

三季度业绩低于预期，期待业绩弹性释放

——华能国际 (600011.SH) 2018 年三季报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价/目标价：6.17/7.57 元

目标期限：6 个月

分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-22169047

wangwei2016@ebsecn.com

联系人

于鸿光

021-22169163

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

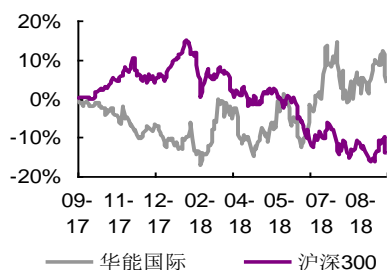
总股本(亿股)：156.98

总市值(亿元)：968.57

一年最低/最高(元)：5.80/8.19

近 3 月换手率：8.31%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.50	-12.43	11.20
绝对	-18.16	-21.29	-7.73

资料来源：Wind

相关研报

火电遇良机，龙头最受益——华能国际 (600011.SH) 2018 年中报点评

..... 2018-07-31

开年业绩弹性已现——华能国际 (600011.SH) 2018 一季报点评

..... 2018-04-25

2018 年看业绩弹性及改革契机

..... 2018-03-13

事件：

华能国际发布 2018 年三季报。2018 年前三季度，公司营业收入 1260 亿元，较去年同期（经重述，下文未标注即“未经重述”）增长 13.1%；归母净利润 19.9 亿元，较去年同期（经重述）下滑 29.3%，扣非归母净利润 17.6 亿元，较去年同期（经重述）下滑 4.4%；EPS 0.12 元，业绩低于预期。

点评：

◆2018Q3 发电量增速可观，毛利环比下滑

2018 年单三季度，我们计算的公司发电量 1186 亿千瓦时，同比增长 10.2%，环比增长 14.2%。公司 2018Q3 发电量的增长主要源于用电量需求增长、新机组投产、收购项目并表等因素。2018Q3 公司度电营收 0.391 元/千瓦时，环比下滑 2.0%，我们认为可能原因包括市场化交易电量比重增加、山东部分机组电价调整、及用电结构变化。三季度煤价旺季不旺，公司成本控制得当，2018Q3 公司度电成本 0.347 元/千瓦时，环比小幅下滑 0.3%。受上述因素影响，2018Q3 公司度电毛利 0.044 元/千瓦时，环比下滑 13.6%；公司毛利率 11.3%，环比下滑 1.5 个百分点。

◆资产减值损失及投资收益拖累利润

2018Q3 公司计提资产减值损失 1.74 亿元，环比大幅增加（2018Q2 该科目约 79 万元），主要原因为公司子公司中新电力确认存货跌价准备。此外，公司 2018Q3 投资净收益-2.29 亿元（2018Q2 为 1.79 亿元），其中对联营企业和合营企业的投资收益-2.30 亿元（2018Q2 为 1.71 亿元）。公司三季度业绩承压，2018Q3 公司归母净利润-1.40 亿元（2018Q2 为 9.10 亿元）；净利率 0.1%，环比下滑 2.6 个百分点。

◆A 股非公开发行完成，装机规模有望持续扩张

公司于 2018-10-17 公告，实际非公开发行 A 股 4.98 亿股，募集总金额 32.6 亿元。非公开发行拟投资的项目建成后，公司将新增装机 400 万千瓦，装机规模将进一步扩张。

◆逆周期属性突出，业绩弹性亮眼

尽管煤价、电价等扰动因素存在，我们自 2018 年一季度以来推荐火电行业的中期逻辑并未被破坏。在宏观偏弱的形势下，电力股的替代效应（相对配置价值提升）和逆周期性（成本敏感性高于电量敏感性）仍为行业的核心驱动力，现阶段经济走弱概率越高，对于电力行业越为有利。作为火电行业龙头，公司电力资产优质，业绩弹性突出。（详见我们 2018 年 3 月的报告《电力行业——走出“至暗时刻”》）

◆盈利预测、估值与评级

根据前三季度公司业绩、煤价及增发等因素变化，我们下调公司盈利预测，预计公司 2018~2020 年的 EPS 分别为 0.13、0.36、0.47 元（调整前分别为 0.34、0.45、0.52 元），对应 PE 分别为 48、17、13 倍，对应 PB 分别为 1.2、1.2、1.1 倍。根据公司和火电行业历史 PB 走势情况，给予公司 2018 年 1.5 倍 PB 水平，下调目标价至 7.57 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，电力行业改革进度低于预期的风险等。

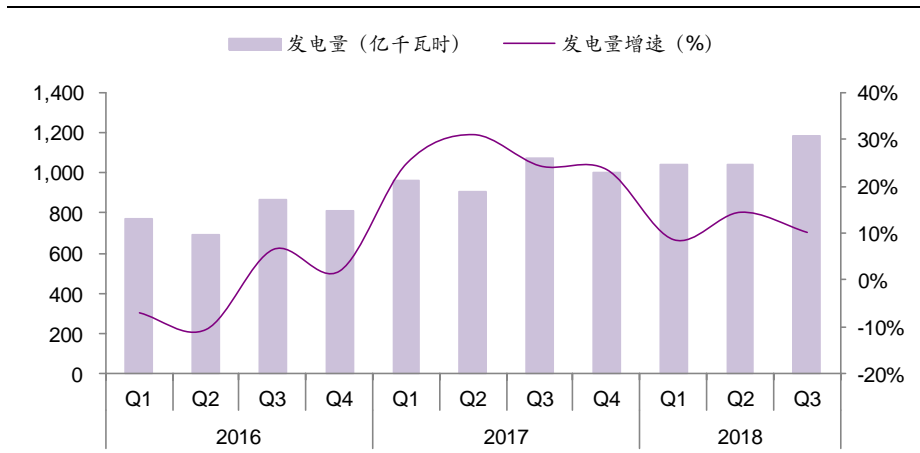
业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	113,814	152,459	163,247	169,663	175,402
营业收入增长率	-11.7%	34.0%	7.1%	3.9%	3.4%
净利润（百万元）	8,814	1,793	2,001	5,607	7,355
净利润增长率	-36.1%	-79.7%	11.6%	180.2%	31.2%
EPS（元）	0.56	0.11	0.13	0.36	0.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.8%	2.4%	2.5%	6.7%	8.6%
P/E	11	54	48	17	13
P/B	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 10 月 23 日

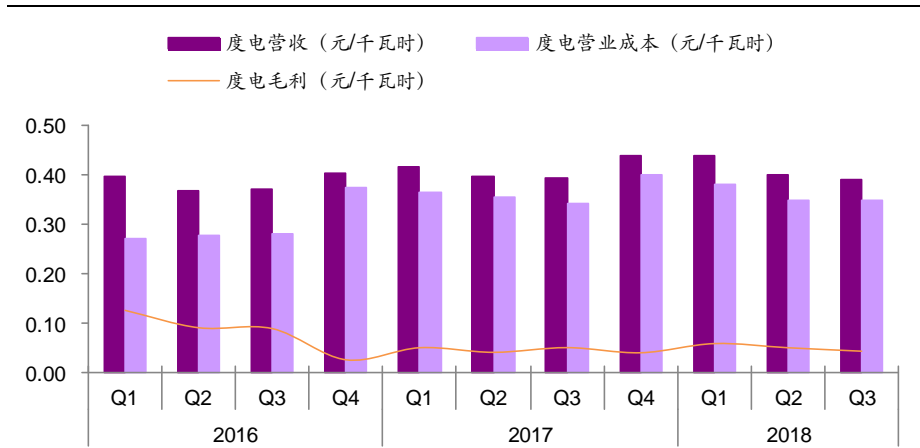
附图及附表

图 1：公司单季度发电量及增速



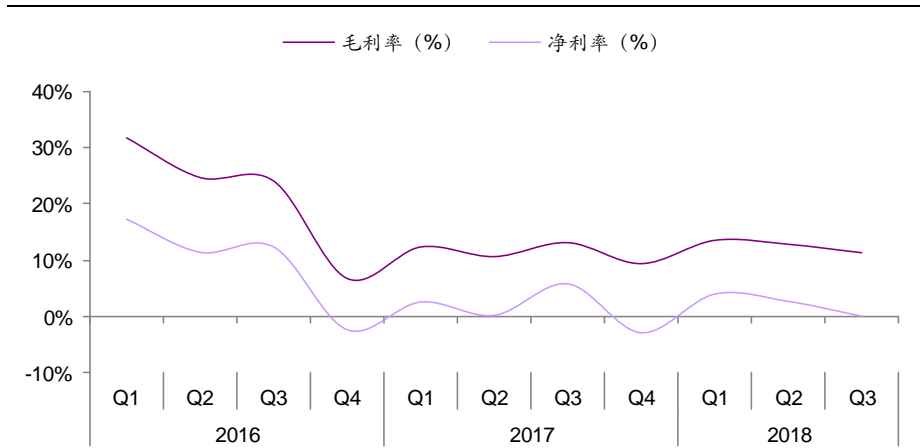
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司单季度度电营收、成本及毛利



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 3：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 4：华能国际及 SW 火电历史 PB 走势

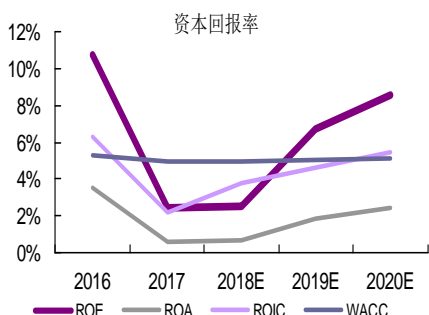
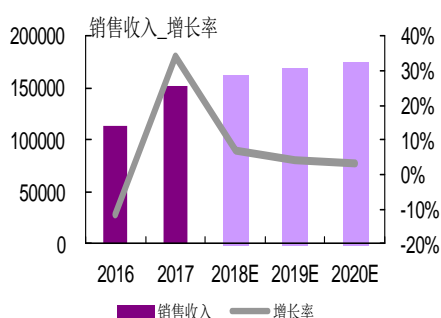
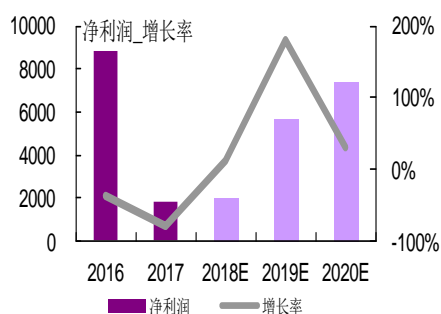
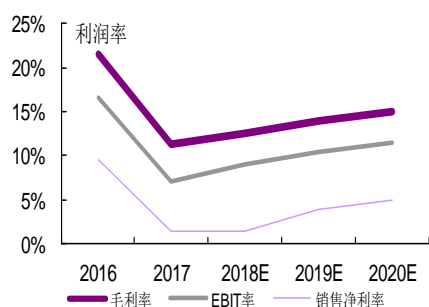


资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：公司单季度利润表相关指标

指标 (亿元)	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业总收入	432.56	391.49	435.84
营业成本	374.22	341.45	386.71
资产减值损失	-0.01	0.01	1.74
投资净收益	2.18	1.79	-2.29
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2.15	1.71	-2.30
利润总额	23.41	13.33	3.15
净利润	17.28	10.57	0.24
归母净利润	12.19	9.10	-1.40

资料来源：Wind，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	113,814	152,459	163,247	169,663	175,402
营业成本	89,390	135,209	142,694	145,869	148,981
折旧和摊销	14,818	19,167	23,918	25,205	25,999
营业税费	1,178	1,376	1,474	1,532	1,583
销售费用	16	17	19	19	20
管理费用	3,336	3,969	4,250	4,417	4,566
财务费用	6,921	9,406	11,732	10,290	9,909
公允价值变动损益	-13	-3	0	0	0
投资收益	2,383	2,212	500	2,000	2,000
营业利润	14,139	4,095	3,536	9,511	12,320
利润总额	14,366	3,720	3,032	9,007	11,816
少数股东损益	1,972	353	273	1,148	1,507
归属母公司净利润	8,814	1,793	2,001	5,607	7,355

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	309,418	378,694	380,541	373,132	364,734
流动资产	36,967	48,538	53,140	55,023	56,724
货币资金	7,882	9,365	11,427	11,876	12,278
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	13,961	21,837	23,382	24,301	25,123
应收票据	2,432	3,611	3,866	4,018	4,154
其他应收款	1,589	1,508	1,615	1,678	1,735
存货	6,879	7,385	7,804	7,981	8,155
可供出售投资	3,456	1,655	1,655	1,655	1,655
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	19,420	19,317	19,542	20,342	21,142
固定资产	195,000	245,079	258,726	252,934	243,609
无形资产	12,043	13,728	13,042	12,390	11,770
总负债	212,652	286,490	284,323	271,751	259,220
无息负债	64,138	60,583	62,076	62,812	63,503
有息负债	148,514	225,907	222,247	208,939	195,717
股东权益	96,766	92,204	96,218	101,381	105,514
股本	15,200	15,200	15,698	15,698	15,698
公积金	26,437	23,100	25,862	25,862	25,862
未分配利润	39,212	31,965	32,446	36,461	39,088
少数股东权益	15,245	16,670	16,943	18,092	19,598

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	31,511	29,197	35,783	39,199	41,846
净利润	8,814	1,793	2,001	5,607	7,355
折旧摊销	14,818	19,167	23,918	25,205	25,999
净营运资金增加	-8,915	18,580	2,206	1,387	1,225
其他	16,794	-10,343	7,657	7,000	7,266
投资活动产生现金流	-17,650	-34,060	-20,473	-13,800	-13,800
净资本支出	-20,141	-25,759	-20,000	-15,000	-15,000
长期投资变化	19,420	19,317	-225	-800	-800
其他资产变化	-16,929	-27,619	-248	2,000	2,000
融资活动现金流	-13,602	4,013	-13,247	-24,950	-27,644
股本变化	0	0	498	0	0
债务净变化	-3,030	77,393	-3,660	-13,309	-13,222
无息负债变化	11,892	-3,555	1,493	736	691
净现金流	332	-840	2,062	449	402

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-11.71%	33.95%	7.08%	3.93%	3.38%
净利润增长率	-36.06%	-79.66%	11.59%	180.19%	31.19%
EBITDA 增长率	-22.21%	-11.65%	29.53%	11.17%	7.49%
EBIT 增长率	-34.83%	-43.65%	38.03%	20.54%	13.64%
估值指标					
PE	11	54	48	17	13
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	11	9	7	7
EV/EBIT	13	31	22	18	15
EV/NOPLAT	18	52	30	24	20
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	21.46%	11.31%	12.59%	14.02%	15.06%
EBITDA 率	29.70%	19.59%	23.70%	25.35%	26.36%
EBIT 率	16.68%	7.02%	9.05%	10.49%	11.53%
税前净利润率	12.62%	2.44%	1.86%	5.31%	6.74%
税后净利润率 (归属母公司)	7.74%	1.18%	1.23%	3.30%	4.19%
ROA	3.49%	0.57%	0.60%	1.81%	2.43%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.81%	2.37%	2.52%	6.73%	8.56%
经营性 ROIC	6.31%	2.13%	3.73%	4.63%	5.45%
偿债能力					
流动比率	0.28	0.31	0.37	0.45	0.55
速动比率	0.23	0.26	0.32	0.38	0.47
归属母公司权益/有息债务	0.55	0.33	0.36	0.40	0.44
有形资产/有息债务	1.92	1.55	1.58	1.65	1.72
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.56	0.11	0.13	0.36	0.47
每股红利	0.28	0.10	0.10	0.30	0.40
每股经营现金流	2.01	1.86	2.28	2.50	2.67
每股自由现金流(FCFF)	1.20	-1.12	0.82	1.41	1.59
每股净资产	5.19	4.81	5.05	5.31	5.47
每股销售收入	7.25	9.71	10.40	10.81	11.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebcn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebcn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebcn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebcn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebcn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebcn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebcn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebcn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebcn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebcn.com
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebcn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebcn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebcn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebcn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebcn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebcn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebcn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebcn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebcn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebcn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebcn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebcn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebcn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebcn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebcn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebcn.com
金融同业与战略客户	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebcn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebcn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebcn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebcn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebcn.com
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebcn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebcn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebcn.com
私募业务部	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebcn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebcn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebcn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebcn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebcn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebcn.com