



2019-07-31

公司点评报告

买入/调高

华能国际(600011)

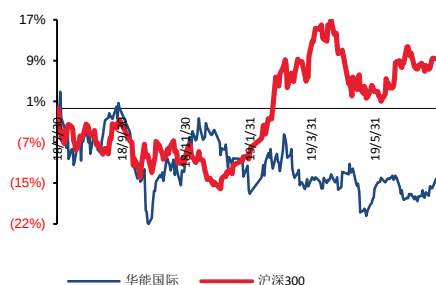
目标价: 7.8

昨收盘: 6.51

公用事业 公用事业 II

燃料端成本下行大幅改善利润，看好动力煤持续下行及电改龙头优势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	15,698/15,200
总市值/流通(百万元)	102,666/99,411
12个月最高/最低(元)	7.95/5.97

相关研究报告:

《量价齐升助 2018 年盈利改善，2019 年有望迎来成本端价格下降》
20190320

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：晏溶

E-MAIL: yanrong@tpyzq.com

执业资格证书编码：S0100117060016

一、事件概述

公司发布 2019 年半年度报告：报告期内公司实现营业收入 834.17 亿元，较上年同期上升 0.88%；营业成本为 697.35 亿元，较上年同期下降 2.85%；归属于上市公司股东的净利润 38.20 亿元，同比上期增长 79.11%，基本每股收益 0.23 元，同比上期增长 76.92%。

二、分析与判断

燃料成本端下行，结算电价微增，大幅改善边际利润。2019 年上半年，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 419.51 元/兆瓦时，同比增长 0.22%；受煤炭价格同比下降的影响，2019 年上半年公司境内火电厂售电单位燃料成本为 223.81 元/兆瓦时，同比下降 5.57%，上半年共计发生燃料成本 473.18 亿元，较上年同期下降 9.19%。本期归母净利润大幅增长 79.11%，主要系燃料成本的大幅下降所致。以秦皇岛港口 5500 大卡动力煤为例，1-6 月份均价为 609 元/吨，同比回落 62 元/吨，跌幅 9.24%，行业整体价格受环保督查、矿难、及进口煤限制等因素叠加，降幅不及预期，但公司通过预付票据及账款等方式提前布局锁定优惠煤价，密切跟踪政策及国内外煤炭市场的变化，加强与有竞争力的大矿的合作，确保长协煤履约，大大降低了燃料成本，体现出公司作为全国最大的发电企业之一的成本控制及议价能力。未来看好煤价持续下行，持续惠及公司，改善利润。

二季度全社会用电量回落叠加水电挤压，公司发电量不及预期。公司布局全国 26 个省市电厂，截至 2019 年 6 月 30 日，拥有可控发电装机容量 106,136 兆瓦，权益发电装机容量 93,520 兆瓦，天然气、水电、风电、太阳能和生物质发电等清洁能源装机占比 16.05%，装机结构进一步优化。2019 年第二季度，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成发电量 915.36 亿千瓦时，同比下降 11.86%；完成售电量 867.78 亿千瓦时，同比下降 11.52%。整体 2019 年上半年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成发电量 1,953.75 亿千瓦时，同比下降 6.15%；完成售电量 1,850.32 亿千瓦时，同比下降 5.78%。与此同时，从需求角度看，今年上半年全社会用电量 33980 亿千瓦时，同比增长 5%，低于去年全年 8.5% 的用电增速，整体用电增速回落。加之，今年二季度开始，降水偏丰，上半年全国规模以上电厂水电发电量 5138 亿千瓦时，同比增长 11.8%，受来水偏丰，水电挤压，火电日耗难以提升，全国规模以上火电厂发电量 24487 亿千瓦时，同比仅增长 0.2%。用电增速大幅下滑叠加水电挤压，公司发电量大幅减少。

中国电改迎来全面市场化交易时代，看好公司作为优质龙头企业燃料成本控制优势。根据国家发展改革委下发的《关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》，全面放开经营性电力用户发用电计划，提高电力交易市场化程度，即经营性电力用户的发用电计划原则上全部放开。2019 年上半年，公司结算市场化交易电量 875.53 亿千瓦时，交易电量比例为 47.05%，比去年同期增长 10.15%。未来伴随市场的放开，市场交易电量占比将不断增长，结算电价可能逐步走低，因此，一方面区域用电需求旺盛、市场开拓能力强、装机结构优质的电力企业有望持续受益；另一方面，看好公司作为火电龙头企业，提前布局锁定优惠煤价，通过降低成本来弥补电价降幅，未来火电市场面临电改洗牌后，将呈现出强者恒强的局面。

三、盈利预测与投资建议

公司作为业内龙头，在上半年动力煤价格回落同时，积极通过预付票据及账款等方式提前布局锁定优惠煤价，确保长协煤履约，大大降低了燃料成本，从而确保了半年度利润的大幅增长。我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 1771、1837、1901 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 53.47、62.26、80.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.40、0.51 元/股，对应 PE 分别为 19、16、13 倍，给予“买入”评级。

四、风险提示

1、动力煤价格下降不及预期；2、全社会用电量增速不及预期；3、电力结算价格下降。

盈利预测和财务指标：

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	152459	169861	177166	183744	190149
(+/-%)	10.36%	11.04%	4.3%	3.71%	3.49%
归属母公司净利润	1793.15	1438.88	5347	6226	8062
(+/-%)	-82.73%	-17.42%	271.61%	16.44%	29.49%
摊薄每股收益(元)	0.079	0.054	0.341	0.397	0.514
市盈率(PE)	52.3	80.52	19.11	16.41	12.68

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9365	15833	14926	30532	44109	营业收入	15245	169861	177166	183744	190149
应收和预付款项	22401	25914	26542	26560	27944	营业成本	13520	150659	150970	154710	156322
存货	7385	9544	9067	9150	9158	营业税金及附加	1376	1807	1721	1812	1882
其他流动资产	9386	10497	17951	15691	16864	销售费用	17	42	26	29	32
流动资产合计	48538	61788	68486	81932	98076	管理费用	3969	4233	4811	4939	5060
长期股权投资	19317	19370	19370	19370	19370	财务费用	9406	10470	8791	8814	8424
投资性房地产	217	233	233	233	233	资产减值损失	1188	1146	0	0	0
固定资产	245079	246304	243765	239863	234165	投资收益	2212	1573	1921	1853	1829
在建工程	26397	23265	23063	22250	21254	公允价值变动	-3	-20	0	0	0
无形资产开发支出	13728	13806	14210	14608	14977	营业利润	4095	3621	12767	15294	20259
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-375	-212	-193	-230	-215
其他非流动资产	330156	339677	349501	341130	336157	利润总额	3720	3408	12574	15064	20045
资产总计	378694	401465	417987	423062	434233	所得税	1573	1029	3973	4825	6503
短期借款	80251	61039	61039	61039	61039	净利润	2147	2379	8601	10239	13542
应付和预收款项	15269	12475	14974	15014	14974	少数股东损益	353	969	3254	4013	5479
长期借款	107031	129548	129548	129548	129548	归母股东净利润	1793	1411	5347	6226	8062
其他负债	83939	96617	105273	102978	103306						
负债合计	286490	299679	310834	308579	308867	预测指标					
股本	15200	15698	15698	15698	15698		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	14913	18337	18337	18337	18337	毛利率	11.31%	11.30%	14.79%	15.80%	17.79%
留存收益	40151	38988	41101	44417	49821	销售净利率	1.18%	0.83%	3.02%	3.39%	4.24%
归母公司股东权益	75533	83235	85347	88664	94068	销售收入增长率	33.95%	11.41%	4.30%	3.71%	3.49%
少数股东权益	16670	18552	21806	25819	31299	EBIT 增长率	-38.34%	5.74%	53.94%	11.76%	19.22%
股东权益合计	92204	101786	107153	114483	125366	净利润增长率	-79.66%	-21.32%	278.94%	16.45%	29.49%
负债和股东权益	378694	401465	417987	423062	434233	ROE	2.37%	1.70%	6.26%	7.02%	8.57%
						ROA	0.47%	0.35%	1.28%	1.47%	1.86%
现金流量表(百万)						ROIC	2.63%	3.26%	4.82%	5.50%	6.58%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(X)	0.11	0.07	0.34	0.40	0.51
经营性现金流	29197	28892	38168	40133	42672	PE(X)	56.09	105.43	19.11	16.41	12.68
投资性现金流	-34060	-20528	-28620	-12106	-16998	PB(X)	1.24	1.39	1.20	1.15	1.09
融资性现金流	4013	-2368	-10455	-12421	-12096	PS(X)	0.62	0.68	0.58	0.56	0.54
现金增加额	10	26	0	0	0	EV/EBITDA(X)	9.61	10.13	7.85	6.81	5.76

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。