于市场预期，主因是煤价同比上涨，2018年公司境内电厂全年售电单位燃料成本为236.89元/兆瓦时(同比+4.85%)。我们认为，未来煤价中枢下行是大概率事件，且增值税税率即将下调，电价下调风险较小，火电盈利能力将改善。我们根据公司最新情况对盈利预测做出调整，预计公司2019-2021年EPS分别为0.36(-0.01)、0.44(-0.27)和0.51元，当前股价对应PE分别为18.9、15.4和13.3倍，公司是A股最纯粹的火电龙头标的，维持“推荐”评级。

●煤价仍是核心要素，2019年望中枢下行

2018年秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价年均值为646.76元/吨，同比提升8.51元/吨；2018年全国电煤价格指数年均值为531.04元/吨，同比提升15.05元/吨。整体看，2018年煤价中枢仍在高位。自煤炭供给侧改革以来，2016-2018年先后化解过剩产能2.9、2.5、1.5亿吨，合计化解产能合计规模6.9亿吨，距离“十三五”规划8亿吨去产能目标仅差1.1亿吨，“十三五”煤炭行业去产能主要目标任务基本完成。我们认为，煤炭整体供需正在边际宽松，2019年动力煤价格望回归绿色区间。

●收入端量价齐升，2019年风电领域资本支出计划增长240.40%

截至2018年底，公司可控发电装机容量为105,991兆瓦，其中83.50%为燃煤发电机组。电量方面，公司境内售电量为4,059.43亿千瓦时，同比上升9.30%。电价方面，公司境内电厂含税平均结算电价为418.48元/千千瓦时，同比增加4.47元/千千瓦时，上升1.08%。同时，公司公布2019年资本支出计划354.12亿元(同比+65.94%)，其中风电239.54亿元(同比+240.40%)，占比高达67.64%，彰显了公司未来对新能源，尤其是风电的重视程度。

●风险提示：电力需求不及预期，煤价走势不及预期，上网电价下调风险。

财务摘要和估值指标

指标	TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	152,459	169,861	172,425	177,254	180,799
增长率(%)	34.0	11.4	1.5	2.8	2.0
净利润(百万元)	1,793	1,439	5,628	6,924	8,005
增长率(%)	-79.7	-19.8	291.2	23.0	15.6
毛利率(%)	11.3	11.3	15.3	16.4	17.1
净利率(%)	1.2	0.8	3.3	3.9	4.4
ROE(%)	2.3	2.4	8.6	9.9	10.5
EPS(摊薄/元)	0.11	0.09	0.36	0.44	0.51
P/E(倍)	59.4	74.0	18.9	15.4	13.3
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.03.20

收盘价(元):	6.55
一年最低/最高(元):	5.78/8.19
总股本(亿股):	109.98
总市值(亿元):	720.35
流通股本(亿股):	105.0
流通市值(亿元):	687.75
近3月换手率:	13.43%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.02	-30.51	8.49
绝对	-3.56	-6.48	2.59

相关报告

《“煤价、电价、利用小时数”多重利好共振，盈利能力将改善》2018-12-05

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	48538	61799	67743	70545	65658
现金	9365	15833	26599	22672	23126
应收账款	21837	24658	22538	25980	23509
其他应收款	1508	0	1531	43	1562
预付账款	565	1256	592	1308	630
存货	7385	9544	6860	9799	7037
其他流动资产	7878	10508	9622	10742	9794
非流动资产	330156	341642	336243	333088	325744
长期投资	19317	19370	21275	23179	25084
固定资产	245083	246317	239778	235723	228323
无形资产	13728	13806	14209	14668	15067
其他非流动资产	52028	62149	60982	59517	57269
资产总计	378694	403441	403986	403632	391403
流动负债	155950	138206	164817	189703	201737
短期借款	80251	61039	61039	105741	97420
应付账款	13764	12475	12950	12871	13224
其他流动负债	61935	64693	90828	71091	91093
非流动负债	130540	163449	129536	96479	61687
长期借款	123025	155533	121619	88563	53771
其他非流动负债	7515	7916	7916	7916	7916
负债合计	286490	301655	294353	286182	263425
少数股东权益	16670	18552	22340	27001	32389
股本	15200	15698	15698	15698	15698
资本公积	14913	18337	18337	18337	18337
留存收益	40151	38988	41443	43824	45590
归属母公司股东权益	75533	83235	87293	90450	95589
负债和股东权益	378694	403441	403986	403632	391403

现金流量表(百万元)	TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	29197	28892	55280	5894	60218
净利润	2147	2407	9417	11585	13392
折旧摊销	19167	19852	16992	17791	18614
财务费用	9406	10470	5847	5548	5107
投资损失	-2212	-1573	-2403	-2497	-2603
营运资金变动	-374	8597	25417	-26545	25695
其他经营现金流	1064	-10862	9	12	12
投资活动现金流	-34060	-20528	-9200	-12151	-8680
资本支出	26045	20707	-7304	-5060	-9248
长期投资	2798	-464	-1905	-1905	-1905
其他投资现金流	-5217	-284	-18408	-19115	-19832
筹资活动现金流	4013	-2368	-35314	-42373	-42764
短期借款	22582	-19213	0	0	0
长期借款	45851	32508	-33913	-33057	-34791
普通股增加	0	498	0	0	0
资本公积增加	-3338	3424	0	0	0
其他筹资现金流	-61083	-19585	-1401	-9316	-7972
现金净增加额	-840	6022	10766	-48629	8774

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	152459	169861	172425	177254	180799
营业成本	135209	150659	145986	148259	149832
营业税金及附加	1376	1807	1733	1786	1838
营业费用	17	42	23	28	30
管理费用	3969	4233	4797	4790	4782
财务费用	9406	10470	5847	5548	5107
资产减值损失	1188	1146	2117	1658	1635
公允价值变动收益	-3	-20	-9	-12	-12
投资净收益	2212	1573	2403	2497	2603
营业利润	4095	3648	14314	17670	20167
营业外收入	394	176	176	176	176
营业外支出	770	388	388	388	388
利润总额	3720	3436	14102	17458	19955
所得税	1573	1029	4685	5873	6562
净利润	2147	2407	9417	11585	13392
少数股东损益	353	969	3789	4661	5388
归属母公司净利润	1793	1439	5628	6924	8005
EBITDA	35589	36778	38730	43031	46386
EPS(元)	0.11	0.09	0.36	0.44	0.51

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	34.0	11.4	1.5	2.8	2.0
营业利润(%)	-71.0	-10.9	292.3	23.4	14.1
归属于母公司净利润(%)	-79.7	-19.8	291.2	23.0	15.6
获利能力					
毛利率(%)	11.3	11.3	15.3	16.4	17.1
净利率(%)	1.2	0.8	3.3	3.9	4.4
ROE(%)	2.3	2.4	8.6	9.9	10.5
ROIC(%)	3.1	3.6	4.7	5.2	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	75.7	74.8	72.9	70.9	67.3
净负债比率(%)	234.9	221.9	170.7	172.6	124.4
流动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	8.5	7.3	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.09	0.36	0.44	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.46	3.52	0.38	3.84
每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.66	4.92	5.12	5.45
估值比率					
P/E	59.4	74.0	18.9	15.4	13.3
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.7	9.7	8.3	8.0	6.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>