

2019年08月01日

华能国际 (600011.SH)

中报点评：燃料成本下行叠加电价改善，助推上半年业绩高增长

■事件：根据公司半年报，2019年上半年实现归母净利润38.2亿元，同比增长79%，二季度实现归母净利润11.6亿元，同比增长30%。业绩同比大幅改善，基本符合预期。

■不含税电价上调叠加进口煤价走弱，业绩持续高增。受二季度水电、核电出力增加及气温偏低影响，公司发售电量大幅下降。根据公告，2019年第二季度，公司境内电厂发、售电量分别完成915.4亿Kwh (-11.9%)和867.8亿Kwh (-11.5%)。同时，公司的市场化比例大幅提升。2019年上半年，公司市场化交易电量875.5亿千瓦时，市场化比例为47.1%，同比提高10个百分点。发售电量下降叠加市场化比例提升，无碍公司业绩高增。一方面，增值税下调及电价折扣缩窄推动不含税电价提升。根据公告，2019年上半年，公司平均上网结算电价(含税)为0.4195元/Kwh (+0.22%)，主要是由于华东、广东及山东地区电力供需格局改善，市场化折扣缩窄。同时，从今年二季度开始，火电增值税从16%下调至13%，间接提升不含税上网电价约为0.8分/Kwh。另一方面，公司进口煤占比约20%，进口煤价大幅下降，国内现货煤价同比小幅下调，2019年上半年境内火电单位燃料成本223.8元/兆瓦时(-5.6%)，确保火电盈利持续改善。此外，公司的投资收益同比上升85.2%，主要是由于按权益法核算的对于深能股份等公司长期股权投资投资收益增加。

■火电盈利改善可持续，风电有望成为新的利润增长点。火电业务有望受益于煤价下行实现业绩高增长。煤炭供给侧改革彰显成效，政策出台系列措施促使煤价逐步回归绿色合理区间。从煤炭供需基本面看，目前库存处高位，煤价旺季不旺，铁路运价运量均有望改善，煤价步入中长期下行通道。同时，宏观经济运行稳中偏弱，预计2019年全年全社会用电量保持5%左右的中速增长，存量火电机组的利用效率提升。公司火电占比高，具有煤价高弹性特点，有望受益于煤价下行。同时，公司的电力市场价比重接近50%，后续市场化比例大幅增长的空间有限，综合上网电价有望保持平稳。同时，新领导入主华能，精简项目审批流程，积极开发盈利较好的陆上风电和海上风电项目。公司的陆上风电项目及海上风电项目均位于资源丰富地带，如果得到电网公司的特高压通道支持，解决风电消纳的后顾之忧。依托公司的低融资成本优势，有望通过自主开发和外延并购风电项目，将风电打造成为公司新的利润增长点。

■煤价走弱叠加利用小时数提升和市场化电价折价缩窄，火电龙头盈

公司快报

证券研究报告

火电

投资评级 **增持-A**

维持评级

6个月目标价：**7.5元**
股价(2019-07-31) **6.52元**

交易数据

总市值(百万元)	102,351.57
流通市值(百万元)	68,460.00
总股本(百万股)	15,698.09
流通股本(百万股)	10,500.00
12个月价格区间	5.97/7.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.71	2.38	-16.19
绝对收益	4.15	-1.87	-13.97

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn
010-83321051

相关报告

华能国际：华能国际公司快报/邵琳琳	2019-04-26
华能国际：年报点评：多因素致18年业绩承压，静待煤价下行及新能源项目投产/邵琳琳	2019-03-20
华能国际：三季报点评：煤价上涨和投资收益下滑致业绩不及预期，静待盈利改善/邵琳琳	2018-10-26
华能国际：火电龙头触底反弹，关注防御价值/邵琳琳	2018-09-06

利有望持续改善，公司的现金流较好，在政府严控新增装机的背景下，新的资本开支小，持续性分红有保障。根据公告，公司承诺每年现金分红不少于可分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元，今年的盈利形势向好，凸显其防御功能。此外，由于子公司华能洛阳热电投资的洛阳阳光热电申请破产清算，公司在二季度已计提减值 2.4 亿元，下半年进一步大幅减值的风险有所缓解。

■**投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标价 7.5 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 8.0%、5.0%、5.4%，归母净利润分别为 58.8 亿元、78.2 亿元和 98.3 亿元，看好公司业绩的改善。

■**风险提示：**电价下调风险，全社会用电量增速低于预期，煤价持续高位。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	152,459.4	169,861.2	183,450.1	192,622.6	203,024.2
净利润	1,793.2	1,438.9	5,878.1	7,818.7	9,827.6
每股收益(元)	0.11	0.09	0.37	0.50	0.63
每股净资产(元)	4.81	5.30	5.52	5.64	5.81

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	57.1	71.1	17.4	13.1	10.4
市净率(倍)	1.36	1.23	1.18	1.16	1.12
净利润率	1.2%	0.8%	3.2%	4.1%	4.8%
净资产收益率	2.4%	1.7%	6.8%	8.8%	10.8%
股息收益率	1.5%	1.5%	4.0%	5.3%	6.7%
ROIC	3.4%	3.3%	5.5%	7.2%	8.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	152,459.4	169,861.2	183,450.1	192,622.6	203,024.2	成长性					
减:营业成本	135,209.3	150,659.4	152,263.5	157,950.5	164,449.6	营业收入增长率	34.0%	11.4%	8.0%	5.0%	5.4%
营业税费	1,376.3	1,807.2	1,835.4	1,905.2	2,066.4	营业利润增长率	-71.0%	-10.9%	290.6%	32.5%	25.4%
销售费用	17.5	42.2	36.7	36.1	43.0	净利润增长率	-79.7%	-19.8%	308.5%	33.0%	25.7%
管理费用	3,968.8	4,233.2	4,908.4	4,989.5	5,250.3	EBITDA 增长率	-10.6%	4.1%	30.7%	7.7%	7.4%
财务费用	9,405.7	10,470.3	9,555.7	8,256.3	6,932.3	EBIT 增长率	-38.7%	4.8%	76.0%	14.0%	12.8%
资产减值损失	1,188.5	1,146.2	900.0	900.0	900.0	NOPLAT 增长率	-50.7%	27.0%	68.6%	14.0%	12.8%
加:公允价值变动收益	-2.8	-20.0	-	-	-	投资资本增长率	29.4%	2.0%	-13.1%	1.5%	-14.8%
投资和汇兑收益	2,212.2	1,572.9	300.0	300.0	300.0	净资产增长率	-4.7%	10.4%	7.3%	6.4%	8.1%
营业利润	4,095.2	3,648.4	14,250.3	18,884.9	23,682.5	利润率					
加:营业外净收支	-375.2	-212.1	-212.1	-212.1	-212.1	毛利率	11.3%	11.3%	17.0%	18.0%	19.0%
利润总额	3,720.0	3,436.4	14,038.2	18,672.8	23,470.4	营业利润率	2.7%	2.1%	7.8%	9.8%	11.7%
减:所得税	1,573.5	1,028.9	4,203.4	5,591.2	7,027.7	净利润率	1.2%	0.8%	3.2%	4.1%	4.8%
净利润	1,793.2	1,438.9	5,878.1	7,818.7	9,827.6	EBITDA/营业收入	21.0%	19.6%	23.8%	24.4%	24.8%
						EBIT/营业收入	8.5%	8.0%	13.0%	14.1%	15.1%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	520	521	464	406	350
货币资金	9,364.8	15,832.8	14,676.0	15,409.8	16,241.9	流动营业资本周转天数	-53	-24	-34	-29	-23
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	117	115	112	113
应收账款	23,344.9	26,144.5	24,066.0	28,595.2	28,146.2	应收账款周转天数	46	52	49	49	50
应收票据	3,610.9	4,621.2	3,135.7	5,236.0	3,846.5	存货周转天数	17	18	18	17	17
预付账款	564.6	1,256.4	544.3	1,202.7	714.4	总资产周转天数	812	829	773	713	660
存货	7,385.4	9,543.7	8,498.9	9,210.7	9,590.5	投资资本周转天数	620	635	555	495	438
其他流动资产	4,267.1	4,400.5	4,549.2	4,705.4	4,869.5	投资回报率					
可供出售金融资产	1,655.0	-	1,703.7	1,119.6	941.1	ROE	2.4%	1.7%	6.8%	8.8%	10.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	0.6%	2.6%	3.5%	4.5%
长期股权投资	19,317.3	19,370.3	19,370.3	19,370.3	19,370.3	ROIC	3.4%	3.3%	5.5%	7.2%	8.0%
投资性房地产	217.4	232.6	232.6	232.6	232.6	费用率					
固定资产	245,082.6	246,317.4	226,826.1	207,334.7	187,843.4	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	26,396.8	23,264.6	23,264.6	23,264.6	23,264.6	管理费用率	2.6%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%
无形资产	13,728.2	13,805.7	14,211.7	14,715.7	14,921.3	财务费用率	6.2%	6.2%	5.2%	4.3%	3.4%
其他非流动资产	23,758.8	38,651.8	43,252.5	48,778.6	55,415.5	三费/营业收入	8.8%	8.7%	7.9%	6.9%	6.0%
资产总额	378,693.7	403,441.5	384,331.4	379,175.9	365,397.8	偿债能力					
短期债务	80,251.3	61,038.8	70,369.7	81,783.9	92,584.7	资产负债率	75.7%	74.8%	71.6%	69.3%	65.6%
应付账款	33,640.5	30,645.0	40,278.9	29,422.0	43,690.9	负债权益比	310.7%	296.4%	251.9%	226.2%	190.9%
应付票据	1,732.2	2,209.0	2,396.8	2,109.1	2,546.8	流动比率	0.31	0.45	0.34	0.39	0.33
其他流动负债	40,326.5	44,313.5	51,533.8	49,865.4	55,612.7	速动比率	0.26	0.38	0.29	0.34	0.28
长期借款	107,031.0	129,548.2	75,849.8	64,197.9	8,822.4	利息保障倍数	1.37	1.29	2.49	3.29	4.42
其他非流动负债	23,508.6	33,900.9	34,692.5	35,563.3	36,521.1	分红指标					
负债总额	286,490.1	301,655.3	275,121.5	262,941.6	239,778.6	DPS(元)	0.10	0.10	0.26	0.35	0.44
少数股东权益	16,670.3	18,551.6	22,508.2	27,771.1	34,386.1	分红比率	84.8%	109.1%	70.0%	70.0%	70.0%
股本	15,200.4	15,698.1	15,698.1	15,698.1	15,698.1	股息收益率	1.5%	1.5%	4.0%	5.3%	6.7%
留存收益	55,064.6	57,324.9	60,792.0	62,553.5	65,323.3						
股东权益	92,203.7	101,786.2	109,209.9	116,234.3	125,619.2						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	2,146.6	2,407.4	5,878.1	7,818.7	9,827.6	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	19,166.9	19,852.4	19,793.9	19,811.1	19,822.3	EPS(元)	0.11	0.09	0.37	0.50	0.63
资产减值准备	1,188.5	1,146.2	-	-	-	BVPS(元)	4.81	5.30	5.52	5.64	5.81
公允价值变动损失	2.8	20.0	-	-	-	PE(X)	57.1	71.1	17.4	13.1	10.4
财务费用	9,508.8	10,611.4	9,555.7	8,256.3	6,932.3	PB(X)	1.36	1.23	1.18	1.16	1.12
投资损失	-2,212.2	-1,572.9	-300.0	-300.0	-300.0	P/FCF	8.7	9.2	28.4	15.8	13.2
少数股东损益	353.4	968.5	3,956.6	5,262.9	6,615.1	P/S	0.67	0.60	0.56	0.53	0.50
营运资金的变动	-18,575.8	-12,231.0	15,769.5	-28,523.8	13,368.5	EV/EBITDA	9.8	10.0	6.4	6.0	4.7
经营活动产生现金流量	29,197.4	28,891.9	54,653.8	12,325.2	56,265.8	CAGR(%)	82.7%	89.7%	-3.0%	82.7%	89.7%
投资活动产生现金流量	-34,060.4	-20,527.7	-2,112.3	60.5	-58.1	PEG	0.7	0.8	-5.7	0.2	0.1
融资活动产生现金流量	4,013.2	-2,368.5	-53,698.3	-11,651.9	-55,375.6	ROIC/WACC	0.5	0.5	0.9	1.2	1.3
						REP	2.0	2.1	1.2	0.9	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034