

2018业绩不及市场预期，2019改善预期大

——华能国际（600011）2018 年报点评

2019 年 03 月 25 日

推荐/首次

华能国际 | 财报点评

洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001
	hongyi@dxzq.net.cn	010-66554046

事件：

2018 年全年，公司实现营业收入 1698.61 亿元，同比增长 11.04%；实现归属于上市公司股东利润 14.39 亿元，同比下降 17.42%；实现扣非归母净利润 14.2 亿元，同比增长 215.4%。

表 1：财务指标预测

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	33856.61	39978.18	41558.33	43255.63	39149.28	43584.19	43872.06
增长率（%）	15.92%	10.71%	9.68%	15.11%	15.63%	9.02%	5.57%
毛利率（%）	10.58%	13.01%	9.39%	13.49%	12.78%	11.27%	7.87%
期间费用率（%）	9.60%	8.64%	8.89%	7.74%	9.23%	8.59%	9.21%
营业利润率（%）	0.62%	6.84%	-1.08%	5.39%	3.39%	0.98%	-0.99%
净利润（百万元）	67.26	2179.90	-1224.02	1727.94	1057.43	23.68	-401.64
增长率（%）	-97.92%	-47.57%	23.25%	78.16%	1472.13%	-98.91%	-67.19%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.13	-0.07	0.08	0.06	-0.01	-0.04
资产负债率（%）	76.77%	75.55%	75.64%	75.34%	75.41%	74.25%	74.77%
净资产收益率（%）	0.08%	2.33%	-1.31%	1.83%	1.13%	0.02%	-0.39%
总资产收益率（%）	0.02%	0.57%	-0.32%	0.45%	0.28%	0.01%	-0.10%

观点：

1、资产优质，燃料成本高企，减值超预期导致公司2018年业绩不及预期

2018年公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量4,304.57亿千瓦时，同比上升9.12%；完成售电量4,059.43亿千瓦时，同比上升9.30%，2018年全国用电量增长8.5%；公司发电量，售电量均高于全国用电增长量。公司境内电厂全年平均利用小时为4,208小时，同比上升257小时，全国平均利用小时数3862小时，同比上升73小时，其中燃煤机组利用小时为4,340小时，同比增加146小时，公司发电设备利用小时数

远高于全国平均，足见机组质量优良。2018年公司全年共采购煤炭1.96亿吨，公司继续准确研判煤炭市场走势，优化采购策略、区域供应结构，加强与重点大矿合作的力度，提前锁定优质低价资源，在煤炭市场价格全年高企的情况下，较好地控制了公司的燃料采购成本。公司境内电厂全年售电单位燃料成本为人民币236.89元/兆瓦时，比上年上升4.85%，优与全市场2%。公司新加坡大士能源产生存货跌价减值，滇东煤矿产生跌价减值，使公司业绩不及预期。

2、用电量增长虽然回落，公司全年业绩可期

预计2019年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧，综合考虑宏观经济、服务业和居民用电发展趋势、大气污染治理、电能替代等因素，预计2019年用电增速将比2018年平稳回落，增速约6%；全年全国新增装机容量1.1亿千瓦左右，其中非化石能源发电装机投产6,200万千瓦左右，这种情况对机组的全年利用小时数影响不会很大；预计全年火电设备利用小时4,400小时左右，与2018年基本持平。煤炭随着需求端不断疲软，电厂燃料存活的不高企，价格中枢将下移，我们预计整个毛利率将改善4%左右。新加坡大士能源，滇东煤矿将转入正常运行期，我们预计计提减值可能性小。

结论：

我们预计公司2018-2020年主营收入分别为1817亿、19.07亿和20.36亿元，归母净利润分别为62.31亿、84.40亿和103.92元，对应EPS分别为0.4元、0.54元和0.66元，对应PE分别为17倍、13倍和10倍，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示：

公司资产商誉计提大额减值，经济活动及用电量不及预期，燃料成本居高不下。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	48538	61799	57476	60565	62896	营业收入	152459	169861	181723	190732	203625
货币资金	9365	15833	15023	15024	15035	营业成本	135209	150659	152508	155519	162864
应收账款	21837	24658	25882	28599	30426	营业税金及附加	1376	1807	1836	1900	2084
其他应收款	1508	1487	3017	2970	3028	营业费用	17	42	33	37	40
预付款项	565	1256	1018	1091	1182	管理费用	3969	4233	4779	4912	5253
存货	7385	9544	8130	8537	8891	财务费用	9406	10470	10309	10782	11295
其他流动资产	2934	2257	4365	4366	4366	资产减值损失	1188	1146	1035	967	1345
非流动资产合计	33015	341642	371273	397362	417410	公允价值变动收	-2.76	-20.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	19317	19370	19370	19878	10957	投资净收益	2212.1	1572.85	1529	1498	1598
固定资产	24507	246304	271750	25364	27364	营业利润	4095	3648	13290	18422	22756
无形资产	13728	13806	14683	13806	13806	营业外收入	394.48	175.86	200	200	200
其他非流动资产	62365	62149	65469	5648	5768	营业外支出	769.68	387.95	400	400	400
资产总计	37869	403441	428749	45567	46578	利润总额	3720	3436	13091	18222	22556
流动负债合计	15595	138206	152937	171148	180519	所得税	1573	1029	4444	6266	7549
短期借款	80251	61039	71448	89309	968290	净利润	2147	2407	8647	11967	15007
应付账款	13764	12475	15231	15928	16495	少数股东损益	353	969	2416	3527	4615
预收款项	1505	1354	1456	1465	1546	归属母公司净利	1793	1439	6231	8440	10392
一年内到期的非流	22631	25090	25465	25465	25468	EBITDA	46076	47465	45319	52680	59557
非流动负债合计	13054	163449	173449	183449	193450	EPS (元)	0.11	0.07	0.4	0.54	0.65
长期借款	10703	129548	139548	149567	159567	主要财务比率					
应付债券	15994	25985	25985	25992	25987	成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	28649	301655	326386	354597	373968	营业收入增长	7.94%	11.04%	7.12%	5.73%	6.23%
少数股东权益	16670	18552	20967	24495	29110	营业利润增长	-4.30%	-7.6%	264.3%	38.6%	23.5%
实收资本(或股本)	15200	15698	15698	15698	15698	营业利润增长	-3.38%	-17.4%	333.1%	35.4%	23.1%
资本公积	14913	18337	18336	18336	18336	归属于母公司净	1793	1439	6231	8440	10392
未分配利润	31965	30802	47361	44801	43193	获利能力					
归属母公司股东权	75533	83235	81396	78836	77228	毛利率(%)	11.31%	11.3%	16.1%	18.5%	20.0%
负债和所有者权益	37869	403441	428749	457928	480307	净利率(%)	1.41%	0.8%	3.4%	4.4%	5.1%
现金流量表						总资产净利润	0.47%	0.46%	0.65%	0.70%	0.68%
单位:百万元						ROE(%)	2.4%	1.7%	7.7%	10.7%	13.5%
经营活动现金流	29197	28892	48633	43481	51049	偿债能力	51%	35%	33%	30%	28%
净利润	2147	1439	6231	8440	10392	资产负债率(%)	76%	75%	76%	77%	78%
折旧摊销	32574	20998	23827	25331	27567	流动比率	0.31	0.45	0.38	0.35	0.35
财务费用	9406	10611	10771	11231	11745	速动比率	0.26	0.38	0.32	0.30	0.29
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.43	0.44	0.43	0.43
投资活动现金流	-6104	-20528	-51034	-49111	-44826	应收账款周转率	9.30	6.18	7.02	6.67	6.69
公允价值变动收益	-3	-20	-16	-14	-15	应付账款周转率	9.20	9.90	10.03	9.76	6.69
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2212	1573	1488	1560	1676	每股收益(最新摊	0.11	0.09	0.40	0.54	0.66
筹资活动现金流	4013	-2368	1567	5629	4539	每股净现金流(最	1.79	1.84	3.10	2.77	3.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	5.24	5.30	5.19	5.02	4.92
长期借款增加	0	0	13000	14500	15788	估值比率					
普通股增加	0	498	0	0	0	P/E	1.71	2.13	17.08	12.61	10.24
资本公积增加	-3338	2698	0	0	0	P/B	1.32	1.24	1.31	1.35	1.38
现金净增加额	-850	5996	1476	-938	356	EV/EBITDA	7.94%	10.38%	7.80%	7.24%	6.7%

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。