

开年业绩弹性已现

——华能国际 (600011.SH) 2018一季报点评

公司简报

◆事件：华能国际发布2018年一季报，报告期内公司实现营业收入432.56亿元，同比增加15.11%；归母净利润12.19亿元，同比增加86.96%；对应每股收益为0.08元，好于预期。

◆盈利能力同比、环比提升，该趋势在二季度有望延续。2018年一季度公司实现毛利率、净利率分别13.49%和3.99%，同比分别提升1.19和1.41个百分点，环比2017四季度分别提升4.16和6.89个百分点，主要得益于2017.07.01上网电价上调和2018年以来市场交易电价回升导致结算电价提高，此外单位燃煤成本同比虽有所增加，但增幅难抵电价正面影响，且环比已开始下降。伴随煤价持续回落，盈利回升趋势二季度将延续。

◆煤价下行业绩弹性最抢眼。2018年春节后，5500大卡动力煤价格指数已下行约200(元/吨)，降幅25%。煤价走低是供需两端共同作用结果，展望下一阶段，煤价仍有一定下行空间。在“三去一降一补”仍为政策主基调的形势下，电价上调的空间非常有限，火电盈利修复寄望于煤价下行。敏感性分析结果显示，煤价下行或电价上调，华能国际EPS增厚在火电公司中最显著。

◆行业供给侧改革继续推进，优质龙头将受益。2018年《政府工作报告》提出淘汰关停不达标的30万千瓦以下煤电机组，全国燃煤自备电厂整治风暴也即将来袭，供给侧改革持续推进，整个煤电行业新增投资也在压缩。公司发电装机资产优质，近年也在主动进行电源结构调整，待供给侧改革效果显现，公司将受益。

◆期待央企整合带来新契机。继国电与神华、中电投与国核之后，市场对于电力央企重组仍有所期待。从供给侧改革主要目的出发，我们认为电力央企整合路径在单纯扩大规模之外，更加注重业务布局优化。华能集团在规模上已立于行业之首，期待央企整合带给公司新的发展契机。

◆投资建议与估值评级：考虑公司盈利回升趋势好于预期，我们调整公司盈利预测至2018-2020EPS分别0.35(+6%)、0.45(+7%)、0.52(+16%)元，对应PE18、14、12倍；维持目标价8.32元和“买入”评级。

◆风险提示：动力煤价格超预期上行吞噬火电主业利润，社会用电需求超预期下滑拖累公司发电量等。

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	159,126	166,690	174,613
营业收入增长率	-11.71%	33.95%	4.37%	4.75%	4.75%
净利润(百万元)	8,814	1,793	5,258	6,892	7,960
净利润增长率	-36.06%	-79.66%	193.24%	31.06%	15.51%
EPS(元)	0.58	0.12	0.35	0.45	0.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.81%	2.37%	6.63%	8.35%	9.27%
P/E	11	52	18	14	12
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年4月25日

买入(维持)

当前价/目标价：6.18/8.32元

目标期限：6个月

分析师

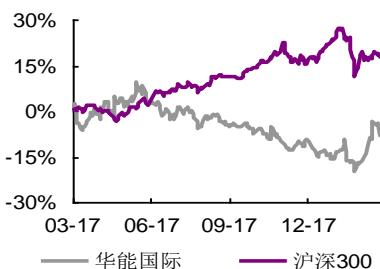
王威 (执业证书编号：S0930517030001)
 021-22169047
wangwei2016@ebscn.com

车玺 (执业证书编号：S0930518010001)
chexi@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：152.00
 总市值(亿元)：939.38
 一年最低/最高(元)：5.80/8.36
 近3月换手率：6.16%

股价表现(一年)



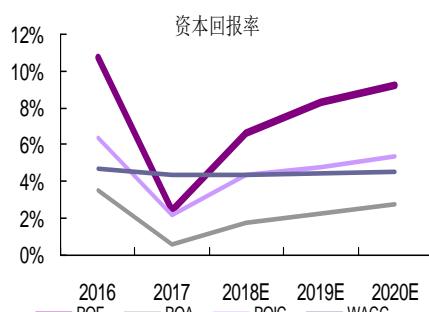
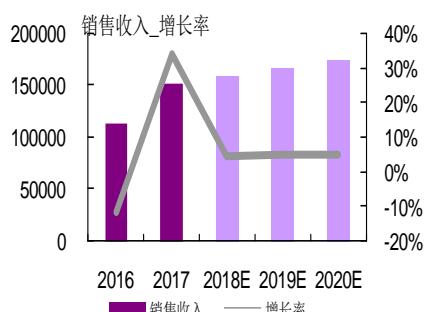
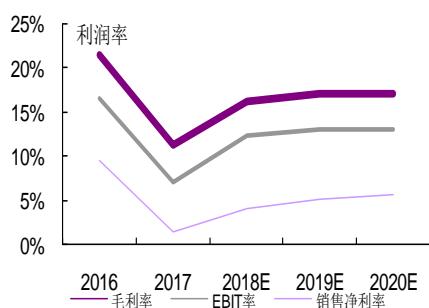
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.34	10.12	-26.42
绝对	-10.30	-2.66	-14.83

资料来源：Wind

相关研报

- 2018年看业绩弹性及改革契机 2018-03-13
 业绩环比大幅改善，期待边际盈利持续提升 2017-10-25
 燃煤成本拖累业绩，盈利有望环比改善 2017-08-02



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	113,814	152,459	159,126	166,690	174,613
营业成本	89,390	135,209	133,264	138,158	144,725
折旧和摊销	14,818	19,167	23,768	24,841	25,536
营业税费	1,178	1,376	1,436	1,505	1,576
销售费用	16	17	16	17	17
管理费用	3,336	3,969	4,774	5,001	5,238
财务费用	6,921	9,406	11,730	10,355	9,861
公允价值变动损益	-13	-3	0	0	0
投资收益	2,383	2,212	2,388	2,388	2,388
营业利润	14,139	4,095	10,250	14,021	15,561
利润总额	14,366	3,720	9,745	13,517	15,057
少数股东损益	1,972	353	1,212	1,495	1,709
归属母公司净利润	8,814	1,793	5,258	6,892	7,960

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	309,418	378,694	379,008	369,104	358,732
流动资产	36,967	48,538	52,561	54,764	57,193
货币资金	7,882	9,365	9,548	10,001	10,477
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	13,961	21,837	22,792	23,875	25,010
应收票据	2,432	3,611	3,585	3,755	3,934
其他应收款	1,589	1,508	1,757	1,841	1,928
存货	6,879	7,385	10,490	10,882	11,407
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	19,675	20,511	21,347
固定资产	195,000	245,079	252,558	244,458	234,066
无形资产	12,043	13,728	13,042	12,390	11,770
总负债	212,652	286,490	281,854	267,176	251,819
无息负债	64,138	60,583	57,259	57,980	58,907
有息负债	148,514	225,907	224,595	209,196	192,912
股东权益	96,766	92,204	97,154	101,927	106,914
股本	15,200	15,200	15,200	15,200	15,200
公积金	26,437	23,100	23,100	23,100	23,100
未分配利润	39,212	31,965	35,703	38,982	42,259
少数股东权益	15,245	16,670	17,882	19,377	21,086

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	31,511	29,197	32,398	40,147	41,630
净利润	8,814	1,793	5,258	6,892	7,960
折旧摊销	14,818	19,167	23,768	24,841	25,536
净营运资金增加	-8,764	18,194	7,681	1,482	1,502
其他	16,643	-9,957	-4,309	6,933	6,631
投资活动产生现金流	-17,650	-34,060	-17,653	-10,326	-10,326
净资本支出	-20,141	-25,759	-19,841	-11,878	-11,878
长期投资变化	19,420	19,317	-358	-836	-836
其他资产变化	-16,929	-27,619	2,547	2,388	2,388
融资活动现金流	-13,602	4,013	-14,562	-29,367	-30,828
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-3,030	77,393	-1,312	-15,399	-16,285
无息负债变化	11,892	-3,555	-3,324	721	927
净现金流	332	-840	183	454	475

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%	4.37%	4.75%	4.75%
净利润增长率	-36.06%	-79.66%	193.24%	31.06%	15.51%
EBITDA 增长率	-22.21%	-11.65%	45.18%	8.00%	3.71%
EBIT 增长率	-34.83%	-43.65%	83.12%	12.23%	4.75%
估值指标					
PE	11	52	18	14	12
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	11	8	7	6
EV/EBIT	13	31	17	15	13
EV/NOPLAT	18	52	26	23	21
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%	16.25%	17.12%	17.12%
EBITDA 率	29.70%	19.59%	27.25%	28.09%	27.82%
EBIT 率	16.68%	7.02%	12.31%	13.19%	13.19%
税前净利润率	12.62%	2.44%	6.12%	8.11%	8.62%
税后净利润率 (归属母公司)	7.74%	1.18%	3.30%	4.13%	4.56%
ROA	3.49%	0.57%	1.71%	2.27%	2.70%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.81%	2.37%	6.63%	8.35%	9.27%
经营性 ROIC	6.34%	2.14%	4.33%	4.72%	5.34%
偿债能力					
流动比率	0.28	0.31	0.45	0.54	0.66
速动比率	0.23	0.26	0.36	0.43	0.53
归属母公司权益/有息债务	0.55	0.33	0.35	0.39	0.44
有形资产/有息债务	1.92	1.55	1.56	1.63	1.72
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.58	0.12	0.35	0.45	0.52
每股红利	0.29	0.10	0.24	0.31	0.36
每股经营现金流	2.07	1.92	2.13	2.64	2.74
每股自由现金流(FCFF)	1.23	-1.13	0.61	1.65	1.77
每股净资产	5.36	4.97	5.22	5.43	5.65
每股销售收入	7.49	10.03	10.47	10.97	11.49

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；
评级	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述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述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@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuoqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoteng@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuhoy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com