

量价双降全年业绩承压，资产减值侵蚀利润

华能国际(600011)

评级:	增持	股票代码:	600011
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	6.25/3.74
目标价格:		总市值(亿)	726.82
最新收盘价:	4.63	自由流通市值(亿)	509.19
		自由流通股数(百万)	10,997.71

事件概述

2021年3月23日，公司发布2020年年度报告，公司全年实现营业收入1694亿元，同比减少2.39%；归属于上市公司股东的净利润45.65亿元，同比增长191.51%；基本每股收益0.18元。

分析判断:

► 火电空间受挤压全年业绩承压，新能源业务表现亮眼。

2020年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量4,040.16亿千瓦时，同比下降0.24%；完成售电量3,798.94亿千瓦时，同比下降2.14%，主要是2020年上半年受疫情影响，全国用电量有所下滑，叠加全国风电、光伏等新能源机组大幅投产，清洁能源消纳力度进一步加大，进一步挤占火电发电空间。电价方面，公司境内电厂含税平均结算电价为413.63元/千千瓦时，较上年同期（经重述）下降0.83%，海外新加坡也出现市场电价下滑。由于全年售电量和售电电价双降，公司业绩承压小幅下滑。2020年公司新能源业务增长亮眼，其中风电发电量141.04亿千瓦时，同比增长25.68%；光伏发电量23.91亿千瓦时，同比增长72.54%，体现出公司顺应了电力绿色低碳发展的趋势，积极布局新能源业务，提升公司未来在新能源市场的竞争力。

► 四季度煤价上行无碍全年成本降低，大额减值影响利润增速。

2020年，前三季度公司主要发电成本动力煤大幅下滑，即使在第四季度，动力煤价格出现快速反弹，公司优化采购策略，提前锁定优质低价资源，有效降低采购成本，全年采购均价同比下降26.01元/吨。此外，公司发挥区域布局优势，多渠道采购煤炭、稳定供应火电机组发电；同时公司拥有诸多港口及码头资源，提高集约化燃料管理水平，发挥淡储旺耗的功能，加速煤炭周转，进一步降低发电成本。2020年，公司境内电厂售电单位燃料成本为209.07元/兆瓦时，同比下降6.34%，增厚公司毛利。但公司2020年计提资产减值损失、信用减值损失共62.34亿元，同比增加2.22亿元，侵蚀净利润，特别在第四季度，公司归母净利润为-44.54亿元，拉低全年归母净利润增速。

► 装机结构进一步优化，市场化电量比例提升。

2020年，公司紧跟绿色低碳的发展政策，清洁能源比例不断提高，其中天然气发电装机容量达到12244兆瓦，较2019年增加1825兆瓦；风电装机容量达到8135兆瓦，其中海上风电900兆瓦，分别较2019年增加2232兆瓦和300兆瓦；光伏发电机组装机容量达到2,512兆瓦，较2019年增加1131兆瓦。2021年2月，中国全国碳交易市场建立，虽然短期来说政府是为了搭建一个全国性的交易平台，完善碳交易体系，并未对企业造成大幅成本增长。但长期来说，在碳达峰、碳中和的目标下，火电发电企业未来成长空间受限，发电成本也将大概率增加，此时大力发展清洁能源是实现能源结构转型，抢占市场先机，巩固市场地位的绝佳时机。此外，2020年全年，公司结算市场化交易电量2,214.05亿千瓦时，交易电量比例为58.33%，同比上升1.93个百分点。公司市场化交易电量比例逐年提升，有助于公司抵御政策导致的电价下滑风险，保障业绩未来的可持续增长。

投资建议

公司属于我国火电龙头企业，规模和装备优势明显，清洁能源装机占比不断提升。第四季度动力煤价格快速反弹，导致公司单季度成本上行，叠加公司大量计提资产减值损失，削减利润，全年利润增速受限。结合当前动力煤价格，我们预计 2021 年公司成本会小幅增加，同时火电空间将进一步受到挤压，我们下调 2021-2022 年业绩，新增 2023 年预测。2021-2022 年营业分别从 1810.10、1870.13 亿元下调至 1739.80 亿元和 1794.08 亿元，同比增速分别为 2.68%、3.12%，2023 年营业收入为 1835.71 亿元，同比增长 2.32%；归母净利润分别从 93.69 亿元、102.13 亿元下调至 61.65 亿元、71.87 亿元，分别同比增长 35.1%、16.6%，2023 年归母净利润为 75.27 亿元，同比增速 4.7%；EPS 分别为 0.39/0.46/0.48 元，当前股价对应 PE 为 12/10/10 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 1) 成本端煤价事件性上涨；
- 2) 全国用电量不及预期；
- 3) 电价下行压力。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	173,485	169,439	173,980	179,408	183,571
YoY (%)	2.1%	-2.3%	2.7%	3.1%	2.3%
归母净利润(百万元)	1,686	4,565	6,165	7,187	7,527
YoY (%)	17.2%	170.7%	35.1%	16.6%	4.7%
毛利率 (%)	14.6%	17.4%	17.9%	18.9%	19.8%
每股收益 (元)	0.11	0.29	0.39	0.46	0.48
ROE	1.7%	3.8%	4.8%	5.3%	5.3%
市盈率	43.10	15.92	11.79	10.11	9.66

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouzhl1@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	169,439	173,980	179,408	183,571	净利润	5,704	8,693	10,406	10,753
YoY (%)	-2.3%	2.7%	3.1%	2.3%	折旧和摊销	20,853	21,741	19,750	20,405
营业成本	139,881	142,847	145,447	147,265	营运资金变动	731	4,847	1,590	2,330
营业税金及附加	1,795	1,843	1,900	1,944	经营活动现金流	41,600	41,833	34,876	36,457
销售费用	148	122	135	139	资本开支	-42,213	-43,191	-40,442	-41,240
管理费用	4,946	4,784	4,997	5,132	投资	-874	-1,346	-1,346	-1,346
财务费用	8,836	3,979	3,979	3,979	投资活动现金流	-42,067	-42,926	-40,116	-40,858
资产减值损失	-6,114	-4,260	-901	-791	股权募资	26,613	0	0	0
投资收益	1,694	1,611	1,672	1,728	债务募资	168,678	9,856	14,388	15,301
营业利润	9,628	14,369	17,328	17,634	筹资活动现金流	1,519	1,216	5,748	6,661
营业外收支	-814	0	0	0	现金净流量	763	122	507	2,259
利润总额	8,814	14,369	17,328	17,634	主要财务指标				
所得税	3,110	5,676	6,921	6,881	成长能力				
净利润	5,704	8,693	10,406	10,753	营业收入增长率	-2.3%	2.7%	3.1%	2.3%
归属于母公司净利润	4,565	6,165	7,187	7,527	净利润增长率	170.7%	35.1%	16.6%	4.7%
YoY (%)	170.7%	35.1%	16.6%	4.7%	盈利能力				
每股收益	0.29	0.39	0.46	0.48	毛利率	17.4%	17.9%	18.9%	19.8%
资产负债表 (百万元)					净利润率	3.4%	5.0%	5.8%	5.9%
货币资金	13,872	13,994	14,501	16,761	总资产收益率 ROA	1.0%	1.4%	1.5%	1.5%
预付款项	1,555	1,321	1,379	1,425	净资产收益率 ROE	3.8%	4.8%	5.3%	5.3%
存货	6,602	9,784	8,723	8,937	偿债能力				
其他流动资产	44,108	38,839	38,498	36,770	流动比率	0.43	0.41	0.40	0.41
流动资产合计	66,138	63,938	63,101	63,892	速动比率	0.38	0.34	0.34	0.34
长期股权投资	22,225	23,690	25,155	26,619	现金比率	0.09	0.09	0.09	0.11
固定资产	243,702	243,025	247,153	250,909	资产负债率	67.7%	67.0%	66.2%	65.5%
无形资产	14,091	16,730	18,095	19,690	经营效率				
非流动资产合计	372,068	390,681	411,895	433,359	总资产周转率	0.39	0.38	0.38	0.37
资产合计	438,206	454,618	474,996	497,251	每股指标 (元)				
短期借款	66,311	66,311	66,311	66,311	每股收益	0.29	0.39	0.46	0.48
应付账款及票据	15,778	15,171	15,767	15,856	每股净资产	7.75	8.15	8.60	9.08
其他流动负债	71,959	75,091	74,740	75,513	每股经营现金流	2.65	2.66	2.22	2.32
流动负债合计	154,048	156,573	156,818	157,680	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	112,077	121,933	136,321	151,622	估值分析				
其他长期负债	30,605	25,943	21,282	16,620	PE	15.92	11.79	10.11	9.66
非流动负债合计	142,682	147,877	157,603	168,242	PB	0.58	0.57	0.54	0.51
负债合计	296,730	304,450	314,421	325,923					
股本	15,698	15,698	15,698	15,698					
少数股东权益	19,777	22,305	25,524	28,751					
股东权益合计	141,475	150,169	160,575	171,328					
负债和股东权益合计	438,206	454,618	474,996	497,251					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。