

收入端量价齐升，业绩反转还待煤价回落



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——华能国际（600011）2018年三季度报点评

❖ 事件

华能国际发布 2018 年第三季度报告，前三季度公司实现营业收入 1259.89 亿元，同比增长 13.08%；实现归属母股东的净利润 19.89 亿元，同比下降 29.33%；实现归属母公司股东扣除非经常性损益的净利润 17.94 亿元，同比下降 4.39%。

❖ 点评

收入端保持量价齐升。发电量方面，受益于前三季度全社会用电量保持较快增长以及火电利用小时数回升等，前三季度公司境内电厂完成发电量同比增长 8.27%。上网电价方面，前三季度公司平均上网结算电价为 417.12 元/兆瓦时，同比增长 1.99%；其中，第三季度平均上网结算电价环比上升 8.23 元/兆瓦时，电力市场化交易价差持续缩窄或是上网电价环比上升的主要因素。

三季度毛利率下滑，成本端维持高位。前三季度全国电煤价格整体保持在较高水平，较去年同期增长 4.76%，受煤价及发电量增长影响，公司前三季度营业成本同比增长 12.48%。受三季度高煤价影响，单季度毛利率下滑至 11.27%，同比/环比降低 1.8/1.5 个百分点。但整体来看，收入端量价齐升继续推动公司盈利能力改善，前三季度毛利率同比提高 0.45 个百分点至 12.50%。

投资净收益等变化较大影响业绩，业绩反转还需待煤价回落。前三季度公司投资净收益为 1.69 亿元，同比下降 89.59%；计提资产减值损失 1.74 亿元，同比增长 387.22%；营业外支出为 1.58 亿元，同比增长 192.79%。若去除上述因素影响，公司将实现归属母公司股东的净利润同比增长 12.21%，盈利保持稳定增长。长期来看，随着煤炭新增产能释放以及铁路运力提升，煤炭供给宽松将带动煤价回落至绿色区间，从而公司业绩有望实现反转。

❖ 盈利预测

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 1720、1804、1878 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 25、48、66 亿元，对应 EPS 分别为 0.16、0.30、0.42 元/股，对应 PE 分别为 47、25、18 倍。维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**电力需求不及预期；煤炭价格大幅上涨等。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	152459	171971	180446	187831
+/-%	10%	13%	5%	4%
归属母公司股东的				
净利润(百万)	1793	2547	4770	6621
+/-%	-83%	42%	87%	39%
EPS(元)	0.11	0.16	0.30	0.42
PE	66.18	46.59	24.88	17.93

资料来源：公司 2018 年第三季度报告、川财证券研究所

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

📄 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 | 公用事业/电力
报告时间 | 2018/10/23
前收盘价 | 6.17 元
公司评级 | 增持评级

👤 分析师

杨欧雯
证书编号：S1100517070002
010-66495688
yangouwen@cczq.com

👤 联系人

张太勇
证书编号：S1100117100002
0755-25332329
zhangtaiyong@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 21 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

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	48538	52508	55129	56192	营业收入	152459	171971	180446	187831
现金	9365	9343	9496	9423	营业成本	135209	151488	154438	157481
应收账款	21837	22642	24230	25339	营业税金及附加	1376	1638	1689	1768
其他应收款	1508	2946	3091	2991	营业费用	17	17	19	20
预付账款	565	935	926	906	管理费用	3969	4788	4915	5154
存货	7385	9391	9515	9539	财务费用	9406	10100	11163	11641
其他流动资产	7878	7251	7871	7995	资产减值损失	1188	1265	1240	1248
非流动资产	330156	354248	376348	394586	公允价值变动收益	-3	-8	-7	-7
长期投资	19317	19483	19467	19447	投资净收益	2212	2253	2359	2407
固定资产	245079	268458	288910	306436	营业利润	4095	4919	9333	12920
无形资产	13728	13018	12300	11585	营业外收入	394	649	564	593
其他非流动资产	52031	53289	55671	57118	营业外支出	770	797	809	799
资产总计	378694	406756	431477	450778	利润总额	3720	4771	9088	12714
流动负债	155950	171585	181476	185948	所得税	1573	1611	3199	4565
短期借款	80251	85402	95093	101733	净利润	2147	3160	5889	8149
应付账款	13764	15684	16111	16321	少数股东损益	353	613	1118	1528
其他流动负债	61935	70499	70271	67894	归属母公司净利润	1793	2547	4770	6621
非流动负债	130540	138090	148839	159122	EBITDA	32668	34723	43265	50383
长期借款	107031	117151	127270	137390	EPS (元)	0.11	0.16	0.30	0.42
其他非流动负债	23509	20940	21569	21732					
负债合计	286490	309675	330315	345070					
少数股东权益	16670	17284	18402	19930					
股本	15200	15698	15698	15698					
资本公积	14913	17661	17661	17661					
留存收益	40151	46447	49417	52443					
归属母公司股东权益	75533	79797	82760	85779					
负债和股东权益	378694	406756	431477	450778					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	29197	39884	35839	40786
净利润	2147	3160	5889	8149
折旧摊销	19167	19704	22769	25823
财务费用	9406	10100	11163	11641
投资损失	-2212	-2253	-2359	-2407
营运资金变动	-374	6942	-2132	-3528
其他经营现金流	1064	2230	510	1109
投资活动现金流	-34060	-43652	-42830	-42743
资本支出	26045	45634	45634	45634
长期投资	-2798	1271	-288	-68
其他投资现金流	-10812	3254	2516	2823
筹资活动现金流	4013	3747	7143	1885
短期借款	11980	5151	9691	6640
长期借款	10120	10120	10120	10120
普通股增加	0	498	0	0
资本公积增加	-14618	2748	0	0
其他筹资现金流	-3469	-14769	-12668	-14874
现金净增加额	-840	-21	152	-73

主要财务比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	10.4%	12.8%	4.9%	4.1%
营业利润	-76.7%	20.1%	89.7%	38.4%
归属于母公司净利润	-82.7%	42.0%	87.3%	38.8%
获利能力				
毛利率(%)	11.3%	11.9%	14.4%	16.2%
净利率(%)	4.6%	1.2%	1.5%	2.6%
ROE(%)	2.4%	3.2%	5.8%	7.7%
ROIC(%)	2.8%	3.4%	4.2%	4.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.7%	76.1%	76.6%	76.5%
净负债比率(%)	73.27%	72.39%	73.82%	75.59%
流动比率	0.31	0.31	0.30	0.30
速动比率	0.26	0.25	0.25	0.25
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.44	0.43	0.43
应收账款周转率	8	8	8	7
应付账款周转率	10.47	10.29	9.71	9.71
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.16	0.30	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	2.54	2.28	2.60
每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.08	5.27	5.46
估值比率				
P/E	66.18	46.59	24.88	17.93
P/B	1.57	1.49	1.43	1.38
EV/EBITDA	10	9	7	6

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，必要时应聘请法律、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：00000000857

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 C0003