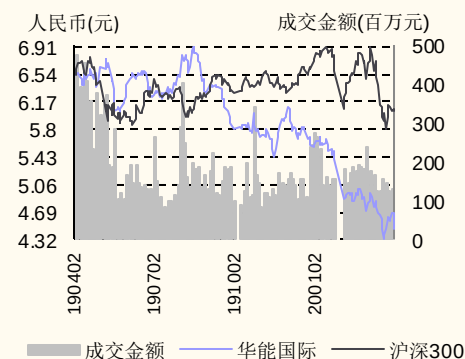


华能国际 (600011.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 4.47 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	156.98
已上市流通 A 股(亿股)	109.98
流通港股(亿股)	47.00
总市值(亿元)	701.70
年内股价最高最低(元)	4.95/4.32
沪深 300 指数	3675
上证指数	2735

**相关报告**

1.《煤价下降抵消电价新政影响, 火电龙头进入黄金周期-华能国际深度...》, 2019.12.1

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002

娜敏 联系人

减值损伤降本成果, 煤价下行助推增长**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	169,861	173,485	175,180	182,143	190,198
营业收入增长率	11.41%	2.13%	0.98%	3.97%	4.42%
归母净利润(百万元)	1,439	1,686	3,459	5,687	6,735
归母净利润增长率	-19.76%	17.21%	105.09%	64.42%	18.43%
摊薄每股收益(元)	0.092	0.107	0.220	0.362	0.429
每股经营性现金流净额	1.86	2.37	2.34	2.66	2.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.73%	1.71%	3.82%	5.98%	6.66%
P/E	80.52	51.94	21.29	12.95	10.93
P/B	1.39	0.89	0.81	0.77	0.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年公司实现营业收入 1734.85 亿元, 比上年同期上升 2.13%; 归母净利润 16.86 亿元, 比上年同期上升 17.23%。

经营分析

- **供热增长及子公司并表补足发电业务量价齐降:** 公司营收增长主要源于发电量和电价的增长。2019 年公司完成发电量 4,050 亿千瓦时, 同比下降 6%; 含税平均结算电价为 417.00 元/千千瓦时, 较上年同期减少 1.48 元/千千瓦时, 下降 0.35%。虽然电量和电价同时下降, 但由于 1) 公司供热量累计完成 2.40 亿吉焦, 同比增加 11%; 2) 华能山东如意(香港)能源有限公司(“香港能源”)于 2018 年 12 月由合营公司转为子公司, 营业收入较上年同期增加 48.08 亿元, 公司营业收入依然实现了稳定增长。
- **资产减值损伤降本成果, 股利支付率历史新高:** 截至 2019 年底, 公司燃煤机组装机容量 8823 万千瓦, 占公司总装机容量的 83%。控制燃料成本是公司降低营业成本的主要方式。受益于煤价下降和公司采取的多种节约成本措施, 公司煤炭采购均价较去年同比下降 46 元/吨, 单位燃料成本 223 元/兆瓦时, 比上年下降 6%。煤价同比下降使得售电燃料成本相应减少 54 亿元, 燃料成本总计较上年同期减少 91 亿元。但 2019 年公司计提资产减值损失 58 亿元, 其中固定资产减值损失 41 亿元, 在建工程减值损失 13 亿元。成本降低带来的盈利增长大部分被资产减值侵蚀。公司计划每普通股派发现金红利 0.135 元(含税), 股利支付率 125%, 为历史最高。
- **煤价长期下行将有望助推业绩增长:** 2019 年煤炭由供需平衡转向供给宽松, 进入 2020 年受疫情影响需求进一步下滑, 煤炭长期供给宽松加剧。预计 2020 年煤价中枢 540 元/吨, 公司将从煤价下跌中充分受益。

投资建议

- 考虑到公司未来可能计提大额资产减值损失, 我们下调公司盈利预测 44%。预计公司 2020-2022 年的营收为 1751/1821/1902 亿元, 对应归母净利润分别为 35/57/67 亿元, 对应 EPS 为 0.22/0.36/0.43 元, 对应 PE 为 21/13/11 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超出预期; 电价大幅下降; 利用小时数大幅下降; 限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	152,459	169,861	173,485	175,180	182,143	190,198
增长率		11.4%	2.1%	1.0%	4.0%	4.4%
主营业务成本	-135,209	-150,659	-148,172	-146,987	-149,679	-153,944
%销售收入	88.7%	88.7%	85.4%	83.9%	82.2%	80.9%
毛利	17,250	19,202	25,312	28,193	32,463	36,254
%销售收入	11.3%	11.3%	14.6%	16.1%	17.8%	19.1%
营业税金及附加	-1,376	-1,807	-1,833	-1,857	-1,931	-2,016
%销售收入	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-17	-42	-117	-105	-109	-114
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-3,969	-4,233	-4,554	-4,555	-5,100	-5,706
%销售收入	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	3.0%
研发费用	0	-46	-65	-70	-91	-114
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	11,888	13,073	18,744	21,606	25,232	28,303
%销售收入	7.8%	7.7%	10.8%	12.3%	13.9%	14.9%
财务费用	-9,406	-10,470	-10,709	-11,174	-11,595	-11,756
%销售收入	6.2%	6.2%	6.2%	6.4%	6.4%	6.2%
资产减值损失	-1,188	-1,146	-5,812	-4,131	-2,665	-3,426
公允价值变动收益	-3	-20	19	12	12	13
投资收益	2,212	1,573	1,413	1,500	1,500	1,500
%税前利润	59.5%	45.8%	29.4%	17.5%	11.2%	9.7%
营业利润	4,095	3,648	4,639	8,424	13,184	15,385
营业利润率	2.7%	2.1%	2.7%	4.8%	7.2%	8.1%
营业外收支	-375	-212	174	150	150	150
税前利润	3,720	3,436	4,813	8,574	13,334	15,535
利润率	2.4%	2.0%	2.8%	4.9%	7.3%	8.2%
所得税	-1,573	-1,029	-2,435	-4,287	-6,667	-7,767
所得税率	42.3%	29.9%	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
净利润	2,147	2,407	2,378	4,287	6,667	7,767
少数股东损益	353	969	691	828	980	1,032
归属于母公司的净利润	1,793	1,439	1,686	3,459	5,687	6,735
净利率	1.2%	0.8%	1.0%	2.0%	3.1%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,147	2,407	2,378	4,287	6,667	7,767
少数股东损益	353	969	691	828	980	1,032
非现金支出	20,355	20,999	26,311	25,914	26,193	28,743
非经营收益	7,509	8,597	9,273	13,239	10,093	10,287
营运资金变动	-374	-2,881	-736	-6,644	-1,266	-1,854
经营活动现金净流	29,637	29,122	37,226	36,795	41,687	44,943
资本开支	-25,759	-20,580	-31,031	-24,628	-27,815	-30,515
投资	-9,801	-1,261	189	-3,183	-3,924	-4,064
其他	1,499	1,313	1,808	1,300	1,300	1,300
投资活动现金净流	-34,060	-20,528	-29,034	-26,511	-30,439	-33,279
股权募资	5,838	8,971	15,998	-9,128	3,000	4,000
债权募资	14,990	3,802	-11,819	19,789	2,133	1,595
其他	-16,805	-15,115	-15,444	-13,840	-15,785	-16,615
筹资活动现金净流	4,023	-2,342	-11,265	-3,179	-10,653	-11,020
现金净流量	-400	6,252	-3,073	7,106	596	644

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,365	15,833	13,306	20,412	21,007	21,652
应收款项	27,252	30,796	34,224	35,468	37,085	38,264
存货	7,385	9,544	8,883	10,579	11,172	11,491
其他流动资产	4,535	5,627	4,362	5,942	6,279	6,650
流动资产	48,538	61,799	60,775	72,401	75,543	78,056
%总资产	12.8%	15.3%	14.7%	16.9%	17.2%	17.4%
长期投资	22,446	33,732	33,353	37,238	42,064	46,831
固定资产	273,505	272,344	277,250	278,874	279,973	282,231
%总资产	72.2%	67.5%	67.0%	65.2%	63.9%	62.8%
无形资产	26,163	26,563	32,571	32,667	32,976	33,256
非流动资产	330,156	341,642	352,821	355,480	362,713	371,018
%总资产	87.2%	84.7%	85.3%	83.1%	82.8%	82.6%
资产总计	378,694	403,441	413,597	427,881	438,256	449,075
短期借款	102,882	86,129	89,075	111,789	88,462	64,554
应付款项	39,560	35,275	37,226	36,284	37,162	38,437
其他流动负债	13,508	16,803	15,319	21,673	29,220	37,873
流动负债	155,950	138,206	141,620	169,747	154,844	140,864
长期贷款	107,031	129,548	115,365	105,365	115,365	124,365
其他长期负债	23,509	33,901	39,323	42,737	52,329	61,075
负债	286,490	301,655	296,308	317,849	322,538	326,303
普通股股东权益	75,533	83,235	98,559	90,474	95,180	101,201
其中：股本	15,200	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	31,965	30,802	30,708	31,746	33,452	35,472
少数股东权益	16,670	18,552	18,730	19,558	20,538	21,570
负债股东权益合计	378,694	403,441	413,597	427,881	438,256	449,075

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.118	0.092	0.107	0.220	0.362	0.429
每股净资产	4.969	5.302	6.278	5.763	6.063	6.447
每股经营现金净流	1.950	1.855	2.371	2.344	2.656	2.863
每股股利	0.290	0.100	0.100	0.154	0.254	0.300
回报率						
净资产收益率	2.37%	1.73%	1.71%	3.82%	5.98%	6.66%
总资产收益率	0.47%	0.36%	0.41%	0.81%	1.30%	1.50%
投入资本收益率	2.15%	2.66%	2.64%	2.98%	3.46%	3.88%
增长率						
主营业务收入增长率	33.95%	11.41%	2.13%	0.98%	3.97%	4.42%
EBIT增长率	-40.25%	9.97%	43.38%	15.27%	16.78%	12.17%
净利润增长率	-79.66%	-19.76%	17.21%	105.09%	64.42%	18.43%
总资产增长率	22.39%	6.54%	2.52%	3.45%	2.42%	2.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.9	50.0	52.6	55.0	57.0	59.0
存货周转天数	19.3	20.5	22.7	27.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	31.9	31.8	30.8	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	586.7	529.3	506.1	500.5	475.2	449.6
偿债能力						
净负债/股东权益	234.57%	221.84%	187.18%	210.18%	195.69%	178.39%
EBIT利息保障倍数	1.3	1.2	1.8	1.9	2.2	2.4
资产负债率	75.65%	74.77%	71.64%	74.28%	73.60%	72.66%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	5	16
增持	0	0	1	2	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	0.00	1.80	1.63	1.55

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

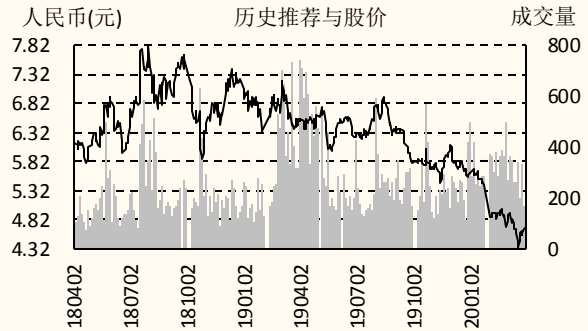
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-01	买入	5.99	8.10~8.10

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH