

2019年03月20日

华能国际 (600011.SH)

## 年报点评：多因素致18年业绩承压，静待煤价下行及新能源项目投产

■事件：根据公司披露的年报，2018年实现营业收入1698.61亿元，同比增长11.04%；归母净利润14.39亿元，同比减少17.42%。单就四季度而言，公司实现营收438.72亿元，同比增长5.57%；实现归母净利润-5.50亿元。全年业绩较去年同期显著下降，业绩略低于预期。

■利用小时数和装机量增加及电价上调是营收增长主因。根据公告，公司2018年的发电量同比增长9.12%，供热量同比增长22.73%，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表。公司境内电厂平均利用小时为4208小时，同比上升257小时，其中燃煤机组利用小时为4340小时，同比增加146小时。装机量方面，2018年公司新投产发电容量共653兆瓦，风电和光伏分别为482兆瓦和171兆瓦。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年公司中国境内电厂平均上网结算电价为418.48元/兆瓦时，同比增长1.08%。

■燃料价格上升，电力市场化比例提升，人力支出提升及投资收益下降等因素拖累公司业绩。根据公告，在燃料成本方面，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，同比上涨4.85%，燃料成本较上年同期增加118.12亿元，煤价同比上升使得燃料成本相应增加20.98亿元，电量上升使得燃料成本相应增加88.24亿元。电力市场化稳步推进，2018年公司的市场化电力同比增加近500亿度，考虑到市场化电力的折价在3-4分/Kwh，部分拉低了公司的上网电价。同时，公司的人工成本和管理费用分别较上年同期增加10.73亿元和2.9亿元。投资收益方面，去年同期投资收益21.7亿元，2018年全年仅有15.7亿元。此外，其他多方面因素也对全年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费改税的试点范围扩大，公司的环境保护税与水资源税分别同比增加2.6亿元和1.1亿元。多方面因素共同导致公司业绩低于预期。

■顺利完成A股定增，静待大规模风电项目投产和煤价下行驱动业绩增长。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。按照公司的经营计划，2019

公司快报

证券研究报告

火电

投资评级 增持-A

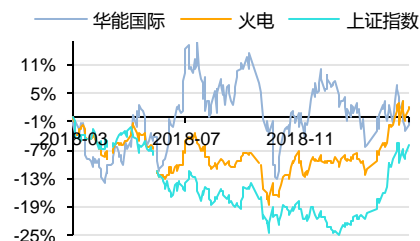
维持评级

6个月目标价：7.5元  
股价(2019-03-19) 6.78元

### 交易数据

总市值(百万元)	106,433.07
流通市值(百万元)	71,190.00
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	5.97/7.95元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.91	-27.98	8.33
绝对收益	-1.74	-6.74	2.59

邵琳琳

分析师

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

杨光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517080001  
yangguang1@essence.com.cn  
010-83321033

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn  
010-83321051

### 相关报告

- 华能国际：三季报点评：煤价上涨和投资收益下滑致业绩不及预期，静待盈利改善/邵琳琳 2018-10-26
- 华能国际：火电龙头触底反弹，关注防御价值/邵琳琳 2018-09-06

年风电的资本开支计划为 240 亿元，同比增长 240%。煤价方面，2018 年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，导致煤价持续处于高位。若宏观经济后期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，公司的火电占比高，具备煤价高弹性特点，有望直接受益于煤价的下行。此外，公司的现金流较好，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，凸显其防御功能。

■**投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标价 7.5 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 10%、8%、6%，归母净利润分别为 31.5 亿元、55.9 亿元和 84.3 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	152,459.4	169,861.2	186,847.3	201,795.1	213,902.8
净利润	1,793.2	1,438.9	3,148.6	5,587.2	8,431.1
每股收益(元)	0.11	0.09	0.20	0.36	0.54
每股净资产(元)	4.81	5.30	5.47	5.54	5.69

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	59.4	74.0	33.8	19.0	12.6
市净率(倍)	1.41	1.28	1.24	1.22	1.19
净利润率	1.2%	0.8%	1.7%	2.8%	3.9%
净资产收益率	2.4%	1.7%	3.7%	6.4%	9.4%
股息收益率	1.4%	0.0%	2.1%	3.7%	5.5%
ROIC	3.4%	3.3%	4.0%	6.0%	7.3%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	152,459.4	169,861.2	186,847.3	201,795.1	213,902.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	135,209.3	150,659.4	161,622.9	171,525.8	177,539.3	营业收入增长率	34.0%	11.4%	10.0%	8.0%	6.0%
营业税费	1,376.3	1,807.2	1,869.4	1,995.9	2,177.2	营业利润增长率	-71.0%	-10.9%	115.7%	74.0%	49.6%
销售费用	17.5	42.2	37.4	37.9	45.3	净利润增长率	-79.7%	-19.8%	118.8%	77.5%	50.9%
管理费用	3,968.8	4,233.2	4,999.3	5,227.1	5,531.6	EBITDA 增长率	-10.6%	4.1%	11.6%	12.6%	13.4%
财务费用	9,405.7	10,470.3	9,569.1	8,439.7	7,253.4	EBIT 增长率	-38.7%	4.8%	28.9%	26.9%	25.3%
资产减值损失	1,188.5	1,146.2	1,179.9	1,179.9	1,179.9	NOPLAT 增长率	-50.7%	27.0%	23.5%	26.9%	25.3%
加:公允价值变动收益	-2.8	-20.0	-	-	-	投资资本增长率	29.4%	2.0%	-13.9%	2.6%	-15.5%
投资和汇兑收益	2,212.2	1,572.9	300.0	300.0	300.0	净资产增长率	-4.7%	10.4%	4.7%	4.6%	7.2%
<b>营业利润</b>	4,095.2	3,648.4	7,869.3	13,688.8	20,476.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-375.2	-212.1	-349.8	-345.4	-340.9	毛利率	11.3%	11.3%	13.5%	15.0%	17.0%
<b>利润总额</b>	3,720.0	3,436.4	7,519.5	13,343.4	20,135.2	营业利润率	2.7%	2.1%	4.2%	6.8%	9.6%
减:所得税	1,573.5	1,028.9	2,251.5	3,995.4	6,029.1	净利润率	1.2%	0.8%	1.7%	2.8%	3.9%
<b>净利润</b>	1,793.2	1,438.9	3,148.6	5,587.2	8,431.1	EBITDA/营业收入	21.0%	19.6%	19.9%	20.8%	22.2%
						EBIT/营业收入	8.5%	8.0%	9.3%	11.0%	13.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	520	521	456	387	333
货币资金	9,364.8	15,832.8	14,947.8	16,143.6	17,112.2	流动营业资本周转天数	-53	-24	-36	-29	-23
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	117	115	112	113
应收帐款	23,344.9	26,144.5	24,995.8	30,173.0	29,608.8	应收帐款周转天数	46	52	49	49	50
应收票据	3,610.9	4,621.2	3,279.3	5,491.0	4,078.2	存货周转天数	17	18	18	17	17
预付帐款	564.6	1,256.4	654.9	1,242.2	827.5	总资产周转天数	812	829	761	686	632
存货	7,385.4	9,543.7	9,607.9	9,623.7	10,674.0	投资资本周转天数	620	635	542	471	415
其他流动资产	4,267.1	4,400.5	4,549.2	4,705.4	4,869.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,655.0	-	1,703.7	1,119.6	941.1	ROE	2.4%	1.7%	3.7%	6.4%	9.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	0.6%	1.4%	2.4%	3.8%
长期股权投资	19,317.3	19,370.3	19,370.3	19,370.3	19,370.3	ROIC	3.4%	3.3%	4.0%	6.0%	7.3%
投资性房地产	217.4	232.6	232.6	232.6	232.6	<b>费用率</b>					
固定资产	245,082.6	246,317.4	226,826.1	207,334.7	187,843.4	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	26,396.8	23,264.6	23,264.6	23,264.6	23,264.6	管理费用率	2.6%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%
无形资产	13,728.2	13,805.7	14,211.7	14,715.7	14,921.3	财务费用率	6.2%	6.2%	5.1%	4.2%	3.4%
其他非流动资产	23,758.8	38,651.8	43,252.5	48,778.6	55,415.5	三费/营业收入	8.8%	8.7%	7.8%	6.8%	6.0%
<b>资产总额</b>	378,693.7	403,441.5	386,896.4	382,195.0	369,158.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	80,251.3	61,038.8	68,472.4	78,507.9	88,652.2	资产负债率	75.7%	74.8%	72.5%	70.9%	67.6%
应付帐款	33,640.5	30,645.0	44,638.5	31,052.9	47,879.5	负债权益比	310.7%	296.4%	263.1%	243.1%	209.1%
应付票据	1,732.2	2,209.0	2,679.9	2,213.3	2,813.2	流动比率	0.31	0.45	0.35	0.42	0.34
其他流动负债	40,326.5	44,313.5	51,565.8	49,926.8	55,654.5	速动比率	0.26	0.38	0.29	0.36	0.29
长期借款	107,031.0	129,548.2	78,293.5	73,524.2	18,205.8	利息保障倍数	1.37	1.29	1.82	2.62	3.82
其他非流动负债	23,508.6	33,900.9	34,692.5	35,563.3	36,521.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	286,490.1	301,655.3	280,342.6	270,788.4	249,726.3	DPS(元)	0.10	-	0.14	0.25	0.38
少数股东权益	16,670.3	18,551.6	20,670.9	24,431.7	30,106.7	分红比率	84.8%	0.0%	70.0%	70.0%	70.0%
股本	15,200.4	15,698.1	15,698.1	15,698.1	15,698.1	股息收益率	1.4%	0.0%	2.1%	3.7%	5.5%
留存收益	55,064.6	57,324.9	59,973.2	61,065.2	63,416.0						
<b>股东权益</b>	92,203.7	101,786.2	106,553.8	111,406.6	119,432.5						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	2,146.6	2,407.4	3,148.6	5,587.2	8,431.1	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	19,166.9	19,852.4	19,793.9	19,811.1	19,822.3	EPS(元)	0.11	0.09	0.20	0.36	0.54
资产减值准备	1,188.5	1,146.2	-	-	-	BVPS(元)	4.81	5.30	5.47	5.54	5.69
公允价值变动损失	2.8	20.0	-	-	-	PE(X)	59.4	74.0	33.8	19.0	12.6
财务费用	9,508.8	10,611.4	9,569.1	8,439.7	7,253.4	PB(X)	1.41	1.28	1.24	1.22	1.19
投资损失	-2,212.2	-1,572.9	-300.0	-300.0	-300.0	P/FCF	9.1	9.5	28.0	15.5	13.6
少数股东损益	353.4	968.5	2,119.3	3,760.8	5,675.0	P/S	0.70	0.63	0.57	0.53	0.50
营运资金的变动	-18,575.8	-12,231.0	18,151.0	-31,394.1	15,463.4	EV/EBITDA	9.8	10.0	7.5	6.8	5.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	29,197.4	28,891.9	52,481.9	5,904.7	56,345.1	CAGR(%)	63.3%	80.3%	-21.2%	63.3%	80.3%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-34,060.4	-20,527.7	-2,112.3	60.5	-58.1	PEG	0.9	0.9	-1.6	0.3	0.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	4,013.2	-2,368.5	-51,254.7	-4,769.3	-55,318.4	ROIC/WACC	0.5	0.5	0.6	0.9	1.2
						REP	2.0	2.1	1.7	1.1	0.9

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、杨光声明, 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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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