

2019 年 07 月 31 日

宋秋忆

C70445@capital.com.tw

目标价(元)

7.5RMB/5.2HKD

公司基本信息

產業別	公用事业
A 股价(2019/7/31)	6.52
上证指数(2019/7/31)	2932.51
股價 12 個月高/低	7.85/5.69
總發行股數(百萬)	15698.09
A 股數(百萬)	10500.00
A 市值(億元)	684.60
主要股東	华能国际电力 开发公司 (32.28%)
每股淨值(元)	4.85
股價/賬面淨值	1.34
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年 4.3 -1.9 -14.0

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2018-10-24	6.17	持有

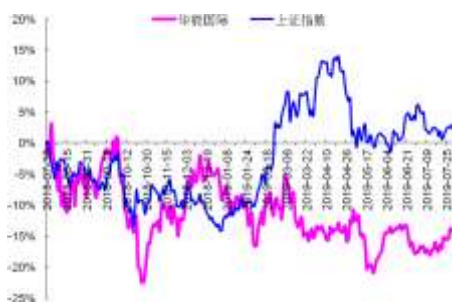
产品组合

电力及热力	99.72%
-------	--------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.3%
一般法人	86.1%

股价相对大盘走势



华能国际(600011/00902.HK)

BUY/买入

受益煤价下行，H1 业绩同比增长 79%

结论与建议：

公司发布 2019 年半年报，2019 年 H1 实现营业收入 834.17 亿元，同比增长 0.88%，归母净利润 38.20 亿元，同比增长 79.11%，增长主要来自于煤价下降，毛利率提升 3 个百分点至 16.40%。

19 年煤价平稳下行，呈现旺季不旺淡季不旺的态势，秦岛 5500 大卡同比下降 9%，预计下半年仍将保持平稳下行的趋势，预计 2019/2020 年实现归母净利润 56.49/70.67 亿元，同比增长 292.62%/25.09%，EPS 分别为 0.360/0.450 元，对应 A 股 PE 为 18/14.5 倍，港股 PE 为 11/9 倍。给予买入建议。

- **受宏观影响发电量下滑 6%：**上半年公司完成发电量/售电量 1953.75/1850.32 亿千瓦时，同比下降 6.15%/5.78%，其中 Q1/Q2 发电量同比下降 0.45%/11.86%，二季度下滑较多，主要因全国用电增速明显回落，同时上半年水电大幅增长、沿海地区外来电大幅增长，均挤占公司火电发电空间。电价方面，市场化交易比例进一步提高 10.15 个百分点至 47.05%，但平均上网电价同比微增 0.22%，叠加二季度增值税下降 3 个百分点，弥补发电量下滑对营收的影响。
- **二季度业绩承压：**第二季度实现营收 377.66 亿元，同比下降 3.83%，实现归母净利润 11.64 亿元，同比增长 30.32%，营收下滑主要受到发电量大幅下滑拖累，但增值税下调 3 个百分点弥补公司营收，二季度秦岛 5500 煤价同比下降 2%，公司同步反应毛利率提高 1.3 个百分点至 14.1%，但公司期间计提资产减值 3.1 亿元（18 年同期 79 万）拖累业绩。
- **煤价平稳下行趋势确认：**火电股受煤价影响远高于发电量影响，故公司在上半年发电量下滑凭借煤价下行实现业绩高增。19 年以来煤价呈现稳步下行趋势，旺季不旺淡季不旺，以秦岛 5500 大卡价格来看，上半年均价为 605.37 元/吨，同比下降 9%。公司上半年单位燃煤成本 223.81 元/兆瓦时，同比下降 5.57%，毛利率提升 3 个百分点至 16.40%。步入七月以来，需求不足且先进产能释放，煤价仍然呈现旺季不旺的弱势特征，预计下半年仍将保持平稳下行的趋势。
- **盈利预测：**19 年煤价平稳下行，呈现旺季不旺淡季不旺的态势，秦岛 5500 大卡同比下降 9%，预计下半年仍将保持平稳下行的趋势，预计 2019/2020 年实现归母净利润 56.49/70.67 亿元，同比增长 292.62%/25.09%，EPS 分别为 0.360/0.450 元，对应 A 股 PE 为 18/14.5 倍，港股 PE 为 11/9 倍，给予买入建议。
- **风险提示：**1、发电增速下滑超预期；2、煤价上行。

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	8814.29	1793.15	1438.88	5649.28	7066.95
同比增减	%	-36.06%	-79.66%	-19.76%	292.62%	25.09%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.561	0.114	0.092	0.360	0.450
同比增减	%	-36.06%	-79.66%	-19.76%	292.62%	25.09%
A 股市盈率(P/E)	X	11.59	56.99	71.02	18.09	14.46
股利(DPS)	RMB 元	0.071	0.009	0.041	0.126	0.158
股息率(Yield)	%	1.08%	0.14%	0.64%	1.93%	2.42%

=预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	113,814	152,459	169,861	166,366	186,184
经营成本	89,390	135,209	150,659	140,602	156,097
营业税金及附加	1,178	1,376	1,807	1,747	1,955
销售费用	16	17	42	83	93
管理费用	3,336	3,969	4,233	4,159	4,655
财务费用	6,921	9,406	10,470	9,982	11,171
资产减值损失	1,205	1,188	1,146	1,000	1,000
投资收益	2,383	2,212	1,573	1,500	1,600
营业利润	14,139	4,095	3,648	10,293	12,813
营业外收入	981	394	176	150	100
营业外支出	754	770	388	400	350
利润总额	14,366	3,720	3,436	10,043	12,563
所得税	3,580	1,573	1,029	2,511	3,141
少数股东损益	1,972	353	969	1,883	2,356
归属于母公司所有者的净利润	8,814	1,793	1,439	5,649	7,067

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	7,882	9,365	15,833	17,099	18,467
应收帐款	17,983	26,956	29,279	30,743	32,280
存货	6,879	7,385	9,544	10,021	10,522
流动资产合计	36,967	48,538	61,799	59,541	63,046
长期投资净额	19,420	19,317	19,370	20,339	21,356
固定资产合计	195,000	245,079	246,317	248,781	251,268
在建工程	24,404	26,397	26,020	27,842	29,791
无形资产	33,627	39,363	49,934	79,215	92,042
资产总计	309,418	378,694	403,441	435,717	457,503
流动负债合计	130,196	155,950	138,206	149,263	170,159
长期负债合计	82,455	130,540	163,449	169,987	176,786
负债合计	212,652	286,490	301,655	319,250	346,946
少数股东权益	15,245	16,670	18,552	14,225	14,597
股东权益合计	81,522	75,533	83,235	102,242	95,960
负债和股东权益总计	309,418	378,694	403,441	435,717	457,503

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	3,103	3,023	3,125	3,516	3,129
投资活动产生的现金流量净额	-7,011	-7,098	-6,114	-2,963	-3,025
筹资活动产生的现金流量净额	5,247	3,382	1,201	1,503	770
现金及现金等价物净增加额	1,338	-693	-1,787	760	874

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证|@持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证|@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。