

公司研究/中报点评

2018年08月01日

公用事业/电力 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	7.56
合理价格区间(元):	8.32~8.84

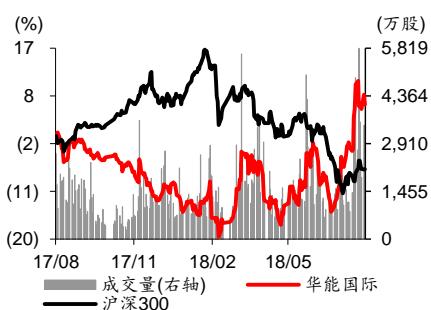
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
 研究员 021-28972079
 wangweijia@htsc.com

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
 研究员 021-38476737
 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

《华能国际(600011,增持): 高弹性+高分红, A股纯正火电标的》2018.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

符合预期，火电龙头业绩持续改善

华能国际(600011)

业绩符合预期，火电龙头扬帆起航

受益于全社会用电量持续超预期增长、标杆电价上调等利好，18H1 公司发电量和境内电厂平均上网电价分别同比上升 11.5%、2.7%，公司业绩华丽转身，上半年实现营收 824.05 亿元 (+15.4%)，归母净利润 21.29 亿元 (+170.3%)。我们预计下半年业绩有望持续好转，上调公司盈利预测，2018~2020 年 EPS 分别为 0.33/0.61/0.92 元(前值为 0.22/0.50/0.59 元)，BPS 分别为 5.20/5.58/6.07 元(前值为 5.09/5.43/5.68 元)，给予公司 18 年 1.6-1.7 倍 PB，对应目标价为 8.32-8.84 元，维持“增持”评级。

量价齐升，业绩持续改善

1) 电量：受益于 1H18 全社会用电量超预期增长（同比+9.4%）和来水偏枯利好公司机组火电利用小时（同比提升 100 小时以上），18H1 公司发电量 2,082 亿千瓦时（同比+11.5%）。2) 电价：2017 年 7 月标杆电价上调，境内电厂平均上网电价为 418.57 元/兆瓦时（含税），同比提升 1.1 分。量价齐升，尽管同期单位燃料成本同比+5.8%，公司业绩持续改善，18H1 归母净利润 21.29 亿元（同比+170%）；其中 2Q18 利润 9.1 亿元（同比+571%），毛利率基本稳定在 13%，净利率 2.7% 仍在低位。

煤价旺季不旺，上调全年业绩至 50.7 亿

6 月中以来动力煤现货价格持续走低，7 月 31 号秦皇岛港 Q5500 动力煤平仓价报收 605 元/吨，较 7 月 1 日降低 71 元/吨，再次刷新一个半月低位。考虑到目前动力煤库存处于高位（7 月 31 日秦港/六大发电集团煤炭库存 695 万吨/1483 万吨，同比+17%/25%），叠加近期全国大范围降雨催生水电机组高负荷运行，煤价在十月之前有望继续走低，我们乐观看待公司 18H2 业绩表现，上调全年业绩至 50.7 亿元。

高弹性+高分红，火电龙头配置价值可观

公司火电装机逾 1 亿千瓦，在全国占比高达 9%，为 A 股同类型公司中最大最纯火电标的。在行业低位反弹阶段，公司业绩弹性空间大，18 年净利润对电价（+1 分/度）、Q5500 动力煤价（-10 元/吨）、利用小时（+1%）敏感度高，分别为+45%、+18%、+3%。公司规划 18-20 年现金分红比率 70%且每股派息不低于 0.1 元，在煤价分别为 650、610、570、535 元的假设下，华能国际 18 年 A 股分红收益率分别为 3%、4%、4.5%、5%，19 年有望达到 6%。

上调盈利预测，维持增持评级，目标价 8.32-8.84 元

预计公司下半年业绩有望持续好转，我们上调公司盈利预测，2018~2020 年 EPS 分别为 0.33/0.61/0.92 元（前值为 0.22/0.50/0.59 元），BPS 分别为 5.20/5.58/6.07 元（前值为 5.09/5.43/5.68 元），目前行业平均 18E PB 为 1.23x，公司 18E PB 为 1.45x，考虑到公司控股股东规模庞大，火电属性纯正，龙头效应突出，公司较行业平均水平存在估值溢价，我们给予公司 18 年 1.6-1.7 倍 PB，对应目标价为 8.32-8.84 元，维持“增持”评级。

风险提示：煤炭价格高企，全社会用电量不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	15,200
流通 A 股 (百万股)	10,500
52 周内股价区间 (元)	5.82-7.89
总市值 (百万元)	114,915
总资产 (百万元)	382,592
每股净资产 (元)	5.05

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	113,814	152,459	177,252	179,938	183,441
+/-%	(11.71)	33.95	16.26	1.52	1.95
归属母公司净利润 (百万元)	8,814	1,793	5,072	9,287	13,965
+/-%	(36.06)	(79.66)	182.83	83.12	50.37
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.12	0.33	0.61	0.92
PE (倍)	13.04	64.09	22.66	12.37	8.23

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：盈利预测调整表

项目	原预测(调整前)			现预测(调整后)			变化幅度		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	168694	172539	173563	177,252	179,938	183,441	5.1%	4.3%	5.7%
营业成本(百万元)	145946	143078	140569	153,334	149,425	145,740	5.1%	4.4%	3.7%
收入增速(%)	10.7%	2.3%	0.6%	16.3%	1.5%	1.9%	5.8 pct	-0.8 pct	1.3pct
毛利率(%)	13.5%	17.1%	19.0%	13.5%	17.0%	20.6%	0.0 pct	0.1 pct	1.6pct
期间费用率(%)	9.1%	8.8%	8.8%	8.5%	8.2%	7.9%	-0.6 pct	-0.6 pct	-0.9pct
净利率(%)	2.0%	4.4%	5.2%	2.9%	5.2%	7.6%	0.9 pct	0.8 pct	2.4pct
归母净利润(百万元)	3340	7528	9041	5,072	9,287	13,965	52%	23%	54%
EPS(元)	0.22	0.50	0.59	0.33	0.61	0.92	52%	23%	54%

资料来源：华泰证券研究所

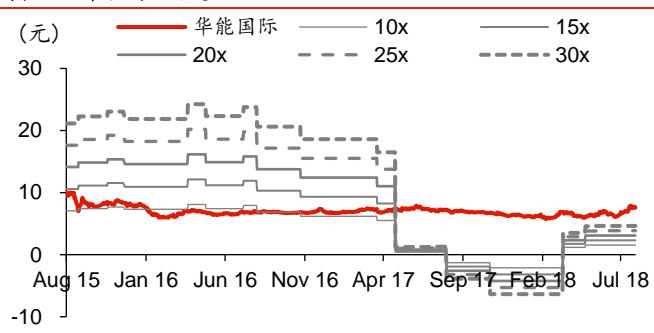
图表2：可比公司估值表(2018/7/31)

公司名称	股票代号	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(x)		数据来源
				2018/7/31	2018/7/31	18E	19E	18E	19E	
国电电力	600795.SH	2.78	54,628	15.92	12.07	1.00	0.93	6%	8%	Wind
国投电力	600886.SH	7.81	52,999	13.71	12.58	1.58	1.45	12%	12%	Wind
大唐发电	601991.SH	3.32	53,202	16.25	13.45	1.11	1.06	7%	8%	Wind
平均值			53,610	15.30	12.70	1.23	1.15	8%	9%	
中间值			53,202	15.92	12.58	1.11	1.06	7%	8%	
华能国际	600011.SH	7.56	103,425	22.66	12.37	1.45	1.35	6%	11%	华泰

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

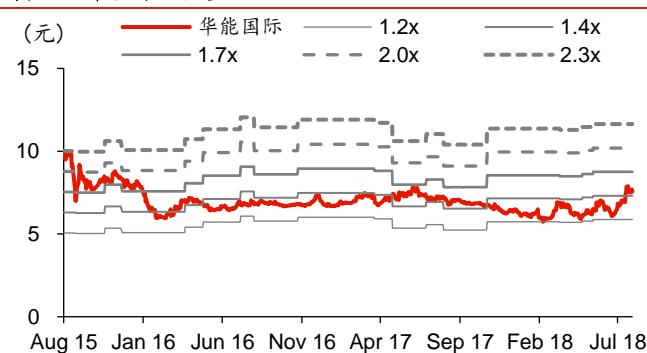
PE/PB - Bands

图表3：华能国际历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：华能国际历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	36,967	48,538	55,049	55,007	56,990
现金	7,882	9,365	10,598	10,312	11,892
应收账款	13,961	21,837	25,388	25,772	26,274
其他应收账款	1,589	1,508	1,753	1,780	1,815
预付账款	688.51	564.61	640.30	623.97	608.59
存货	6,879	7,385	8,204	7,990	7,788
其他流动资产	5,967	7,878	8,465	8,529	8,612
非流动资产	272,451	330,156	328,653	326,769	324,202
长期投资	19,420	19,317	19,317	19,317	19,317
固定投资	195,000	245,079	240,161	235,400	230,484
无形资产	12,043	13,728	15,416	17,071	18,692
其他非流动资产	45,988	52,031	53,758	54,982	55,708
资产总计	309,418	378,694	383,702	381,777	381,191
流动负债	130,196	155,950	185,822	182,490	186,998
短期借款	57,669	80,251	104,579	100,765	104,561
应付账款	9,847	13,764	15,609	15,211	14,836
其他流动负债	62,681	61,935	65,634	66,513	67,601
非流动负债	82,455	130,540	101,125	94,964	79,655
长期借款	64,990	107,031	84,230	77,733	62,223
其他非流动负债	17,465	23,509	16,895	17,231	17,432
负债合计	212,652	286,490	286,947	277,454	266,653
少数股东权益	15,245	16,670	17,670	19,500	22,253
股本	15,200	15,200	15,200	15,200	15,200
资本公积	18,251	14,913	14,913	14,913	14,913
留存公积	47,399	40,151	48,971	54,708	62,172
归属母公司股东权益	81,522	75,533	79,085	84,822	92,286
负债和股东权益	309,418	378,694	383,702	381,777	381,191

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	31,511	29,197	36,133	41,493	47,348
净利润	8,814	1,793	5,072	9,287	13,965
折旧摊销	14,818	19,167	19,453	20,123	20,819
财务费用	6,921	9,406	10,504	10,132	9,648
投资损失	(2,383)	(2,212)	(1,461)	(1,417)	(1,445)
营运资金变动	(227.05)	(742.65)	265.76	236.62	309.53
其他经营现金	3,568	1,786	2,299	3,130	4,052
投资活动现金	(17,650)	(34,060)	(17,788)	(18,123)	(18,105)
资本支出	20,285	26,045	19,143	19,433	19,445
长期投资	(1,198)	(2,798)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1,437)	10,812	(1,355)	(1,311)	(1,340)
筹资活动现金	(13,602)	4,013	(17,111)	(23,656)	(27,663)
短期借款	7,785	22,582	24,327	(3,813)	3,796
长期借款	(1,038)	42,041	(22,801)	(6,497)	(15,510)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(3,338)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(20,350)	(57,272)	(18,638)	(13,346)	(15,949)
现金净增加额	259.33	(849.86)	1,233	(286.09)	1,580

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	113,814	152,459	177,252	179,938	183,441
营业成本	89,390	135,209	153,334	149,425	145,740
营业税金及附加	1,178	1,376	1,418	1,440	1,468
营业费用	15.62	17.47	20.32	20.62	21.03
管理费用	3,336	3,969	4,614	4,684	4,775
财务费用	6,921	9,406	10,504	10,132	9,648
资产减值损失	1,205	1,188	1,382	1,403	1,430
公允价值变动收益	12.99	2.76	2.76	2.76	2.76
投资净收益	2,383	2,212	1,461	1,417	1,445
营业利润	14,139	4,095	8,127	14,946	22,514
营业外收入	980.92	394.48	792.41	792.41	792.41
营业外支出	753.59	769.68	715.23	715.23	715.23
利润总额	14,366	3,720	8,204	15,024	22,591
所得税	3,580	1,573	2,133	3,906	5,874
净利润	10,786	2,147	6,071	11,118	16,717
少数股东损益	1,972	353.42	999.57	1,830	2,752
归属母公司净利润	8,814	1,793	5,072	9,287	13,965
EBITDA	34,693	31,032	37,296	44,469	52,233
EPS (元, 基本)	0.58	0.12	0.33	0.61	0.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(11.71)	33.95	16.26	1.52	1.95
营业利润	(38.54)	(71.04)	98.45	83.91	50.63
归属母公司净利润	(36.06)	(79.66)	182.83	83.12	50.37
盈利能力 (%)					
毛利率	21.46	11.31	13.49	16.96	20.55
净利率	7.74	1.18	2.86	5.16	7.61
ROE	10.95	2.28	6.56	11.33	15.77
ROIC	7.85	4.28	5.77	7.48	9.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.73	75.65	74.78	72.67	69.95
净负债比率 (%)	64.11	73.27	73.69	72.49	71.03
流动比率	0.28	0.31	0.30	0.30	0.30
速动比率	0.23	0.26	0.25	0.26	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.44	0.47	0.47	0.48
应收账款周转率	8.03	8.52	7.51	7.03	7.05
应付账款周转率	9.77	11.45	10.44	9.70	9.70
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.12	0.33	0.61	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	1.92	2.38	2.73	3.11
每股净资产(最新摊薄)	5.36	4.97	5.20	5.58	6.07
估值比率					
PE (倍)	13.04	64.09	22.66	12.37	8.23
PB (倍)	1.41	1.52	1.45	1.35	1.25
EV_EBITDA (倍)	3.31	3.70	3.08	2.58	2.20

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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提供。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

—报告发布日后的6个月内行业的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

—报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com