

华能国际 (600011)

东方不亮西方亮，燃料成本显著回落

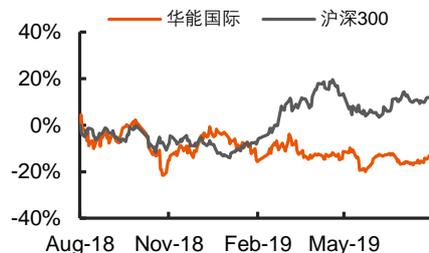
中性 (维持)

现价: 6.51 元

主要数据

行业	电力
公司网址	www.hpi.com.cn www.hpi-ir.com.hk
大股东/持股	华能国际电力开发公司 /32.28%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	15,698
流通 A 股(百万股)	10,500
流通 B/H 股(百万股)	4,700
总市值 (亿元)	902.61
流通 A 股市值(亿元)	683.55
每股净资产(元)	4.89
资产负债率(%)	73.8

行情走势图



相关研究报告

《华能国际*600011*业绩不及预期》
2019-03-20

《华能国际*600011*旺季亏损, 全年业绩恐难及预期》 2018-10-24

《华能国际*600011*盈利持续改善, 反弹幅度仍待提升》 2018-08-03

证券分析师

严家源 投资咨询资格编号
S1060518110001
021-20665162
YANJIAUYUAN712@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布2019年半年度报告, 报告期内实现营业收入834.17亿元, 同比增长0.88% (经重述); 归属于上市公司股东的净利润38.20亿元, 同比增长79.11% (经重述)。

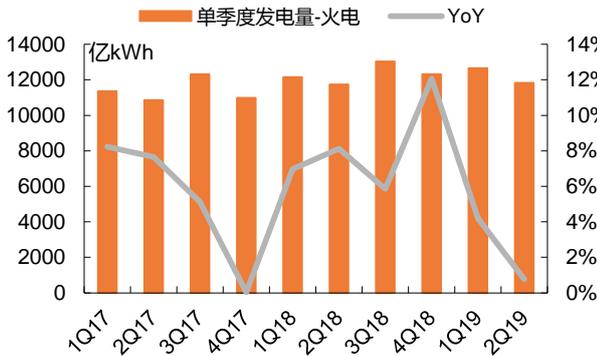
平安观点:

- **发电增速下滑超过均值, 上网电价保持稳定:** Q2 公司完成发电量 915.36 亿千瓦时, 同比下降 11.9%, 低于公司上年同期增速 26.4 个百分点、低于同期全国火电发电量增速 12.7 个百分点。这主要是因为公司在沿海省份有较多机组分布, 而上半年这些地区的发、用电增速明显下滑。另一方面, Q2 公司含税平均上网电价 416.83 元/兆瓦时, 同比增长 0.8%。
- **东方不亮西方亮, 境外营收增长抵消国内营收下滑:** 公司 Q2 发/售电量同比下降 11.9%/11.5%, 含税电价同比基本持平; 即使考虑到 4 月 1 日起增值税税率下调 3% 对公司国内电力板块营收贡献的约 8.28 亿元, 上半年国内电力业务仍减少 25.14 亿元, 同比下降 3.6%。但境外巴基斯坦和新加坡的营收增长超过国内营收下滑, 因此 1H19 营收仍录得正增长。
- **燃料成本显著回落, 利润增速受营收下滑影响而放缓:** 1H19 公司燃料成本较 1H18 减少了 42.81 亿元; 推动营业成本 (重述前) 减少了 18.32 亿元, 同比下降 2.6%。这主要出现在 Q2, 单季度营业成本减少了 17.02 亿元, 同比下降 5.0%。但因为 Q2 营收也下降了 3.5%, 利润增速相比 Q1 大幅放缓, 单季度归母净利润同比增速由 Q1 的 117.9% 降至 28.0%。
- **投资建议:** Q2 公司营收、成本均出现明显下降, 利润增速环比趋缓。在水、核等清洁能源持续高输出的局面中, 下半年若用电需求仍不见起色, 则公司作为火电龙头可能还会面临较大压力。我们根据上半年全国煤价和公司燃料成本情况、以及全年煤价形势预判, 调整对公司的盈利预测, 预计 19/20/21 年 EPS 为 0.33/0.41/0.45 元 (前值 0.28/0.35/0.38), 对应 7 月 30 日收盘价 PE 分别为 20.0/15.8/14.5 倍, 维持“中性”评级。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	152459	169861	162197	164475	165236
YoY(%)	34.0	11.4	-4.5	1.4	0.5
净利润(百万元)	1793	1439	5112	6465	7067
YoY(%)	-79.7	-19.8	255.3	26.5	9.3
毛利率(%)	11.3	11.3	14.9	15.8	16.0
净利率(%)	1.2	0.8	3.2	3.9	4.3
ROE(%)	2.3	2.4	7.9	9.3	9.6
EPS(摊薄/元)	0.11	0.09	0.33	0.41	0.45
P/E(倍)	57.0	71.0	20.0	15.8	14.5
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

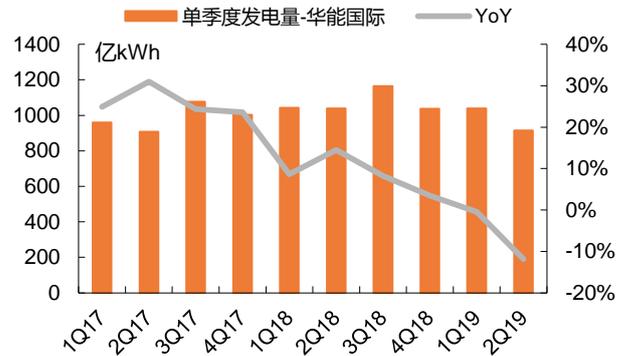
- **风险提示：**1) 利用小时下降。电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响，将直接影响到发电设备的利用小时数。2) 上网电价降低。下游用户侧降低销售电价的政策可能向上游发电侧传导，导致上网电价降低；随着电改的推进，电力市场化交易规模不断扩大，可能拉低平均上网电价。3) 煤炭价格上升。煤炭优质产能的释放进度落后，且安监、环保限产进一步压制了煤炭的生产和供应，导致电煤价格难以得到有效控制。

图表1 1Q17-2Q19 全国单季度火电发电量



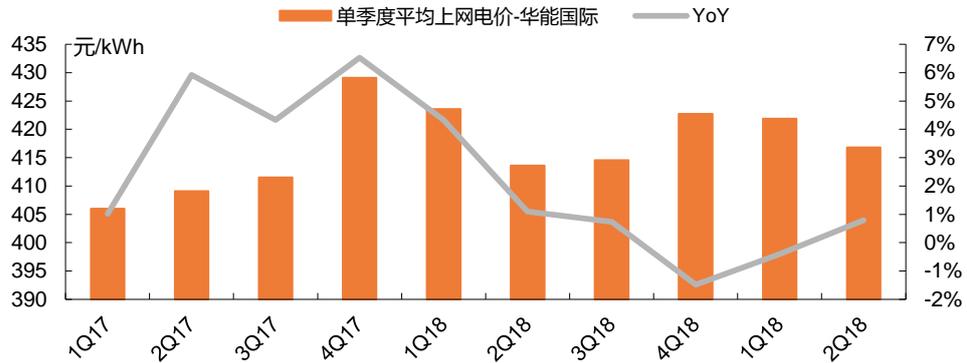
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表2 1Q17-2Q19 华能国际单季度发电量



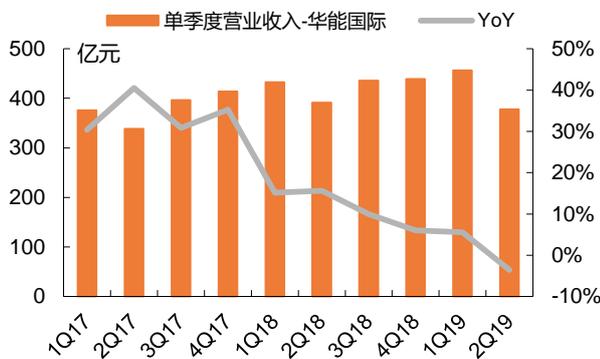
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表3 1Q17-2Q19 华能国际单季度平均上网结算电价



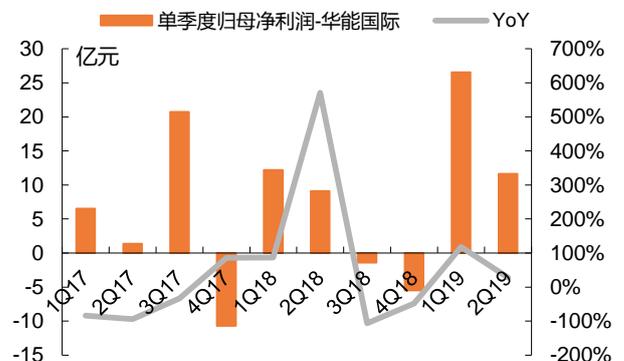
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 1Q17-2Q19 华能国际单季度营业收入



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 1Q17-2Q19 华能国际单季度归母净利润



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	61799	58494	70205	59219
现金	15833	23050	23373	23482
应收票据及应收账款	29279	22978	30013	23224
其他应收款	1517	1655	1562	1669
预付账款	1256	482	1281	491
存货	9544	5959	9606	5984
其他流动资产	4370	4370	4370	4370
非流动资产	341642	315777	306273	293867
长期投资	19370	23126	27623	32120
固定资产	246317	222839	212618	199006
无形资产	13806	13595	13382	13167
其他非流动资产	62149	56217	52651	49574
资产总计	403441	374271	376478	353087
流动负债	138206	135656	158239	156504
短期借款	61039	63378	83669	84117
应付票据及应付账款	14684	12954	14794	12998
其他流动负债	62484	59324	59776	59389
非流动负债	163449	129846	102231	73277
长期借款	155533	121930	94315	65361
其他非流动负债	7916	7916	7916	7916
负债合计	301655	265502	260471	229781
少数股东权益	18552	21992	26344	31101
股本	15698	15698	15698	15698
资本公积	18337	18337	18337	18337
留存收益	38988	41554	44799	48346
归属母公司股东权益	83235	86777	89663	92205
负债和股东权益	403441	374271	376478	353087

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	28892	40386	23688	42213
净利润	2407	8553	10817	11823
折旧摊销	19852	17698	17965	18390
财务费用	10470	9100	8208	7298
投资损失	-1573	-3424	-4165	-4165
营运资金变动	8597	8503	-9094	8909
其他经营现金流	-10862	-43	-43	-43
投资活动现金流	-20528	11636	-4254	-1776
资本支出	20707	-29622	-14000	-16903
长期投资	-464	-3756	-4497	-4497
其他投资现金流	-284	-21742	-22750	-23175
筹资活动现金流	-2368	-45459	-48165	-44316
短期借款	-19213	1685	-8764	-3539
长期借款	32508	-33603	-27615	-28954
普通股增加	498	0	0	0
资本公积增加	3424	0	0	0
其他筹资现金流	-19585	-13541	-11787	-11823
现金净增加额	6022	6563	-28731	-3880

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	169861	162197	164475	165236
营业成本	150659	137967	138519	138738
营业税金及附加	1807	1581	1635	1626
营业费用	42	40	41	41
管理费用	4233	4042	4099	4118
研发费用	46	44	45	45
财务费用	10470	9100	8208	7298
资产减值损失	1146	1094	1110	1115
其他收益	625	625	625	625
公允价值变动收益	-20	-13	-13	-13
投资净收益	1573	3424	4165	4165
资产处置收益	56	56	56	56
营业利润	3648	12420	15652	17089
营业外收入	176	176	176	176
营业外支出	388	388	388	388
利润总额	3436	12208	15440	16877
所得税	1029	3656	4623	5053
净利润	2407	8553	10817	11823
少数股东损益	969	3441	4352	4757
归属母公司净利润	1439	5112	6465	7067
EBITDA	32857	38388	40863	41873
EPS (元)	0.09	0.33	0.41	0.45

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	11.4	-4.5	1.4	0.5
营业利润(%)	-10.9	240.4	26.0	9.2
归属于母公司净利润(%)	-19.8	255.3	26.5	9.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	11.3	14.9	15.8	16.0
净利率(%)	0.8	3.2	3.9	4.3
ROE(%)	2.4	7.9	9.3	9.6
ROIC(%)	2.7	4.8	5.4	6.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	74.8	70.9	69.2	65.1
净负债比率(%)	228.6	175.9	158.3	125.7
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	10.0	10.0	10.0	10.0
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.33	0.41	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.57	1.51	2.69
每股净资产(最新摊薄)	4.66	4.89	5.07	5.23
估值比率	-	-	-	-
P/E	71.0	20.0	15.8	14.5
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.8	8.2	7.6	6.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033