

# 华能国际 (600011)

证券研究报告  
2019年04月26日

**Q1 煤价下跌、毛利润增至 18%，电量电价下滑，公司业绩仍同比增 114%**

事件：

公司发布一季报：营收 456.52 亿元，同比增 5.15%；营业成本 372.93 亿元，同比减少 0.58%；公司毛利率为 18.31%，同比增加 4.82pct，相比 18 年底增加 7.01pct；公司归母净利润为 26.56 亿元，同比增 114.27%；EPS 为 0.16 元/股，同比增 100%。公司业绩大幅增加，主要原因为 Q1 燃料成本降低。

**供热业务增加、巴基斯坦并表、增值税调整、海外业务增加可能为 Q1 电量电价同比下滑、但营收同比增加 5%的主要原因**

2018 年底，巴基斯坦项目纳入合并报表，且为非同一控制下合并，不追溯业绩；巴基斯坦项目 19Q1 营业收入 13.87 亿元，净利润 1.63 亿元，并表后增厚公司营收与利润情况。18Q3，公司收购的莱芜发电、聊城热电、莱芜热电均为热电联产，有望带动公司供热业务明显增长。

19Q1 公司境内电量电价均同比下滑。Q1 浙江夹浦光伏 1.03MW、浙江西塘光伏 1.77MW、广西贵港七星岭风电 24.5MW 投产；山东莱州风电部分机组 45MW 关停；公司控股装机为 105,973 兆瓦。Q1 公司境内发电量 1038.39 亿千瓦时，同比降 0.45%；售电量 982.55 亿千瓦时，同比降 0.06%；平均电价 421.87 元/兆瓦时，同比降 0.40%；主要原因：①全社会用电量增速放缓；②公司火电比重较大，一季度全国水电风电核电电量高速增长，挤占火电发电空间；③华东地区受控煤政策影响，火电发电量受到影响。

公司电量、电价同比下滑的情况下，营收与 18Q1 重述相比，增 22.36 亿元，我们推测原因为：①巴基斯坦项目自 18 年底并表，19Q1 营收 13.87 亿元，净利润 1.63 亿元，增厚公司营收与利润情况；②推测供热业务可能会明显增长，一方面是公司拓展热力业务的原因，另外公司 18Q3 收购的莱芜发电、聊城热电、莱芜热电均为热电联产，有望带动公司供热业务明显增长；③18 年 5 月增值税率从 17% 下调到 16%，因此 19Q1 不含税电价为 363.68 元/兆瓦时，比 18Q1 (362.01 元/兆瓦时) 增加 0.46%，根据售电量测算出发电业务营收增幅是 1.44 亿元；④新加坡电厂市场占有率提高 0.5pct。

**Q1 煤价下滑，营业成本同比减少 0.58%，带动公司业绩同比增加 114%**

Q1 公司营收同比增 5.15%，但营业成本同比减少 0.58%，因此毛利率为 18.31%，同比增加 4.82pct，相比 18 年底增加 7.01pct。与 18Q1 相比，19Q1 动力煤价格明显下降，且燃煤、燃机发电量均同比下滑的情况下，公司营业成本并未大幅减少，推测可能为公司供热业务增加、海外业务成本增加。

**盈利预测：**公司 Q1 归母净利润为 26.56 亿元，同比增 114.27%，我们上调将对公司盈利预测，将 2019-2020 年归母净利润从 27、39.2 亿元上调到 58.52、67.58 亿元，对应 EPS 从 0.17、0.25 元/股上调到 0.37、0.43 元/股。

**风险提示：**动力煤价格居高不下，燃煤标杆电价下调，市场电过度折价，用电量大幅下滑，弃风弃光严重

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	152,459.44	169,861.16	177,559.20	180,330.86	183,389.51
增长率(%)	33.95	11.41	4.53	1.56	1.70
EBITDA(百万元)	32,052.69	33,353.27	33,699.38	34,970.11	36,504.22
净利润(百万元)	1,793.15	1,438.88	5,851.76	6,757.79	7,735.36
增长率(%)	(79.66)	(19.76)	306.69	15.48	14.47
EPS(元/股)	0.11	0.09	0.37	0.43	0.49
市盈率(P/E)	58.39	72.77	17.89	15.49	13.54
市净率(P/B)	1.39	1.26	1.37	1.31	1.22
市销率(P/S)	0.69	0.62	0.59	0.58	0.57
EV/EBITDA	9.82	10.05	8.84	8.42	7.23

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 公用事业/电力  
6 个月评级 买入 (维持评级)  
当前价格 6.67 元  
目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 10,997.71  
流通 A 股股本(百万股) 10,500.00  
A 股总市值(百万元) 73,354.73  
流通 A 股市值(百万元) 70,035.00  
每股净资产(元) 4.84  
资产负债率(%) 73.63  
一年内最高/最低(元) 8.19/5.78

作者

于夕蒙 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518050001  
yuximeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华能国际-年报点评报告:高煤价等多因素削弱毛利，叠加资产减值至公司业绩下滑》 2019-03-21
- 《华能国际-季报点评:燃料价格上升、投资收益下降，致 Q3 业绩低于预期》 2018-10-25
- 《华能国际-半年报点评:上半年业绩增 170%，火电利用小时持续改善》 2018-08-01



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,364.82	15,832.79	14,204.74	14,426.47	14,671.16	营业收入	152,459.44	169,861.16	177,559.20	180,330.86	183,389.51
应收票据及应收账款	25,447.59	29,278.94	23,074.84	20,493.72	23,813.82	营业成本	135,209.27	150,659.44	151,123.34	152,933.24	154,630.97
预付账款	564.61	1,256.43	530.78	1,160.73	641.94	营业税金及附加	1,376.31	1,807.21	1,882.13	1,911.51	1,943.93
存货	7,385.41	9,543.69	8,363.76	8,783.22	9,342.72	营业费用	17.47	42.18	35.51	36.07	36.68
其他	4,997.23	4,462.09	6,296.57	4,124.16	6,256.35	管理费用	3,968.79	4,233.22	4,794.10	4,868.93	4,951.52
<b>流动资产合计</b>	<b>47,759.68</b>	<b>60,373.94</b>	<b>52,470.68</b>	<b>48,988.31</b>	<b>54,725.99</b>	研发费用	0.00	46.22	53.27	54.10	55.02
长期股权投资	19,317.25	19,370.30	19,430.30	19,500.30	19,580.30	财务费用	9,405.74	10,470.29	10,021.76	8,998.12	7,816.24
固定资产	245,082.55	246,317.45	243,973.79	237,174.74	227,689.46	资产减值损失	1,188.49	1,146.15	1,500.00	1,500.00	1,500.00
在建工程	28,347.52	26,020.19	15,648.12	9,436.87	5,692.12	公允价值变动收益	(2.76)	(20.01)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
无形资产	13,728.22	13,805.70	13,517.90	13,230.11	12,942.31	投资净收益	2,212.19	1,572.85	2,485.00	2,585.00	2,685.00
其他	23,680.47	36,128.75	25,270.84	27,765.43	29,520.50	其他	(5,011.30)	(3,744.82)	(4,930.00)	(5,130.00)	(5,330.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>330,156.02</b>	<b>341,642.39</b>	<b>317,840.94</b>	<b>307,107.45</b>	<b>295,424.69</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,095.23</b>	<b>3,648.44</b>	<b>10,614.09</b>	<b>12,593.90</b>	<b>15,120.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>378,693.73</b>	<b>403,441.46</b>	<b>371,091.45</b>	<b>357,090.09</b>	<b>351,217.10</b>	营业外收入	394.48	175.86	176.00	176.00	176.00
短期借款	80,251.35	61,038.77	96,555.26	104,295.96	113,090.42	营业外支出	769.68	387.95	388.00	388.00	388.00
应付票据及应付账款	15,496.48	14,683.71	17,768.24	13,779.72	18,246.65	<b>利润总额</b>	<b>3,720.04</b>	<b>3,436.35</b>	<b>10,402.09</b>	<b>12,381.90</b>	<b>14,908.16</b>
其他	60,202.67	62,483.74	69,695.46	57,779.18	70,674.82	所得税	1,573.47	1,028.95	2,600.52	3,095.48	3,727.04
<b>流动负债合计</b>	<b>155,950.49</b>	<b>138,206.22</b>	<b>184,018.95</b>	<b>175,854.86</b>	<b>202,011.89</b>	<b>净利润</b>	<b>2,146.57</b>	<b>2,407.41</b>	<b>7,801.57</b>	<b>9,286.43</b>	<b>11,181.12</b>
长期借款	107,030.96	129,548.16	65,464.68	50,806.93	8,629.74	少数股东损益	353.42	968.53	1,949.81	2,528.63	3,445.76
应付债券	15,993.83	25,984.66	18,053.82	20,010.77	21,349.75	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,793.15</b>	<b>1,438.88</b>	<b>5,851.76</b>	<b>6,757.79</b>	<b>7,735.36</b>
其他	7,514.78	7,916.22	6,904.34	7,445.11	7,421.89	每股收益(元)	0.11	0.09	0.37	0.43	0.49
<b>非流动负债合计</b>	<b>130,539.57</b>	<b>163,449.04</b>	<b>90,422.84</b>	<b>78,262.82</b>	<b>37,401.38</b>						
<b>负债合计</b>	<b>286,490.06</b>	<b>301,655.26</b>	<b>274,441.79</b>	<b>254,117.67</b>	<b>239,413.27</b>						
少数股东权益	16,670.33	18,551.57	20,403.89	22,890.37	26,259.56	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	15,200.38	15,698.09	15,698.09	15,698.09	15,698.09	<b>成长能力</b>					
资本公积	14,913.24	18,336.97	18,336.97	18,336.97	18,336.97	营业收入	33.95%	11.41%	4.53%	1.56%	1.70%
留存收益	55,064.62	57,324.92	60,547.68	64,383.95	69,846.18	营业利润	-71.04%	-10.91%	190.92%	18.65%	20.06%
其他	(9,644.90)	(8,125.36)	(18,336.97)	(18,336.97)	(18,336.97)	归属于母公司净利润	-79.66%	-19.76%	306.69%	15.48%	14.47%
<b>股东权益合计</b>	<b>92,203.67</b>	<b>101,786.20</b>	<b>96,649.66</b>	<b>102,972.41</b>	<b>111,803.83</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>378,693.73</b>	<b>403,441.46</b>	<b>371,091.45</b>	<b>357,090.09</b>	<b>351,217.10</b>	毛利率	11.31%	11.30%	14.89%	15.19%	15.68%
						净利率	1.18%	0.85%	3.30%	3.75%	4.22%
						ROE	2.37%	1.73%	7.67%	8.44%	9.04%
						ROIC	3.40%	3.34%	5.12%	6.01%	6.37%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	75.65%	74.77%	73.96%	71.16%	68.17%
						净负债率	234.85%	221.87%	192.79%	178.12%	135.20%
						流动比率	0.31	0.45	0.29	0.28	0.28
						速动比率	0.26	0.38	0.24	0.23	0.23
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.29	6.21	6.78	8.28	8.28
						存货周转率	21.38	20.07	19.83	21.03	20.24
						总资产周转率	0.44	0.43	0.46	0.50	0.52
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.11	0.09	0.37	0.43	0.49
						每股经营现金流	1.86	1.84	3.78	0.80	2.54
						每股净资产	4.81	5.30	4.86	5.10	5.45
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.39	72.77	17.89	15.49	13.54
						市净率	1.39	1.26	1.37	1.31	1.22
						EV/EBITDA	9.82	10.05	8.84	8.42	7.23
						EV/EBIT	24.38	24.77	14.43	13.64	11.50

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com