

华能国际（600011）2019年三季度报点评

## 煤价回落对冲需求疲软，三季度业绩符合预期

### 事项:

2019 前三季度，公司合并营业收入为 1272.3 亿元，较上年同期上升 0.99%；营业成本为 1071.4 亿元，较上年同期下降 2.81%；毛利率达 15.8%，同比去年同期提升 3.3pct；利润总额为 88.8 亿元，较上年同期上升 122.8%；实现归属母公司的净利润 53.9 亿元，较上年同期上升 171.0%；每股收益为 0.32 元，较上年同期增加 0.20 元。

### 评论:

- ❖ **煤价和增值税率下降，提升毛利率。**公司第三季度毛利率为 14.6%，同比提升 3.4pct。毛利率提升主要得益于：1、煤价下跌，燃料成本减少。2019Q3，全国电煤平均价格 488 元/吨，较去年同期下跌 7.1%；2019Q3 公司售电单位燃料成本为 219.83 元/兆瓦时，同比下降 6.4%，基本与全国电煤价格趋势保持一致。煤价下跌减少营业成本 14 亿元，2、增值税率下调，提升税前电价。2019Q3，含税电价为 0.4144 元/千瓦时，与去年同期基本持平。2019 年 4 月 1 日企增值税率由 16% 下调至 13%，税前电价提升约 9 厘/千瓦时。税前电价提升增加公司营业收入约 9.5 亿元。
- ❖ **需求疲软叠加外来电挤压，公司发电量显著下滑。**2019Q3，公司发电量 1068 亿千瓦时，同比下滑 8.3%。主要原因如下：1、装机占比较高的山东、江苏、河南、广东、浙江等地电量需求增速较为疲软。2、核电发电量大幅增长，挤占火电发电空间。2018 年初以来，全国共投产 9 台核电机组。其中，山东 2 台、江苏 2 台、广东 3 台、浙江 2 台。因此，公司位于山东、江苏、广东、浙江的电力机组深受核电增长的挤压。3、山东、江苏、浙江外来电大幅增加，特别是扎鲁特-青州、上海庙-山东特高压投运以后，山东接收外购电量大幅增长，对当地火电发电量产生挤压。电量减少公司营业收入 23.5 亿元，减少营业成本 14 亿元。
- ❖ **投资收益大增，大士能源盈利减少。**2019Q3，受益公司参股核电发电量增长、火电盈利能力提升以及深圳能源业绩增长，公司投资收益 4.3 亿元，同比提升 6.6 亿元。大士能源营收、成本均大幅增长，营收、成本较去年同期分别增长约 15.5 亿元、18 亿元，盈利能力下降。
- ❖ **煤价持续回落叠加浮动机制提升火电估值。**1-9 月份，原煤产量 27.4 亿吨，同比增长 4.5%；进口煤炭 2.5 亿吨，同比增长 9.8%；火电发电量同比仅增长 0.5%，煤价供需向宽松发展。2019Q1-Q3，CCTD 广州港进口动力煤（Q5500）到岸价同比下跌 18.5%，进口煤价格优势巨大。2019 年，公司进口煤采购比例预计为 25%，料将充分受益外围煤价下跌。国常会取消煤电标杆电价，实行“基准价+浮动”机制，有助于推得动火电板块提升议价权，恢复合理收益率，火电盈利能力趋于稳定，资产转优。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**由于电量下滑幅度较大，我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 54.7 亿元、83.4 亿元、106.8 亿元（原预测值 56 亿元、91.0 亿元、130.4 亿元），同比增长 279.9%、52.6%、28.0%，对应 EPS 为 0.35、0.53、0.68 元/股，对应 PE 为 16.6、10.9、8.5 倍，对应 PB 为 1.19、1.13、1.06 倍。参考 SW 火电板块可比公司 2019 年平均 PB 为 1.1 倍，给予龙头公司 2019 年 1.5 倍 PB，调整目标价至 7.36 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**煤价上涨；电价下调；利用小时不及预期。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	169,861	170,674	179,359	185,976
同比增速(%)	11.4%	0.5%	5.1%	3.7%
归母净利润(百万)	1,438	5,466	8,340	10,676
同比增速(%)	-19.8%	279.9%	52.6%	28.0%
每股盈利(元)	0.09	0.35	0.53	0.68
市盈率(倍)	63.2	16.6	10.9	8.5
市净率(倍)	1.26	1.19	1.13	1.06

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

## 强推（维持）

目标价：7.36 元

当前价：5.79 元

### 华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

联系人：黄秀杰

电话：021-20572561

邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

联系人：王兆康

电话：010-66500855

邮箱：wangzhaokang@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	1,569,809
已上市流通股(万股)	1,569,809
总市值(亿元)	908.92
流通市值(亿元)	636.77
资产负债率(%)	72.9
每股净资产(元)	5.8
12 个月内最高/最低价	7.63/5.69

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《华能国际（600011）2018 年三季度报点评：业绩不及预期，主营业务无碍》

2018-10-24

《华能国际（600011）2019 年一季度报点评：燃料成本降低，业绩弹性凸显》

2019-04-26

《华能国际（600011）2019 年半年报点评：进口煤比例高显龙头优势，用电负荷创记录催化行业》

2019-08-01

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	15,833	14,474	15,125	15,165
应收票据	4,621	4,643	4,880	5,060
应收账款	24,658	24,440	25,683	26,631
预付账款	1,256	1,207	1,233	1,253
存货	9,544	9,169	9,367	9,520
其他流动资产	5,887	5,915	6,214	6,444
流动资产合计	61,799	59,848	62,502	64,073
其他长期投资	12,278	12,335	12,951	13,421
长期股权投资	19,370	19,370	19,370	19,370
固定资产	246,304	249,654	254,691	258,196
在建工程	23,265	34,415	43,895	45,559
无形资产	13,806	13,879	13,950	14,020
其他非流动资产	26,619	26,674	26,724	26,767
非流动资产合计	341,642	356,327	371,581	377,333
<b>资产合计</b>	<b>403,441</b>	<b>416,175</b>	<b>434,083</b>	<b>441,406</b>
短期借款	61,039	68,158	71,626	64,970
应付票据	2,209	2,122	2,168	2,204
应付账款	12,475	11,984	12,244	12,444
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	18,170	18,170	18,170	18,170
一年内到期的非流动负债	25,090	25,090	25,090	25,090
其他流动负债	19,223	19,332	19,266	19,491
流动负债合计	138,206	144,856	148,564	142,369
长期借款	129,548	131,419	138,107	143,202
应付债券	25,985	25,985	25,985	25,985
其他非流动负债	7,916	5,953	5,955	5,957
非流动负债合计	163,449	163,357	170,047	175,144
<b>负债合计</b>	<b>301,655</b>	<b>308,213</b>	<b>318,611</b>	<b>317,513</b>
归属母公司所有者权益	83,235	87,131	91,644	96,483
少数股东权益	18,552	20,831	23,828	27,410
<b>所有者权益合计</b>	<b>101,786</b>	<b>107,962</b>	<b>115,472</b>	<b>123,893</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>403,441</b>	<b>416,175</b>	<b>434,083</b>	<b>441,406</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>29,364</b>	<b>37,531</b>	<b>40,781</b>	<b>44,431</b>
现金收益	32,730	39,857	44,256	47,594
存货影响	-2,158	375	-198	-154
经营性应收影响	-5,669	-901	-2,652	-2,294
经营性应付影响	-4,024	-577	305	236
其他影响	8,485	-1,223	-929	-952
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20,528</b>	<b>-34,580</b>	<b>-34,950</b>	<b>-25,950</b>
资本支出	-18,023	-35,428	-35,795	-26,805
股权投资	619	0	0	0
其他长期资产变化	-3,124	848	845	855
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,368</b>	<b>-4,310</b>	<b>-5,180</b>	<b>-18,441</b>
借款增加	15,755	8,990	10,157	-1,561
股利及利息支付	-13,818	-16,375	-7,297	-9,341
股东融资	8,971	0	0	0
其他影响	-13,276	3,075	-8,040	-7,539

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>169,861</b>	<b>170,674</b>	<b>179,359</b>	<b>185,976</b>
营业成本	150,659	144,739	147,868	150,293
税金及附加	1,807	1,816	1,908	1,979
销售费用	42	42	45	46
管理费用	4,233	4,253	4,470	4,635
财务费用	10,470	12,170	12,624	12,683
资产减值损失	1,146	1,146	1,146	1,146
公允价值变动收益	-20	-20	-20	-20
投资收益	1,573	2,200	2,200	2,200
其他收益	625	625	625	625
<b>营业利润</b>	<b>3,648</b>	<b>9,322</b>	<b>14,111</b>	<b>18,005</b>
营业外收入	176	176	176	176
营业外支出	388	388	388	388
<b>利润总额</b>	<b>3,436</b>	<b>9,110</b>	<b>13,899</b>	<b>17,793</b>
所得税	1,029	2,277	3,474	4,448
<b>净利润</b>	<b>2,407</b>	<b>6,833</b>	<b>10,425</b>	<b>13,345</b>
少数股东损益	969	1,367	2,085	2,669
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,438</b>	<b>5,466</b>	<b>8,340</b>	<b>10,676</b>
NOPLAT	9,743	15,960	19,893	22,857
EPS(摊薄) (元)	0.09	0.35	0.53	0.68

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.4%	0.5%	5.1%	3.7%
EBIT 增长率	5.9%	53.0%	24.6%	14.9%
归母净利润增长率	-19.8%	279.9%	52.6%	28.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.3%	15.2%	17.6%	19.2%
净利率	1.4%	4.0%	5.8%	7.2%
ROE	1.7%	6.3%	9.1%	11.1%
ROIC	4.5%	6.6%	7.8%	8.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.8%	73.9%	73.3%	71.9%
债务权益比	245.2%	237.7%	231.0%	214.1%
流动比率	44.7%	41.3%	42.1%	45.0%
速动比率	37.8%	35.0%	35.8%	38.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转天数	49	52	50	51
应付帐款周转天数	31	30	29	30
存货周转天数	20	23	23	23
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.09	0.35	0.53	0.68
每股经营现金流	1.87	2.39	2.60	2.83
每股净资产	5.30	5.55	5.84	6.15
<b>估值比率</b>				
P/E	63.2	16.6	10.9	8.5
P/B	1.26	1.19	1.13	1.06
EV/EBITDA	13	10	9	8

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、高级分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。

**助理研究员：黄秀杰**

清华大学工学硕士。2018年加入华创证券研究所。

**助理研究员：王兆康**

华威大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500