

证券研究报告

公司研究——中报点评

华能国际 (600011.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.06.07

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号: S1500510120013
联系电话: +86 1083326789
邮箱: guojingpu@cindasc.com

马步芳 研究助理
联系电话: +86 10 83326842
邮箱: mabufang@cindasc.com

相关研究

《华能国际 (600011): 发电量增长盈利持续可期, 火电龙头投资价值显现》2018.06

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

发电量和电价上升驱动上半年业绩大幅增长

2018 年 8 月 8 日

事件: 华能国际 2018 上半年, 公司合并营业收入为 824.05 亿元, 较上年同期上升 15.36%; 营业成本为 715.67 亿元, 较上年同期上升 13.19%; 利润总额为 36.73 亿元, 较上年同期上升 112.08%; 权益利润为 21.29 亿元, 较上年同期上升 170.29%; 每股收益为 0.13 元, 较上年同期增加 0.08 元。

点评:

- **发电量增长和电价上升驱动公司营收同比增长 15.36%。** 2018 上半年, 受宏观经济拉动、气温等因素影响, 全社会用电量累计增速同比提高, 全国全社会用电量 32,291 亿千瓦时, 同比增长 9.4%。上半年全国水电发电量增速低于用电量增速, 为 2.9%, 为火电机组腾出发电空间。2018 上半年, 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 2,081.67 亿千瓦时, 同比上升 11.51%; 完成售电量 1,963.87 亿千瓦时, 同比上升 11.51%。公司火电机组占比接近 85%, 由于火电发电量提升和装机增量空间有限, 火电机组利用率大幅提升, 利用小时同比增加 221 小时。另一方面, 受惠于 2017 年 7 月火电机组标杆电价上调和市场化电价与标杆电价价差收窄, 2018 上半年, 公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 418.57 元/兆瓦时(含税), 同比增长 2.72%。发电量的增长和结算电价的上升推动公司营收同比增长 15.36%。
- **毛利率同比提高 1.66 个百分点, 但单位燃料成本仍居于高位。** 2018 上半年, 公司实现毛利 108.38 亿元, 同比增长 32.05%; 毛利率 13.15%, 同比增长 1.66 个百分点。燃料成本方面, 由于上半年全国平均电煤价格指数居高不下, 公司 2018 上半年公司单位燃料成本同比上涨 5.84%, 燃料成本较上年同期增加 75.99 亿元。但在公司发电量、电价提升的共同影响下, 抵消了一部分煤价上涨带来的成本压力。二季度公司毛利率(12.78%)较一季度回落 0.71%, 主要受季节性热力收入的减少和季节性风力发电量的减少影响。
- **财务费用增速不及营收增速, 半年归母净利超上年全年。** 2018 上半年, 受债务规模及平均利率同比上升影响, 公司财务费用同比增加 5.82 亿元, 同比上升 12.9%, 其中利息支出提高 4.76 亿元, 同比上升 10.21%。但公司财务费用增速要慢于营收增速(15.36%)。2018 上半年, 公司实现归母净利润 21.29 亿元, 同比大幅增长 170.29%, 超过了 2017 年公司全年的归母净利润。
- **高额现金分红兑现, 投资价值凸显。** 公司宣布每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年合并报表可分配利润的 70% 且每股派息不低于 0.1 元人民币, 分红力度在同行业企业中较高。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.29、0.43、

0.55 元/股，我们参照以上未来 3 年盈利预测的 70%计算出每股分红将达 0.20、0.30、0.39 元，对应 A 股股息率为 2.81%、4.22%和 5.49%。高分红一方面坚定投资者信心，彰显行业龙头的实力；另一方面使投资更加具有防御性。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年营业收入将分别达 1664.21、1755.72、1932.93 亿元，归母净利润分别达 44.83、66.11、83.13 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.29、0.43、0.55 元/股，对应 2018 年 8 月 8 日收盘价（7.11 元/股）的动态 PE 分别为 24、16、13 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**煤炭市场风险、电量风险、电价风险、环保政策风险、利率风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	113,814.24	152,459.44	166,421.34	175,571.70	193,292.60
增长率 YoY %	-11.71%	33.95%	9.16%	5.50%	10.09%
归属母公司净利润(百万元)	8,814.29	1,793.15	4,483.17	6,611.08	8,313.19
增长率 YoY%	-36.06%	-79.66%	150.02%	47.46%	25.75%
毛利率%	21.46%	11.31%	14.38%	15.53%	16.01%
净资产收益率 ROE%	10.95%	2.28%	5.82%	8.27%	10.05%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.58	0.12	0.29	0.43	0.55
市盈率 P/E(倍)	12	60	24	16	13
市净率 P/B(倍)	1.33	1.43	1.38	1.33	1.28

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 8 月 8 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	36,966.62	48,537.71	54,347.93	60,717.35	68,121.08
货币资金	7,881.63	9,364.82	12,675.09	17,174.79	20,795.15
应收票据	2,432.26	3,610.93	3,941.61	4,158.33	4,578.04
应收账款	13,961.21	21,836.67	23,836.42	25,147.02	27,685.17
预付账款	688.51	564.61	595.00	619.32	677.94
存货	6,879.14	7,385.41	7,782.90	8,100.99	8,867.87
其他	5,123.86	5,775.27	5,516.91	5,516.91	5,516.91
非流动资产	272,451.01	330,156.02	343,545.95	357,192.42	372,607.08
长期投资	19,420.25	19,317.25	19,317.25	19,317.25	19,317.25
固定资产	194,999.62	245,079.48	255,682.94	282,886.81	297,634.14
无形资产	12,043.34	13,728.22	12,590.47	11,496.22	10,443.80
其他	45,987.79	52,031.06	55,955.29	43,492.15	45,211.88
资产总计	309,417.63	378,693.73	397,893.88	417,909.77	440,728.16
流动负债	130,196.25	155,950.49	156,979.42	157,815.32	159,750.72
短期借款	57,668.87	80,251.35	80,251.35	80,251.35	80,251.35
应付账款	9,846.72	13,764.28	14,505.10	15,097.91	16,527.15
其他	62,680.66	61,934.86	62,222.98	62,466.06	62,972.21
非流动负债	82,455.35	130,539.57	144,864.04	159,886.69	176,357.88
长期借款	64,990.36	107,030.96	121,432.66	136,455.31	152,926.50
其他	17,464.99	23,508.61	23,431.38	23,431.38	23,431.38
负债合计	212,651.60	286,490.06	301,843.46	317,702.01	336,108.59
少数股东权益	15,244.52	16,670.33	17,553.94	18,856.95	20,495.44
归属母公司股东权益	81,521.51	75,533.34	78,496.48	81,350.81	84,124.13
负债和股东权益	309,417.63	378,693.73	397,893.88	417,909.77	440,728.16

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	113,814.24	152,459.44	166,421.34	175,571.70	193,292.60
同比	-11.71%	33.95%	9.16%	5.50%	10.09%
归属母公司净利润	8,814.29	1,793.15	4,483.17	6,611.08	8,313.19
同比	-36.06%	-79.66%	150.02%	47.46%	25.75%
毛利率	21.46%	11.31%	14.38%	15.53%	16.01%
ROE	10.95%	2.28%	5.82%	8.27%	10.05%
EPS (摊薄)(元)	0.58	0.12	0.29	0.43	0.55
P/E	12	60	24	16	13
P/B	1.33	1.43	1.38	1.33	1.28
EV/EBITDA	7.10	10.31	8.85	8.03	7.50

利润表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	113,814.24	152,459.44	166,421.34	175,571.70	193,292.60
营业成本	89,389.95	135,209.27	142,486.41	148,309.75	162,349.49
营业税金及附加	1,177.82	1,376.31	1,502.35	1,584.96	1,744.93
营业费用	15.62	17.47	19.07	20.12	22.15
管理费用	3,336.49	3,968.79	3,994.11	3,862.58	3,865.85
财务费用	6,920.54	9,405.74	12,055.08	12,903.95	13,795.69
资产减值损失	1,204.96	1,188.49	59.82	85.20	66.01
公允价值变动收益	-12.99	-2.76	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,383.14	2,212.19	770.71	1,699.63	1,770.22
营业利润	14,139.01	4,095.23	7,075.20	10,504.77	13,218.70
营业外收入	980.92	394.48	792.41	792.41	792.41
营业外支出	753.59	769.68	711.89	745.06	742.21
利润总额	14,366.34	3,720.04	7,155.71	10,552.12	13,268.90
所得税	3,580.11	1,573.47	1,788.93	2,638.03	3,317.23
净利润	10,786.22	2,146.57	5,366.78	7,914.09	9,951.68
少数股东损益	1,971.93	353.42	883.61	1,303.01	1,638.49
归属母公司净利润	8,814.29	1,793.15	4,483.17	6,611.08	8,313.19
EBITDA	36,159.34	32,395.72	39,373.92	45,249.37	50,663.05
EPS	0.58	0.12	0.29	0.43	0.55

现金流量表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	31,510.82	29,197.36	35,796.74	40,438.62	44,293.57
净利润	10,786.22	2,146.57	5,366.78	7,914.09	9,951.68
折旧摊销	14,817.79	19,166.86	19,983.54	21,537.05	23,243.34
财务费用	6,975.21	9,508.82	12,234.68	13,160.20	14,150.82
投资损失	-2,383.14	-2,212.19	-770.71	-1,699.63	-1,770.22
营运资金变动	98.81	-373.88	-1,727.02	-1,119.02	-1,913.99
其它	1,215.93	961.18	709.48	645.94	631.96
投资活动现金流	-17,649.65	-34,060.41	-33,133.46	-34,044.63	-37,453.71
资本支出	-20,140.64	-25,758.83	-33,904.17	-35,744.26	-39,223.93
长期投资	2,531.94	-8,604.26	770.71	1,699.63	1,770.22
其他	-40.95	302.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-13,601.85	4,013.18	646.99	-1,894.30	-3,219.50
吸收投资	285.62	5,838.03	0.00	0.00	0.00
借款	-33,439.01	-23,798.58	14,401.70	15,022.65	16,471.19
支付利息或股息	17,246.38	16,617.22	13,754.71	16,916.95	19,690.68
现金净增加额	332.25	-839.69	3310.27	4499.70	3620.36

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。