

上半年煤价同比回落打开公司利润上行空间



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——华能国际（600011）2020 年半年报点评

事件

公司发布 2020 年半年度报告，实现营业收入 791.22 亿元，同比减少 5.21%；归属于上市公司股东的净利润 57.33 亿元，同比增长 49.73%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 54.75 亿元，同比增长 58.03%；基本每股收益 0.32 元。Q2 公司实现营业收入 387.7 亿元，同比增长 2.5%；实现归母净利润 36.7 亿元，同比增长 213%。

点评

二季度需求侧用电修复，发电量好转。2020 年上半年，公司完成发电量 1797 亿千瓦时，同比下降 8.05%；完成售电量 1721 亿千瓦时，同比下降 6.98%。Q2 用电端需求修复，公司完成发电量 949.49 亿千瓦时，同比增长 3.73%，完成售电量 914.73 亿千瓦时，同比增长 5.41%。

电价稳定，煤价同比回落，成本压力缓解，盈利增长显著。2020 年上半年公司平均上网结算电价为 416.65 元/兆瓦时，同比下降 0.68%，电价基本稳定。成本端，2020H1 公司营业成本 658.12 亿元，相较 2019H1 营业成本 722.03 亿元下降了 8.85%，其中燃料成本从 2019H1 的 473.18 亿元下降到了 2020H1 的 408.31 亿元，同比减少 13.71%。今年上半年国内动力煤市场价格经历了缓慢上行、急剧下跌、持续上涨、保持稳定的过程，CCI5500 动力煤价格指数价格区间跨度为 469-597 元/吨，2020H1 价格均值 540 元/吨，同比下降 11.5%。受益于煤价下降，公司盈利增长较为显著。

❖ 维持公司“增持评级”

我们认为，当前全球煤炭供给宽松，下半年煤价有望维持绿色区间运行，公司成本端有望继续受益，全年业绩有望高企。电力市场化进程推进有利于降低公司业绩对成本端的敏感性，公司盈利稳定性将增强。预计公司 2020-2022 年分别实现归属母公司股东净利润 78.5、82、87.58 亿元，折合 EPS 0.50、0.52、0.56 元/股，对应 PE 分别为 11、11、10 倍，继续给予“增持”评级。

风险提示：电力需求不及预期；煤炭价格大幅上涨；上网电价下调等。

📌 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司点评

所属行业 | 电力及公用事业

报告时间 | 2020/8/20

前收盘价 | 5.59 元

公司评级 | 增持评级

👤 分析师

白竣天

证书编号：S1100518070003

baijuntian@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测与估值

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	169861	173485	176954	186015	194311
收入同比(%)	11%	2%	2%	5%	4%
归属母公司净利润（百万元）	1439	1686	7850	8200	8758
净利润同比(%)	-17%	17%	365%	4%	7%
EPS(元)	0.09	0.11	0.50	0.52	0.56
PE	60.99	52.03	11.18	10.70	10.02

资料来源：公司公告、川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/08/19

盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	61799	60775	59964	67617	78460	营业收入	169861	173485	176954	186015	194311
现金	15833	13306	13510	18556	27333	营业成本	150659	148172	141564	148812	155449
应收账款	24658	25352	25751	27096	28310	营业税金及附加	1807	1833	1832	1948	2030
其他应收款	1517	1955	1842	1942	2054	营业费用	42	117	18	19	19
预付账款	1256	1022	981	1065	1094	管理费用	4233	4554	4553	4793	5020
存货	9544	8883	8525	9027	9389	财务费用	10470	10709	9423	9426	9228
其他流动资产	8991	10257	9355	9930	10280	资产减值损失	-1146	-5812	1500	1500	1500
非流动资产	341642	352821	361169	359962	355320	公允价值变动收益	-20	19	3	4	6
长期投资	19370	20616	19984	20092	20144	投资净收益	1573	1413	1800	1800	1800
固定资产	246317	240550	273944	280326	280138	营业利润	3648	4639	19868	21322	22871
无形资产	13806	13949	13666	13416	13177	营业外收入	176	391	320	320	332
其他非流动资产	62149	77706	53574	46128	41861	营业外支出	388	218	367	320	319
资产总计	403441	413597	421133	427579	433779	利润总额	3436	4813	19821	21321	22884
流动负债	138206	141620	142756	142911	143446	所得税	1029	2435	8454	9206	10124
短期借款	61039	67119	68456	67408	67408	净利润	2407	2378	11367	12115	12760
应付账款	12475	12532	12315	12722	13344	少数股东损益	969	691	3518	3914	4002
其他流动负债	64693	61969	61984	62781	62694	归属母公司净利润	1439	1686	7850	8200	8758
非流动负债	163449	154687	151837	154937	157425	EBITDA	33971	35847	49903	53849	57184
长期借款	129548	115365	117300	119235	121169	EPS（元）	0.09	0.11	0.50	0.52	0.56
其他非流动负债	33901	39323	34538	35702	36256						
负债合计	301655	296308	294593	297848	300871	主要财务比率					
少数股东权益	18552	18730	22248	26162	30165	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	15698	15698	15698	15698	15698	成长能力					
资本公积	18337	18455	18455	18455	18455	营业收入	11.0%	2.1%	2.0%	5.1%	4.5%
留存收益	38988	38894	70137	69409	68577	营业利润	-7.6%	27.2%	328.3%	7.3%	7.3%
归属母公司股东权益	83235	98559	104292	103568	102744	归属于母公司净利润	-17.4%	17.2%	365.5%	4.5%	6.8%
负债和股东权益	403441	413597	421133	427579	433779	获利能力					
						毛利率(%)	11.3%	14.6%	20.0%	20.0%	20.0%
现金流量表	单位:百万元					净利率(%)	0.8%	1.0%	4.4%	4.4%	4.5%
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	1.7%	1.7%	7.5%	7.9%	8.5%
经营活动现金流	28892	37324	27525	40072	44146	ROIC(%)	3.4%	2.6%	5.2%	5.4%	5.6%
净利润	2407	2378	11367	12115	12760	偿债能力					
折旧摊销	19852	20499	20612	23101	25085	资产负债率(%)	74.8%	71.6%	70.0%	69.7%	69.4%
财务费用	10470	10709	9423	9426	9228	净负债比率(%)	71.50%	69.00%	70.93%	70.42%	70.30%
投资损失	-1573	-1413	-1800	-1800	-1800	流动比率	0.45	0.43	0.42	0.47	0.55
营运资金变动	-2881	-736	1443	-1943	-1191	速动比率	0.37	0.37	0.36	0.41	0.48
其他经营现金流	615	5888	-13520	-827	63	营运能力					
投资活动现金流	-20528	-29034	-17829	-18275	-18333	总资产周转率	0.43	0.42	0.42	0.44	0.45
资本支出	20707	31496	20000	20000	20000	应收账款周转率	7	7	7	7	7
长期投资	464	-261	-578	8	92	应付账款周转率	11.42	11.85	11.39	11.89	11.93
其他投资现金流	643	2201	1593	1733	1760	每股指标（元）					
筹资活动现金流	-2368	-11328	-9492	-16751	-17037	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.50	0.52	0.56
短期借款	-19977	6081	1337	-1048	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	2.38	1.75	2.55	2.81
长期借款	21524	-14184	1935	1935	1935	每股净资产(最新摊薄)	5.30	6.28	6.64	6.60	6.54
普通股增加	498	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	2698	118	0	0	0	P/E	60.99	52.03	11.18	10.70	10.02
其他筹资现金流	-7112	-3343	-12764	-17638	-18972	P/B	1.05	0.89	0.84	0.85	0.85
现金净增加额	6022	-2974	204	5045	8777	EV/EBITDA	9	8	6	6	5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004