成本端超预期上涨拖累业绩

华能国际（600011）2018 年年报点评 | 2019.3.20

中信证券研究部

李想
首席公用分析师
S1010515080002

核心观点

公司业绩虽不及预期，但作为质地优质的电力行业龙头，在煤价中枢趋势下移的过程中，公司仍处在行业 ROE 修复周期和自身的毛利率改善周期中，享受行业景气修复确定性较高。给予公司 2019 年 1.5 倍目标 P/B，对应目标价 8.10 元，维持“买入”评级。

- **成本上涨使得全年业绩低于预期。**全年营收 1698.6 亿元，同比增长 11.04%；归母净利 14.4 亿元，同比下滑 17.4%，折算 EPS0.07 元，业绩低于预期，成本上涨超预期是主因。分季度看，Q4 单季亏损环比扩大至 5.5 亿元，燃料及人工成本上涨较快是主因，Q4 秦港煤价环比下滑 1%，但公司 Q4 毛利率环比下降 3.4 个百分点，录得 2017Q1 以来最差单季度毛利率表现。受巴基斯坦投资自合营公司转为子公司核算影响，该投资确认 11.3 亿元投资收益，推动 Q4 净利同比减亏 5.2 亿元。

- **销售电价有所回升，综合毛利率基本持平。**国内用电需求旺盛叠加全行业新增装机投产有限，公司全年发电量增长 9.1%至 4,305 亿千瓦时，机组利用小时提升 257 小时至 4,208 小时；供需形势好转以及 2017 年中期上调标杆电价推动境内电厂平均销售电价上升 1.1%至 0.42 元/千瓦时。受煤价上涨影响，虽公司境内售电单位燃料成本为同比上涨 4.85%，但其负面拖累基本被电价上涨和利用小时提升所覆盖，公司综合毛利率相比 2017 年基本持平。随着煤炭市场供需形势逐步好转，煤价转为下降通道预计将推动公司毛利率触底回升，Q4 毛利率表现不佳不改公司及行业整体向好趋势。

- **关键假设及调整：**考虑公司 2018 年成本上涨超预期，将 2019~2020 年境内燃煤机组入炉标煤单价变动自-4%/-4%调整为-3%/-3%；考虑增值税税率下调影响，将 2019~2020 年境内综合销售电价小幅上调至 0.419/0.417 元/千瓦时。

- **风险因素：**煤炭价格大幅超预期上涨推动成本上升；标杆上网电价下调拖累收入；市场化电量的折价幅度扩大等。

- **投资建议：**考虑公司业绩不及预期，我们将 2019~2020 年 EPS 预测自 0.41/0.61 元下调至 0.29/0.43 元，新增 2021 年 EPS 预测 0.57 元，当前股价对应 2019~2021 年 P/E 分别为 23/16/12 倍，参考行业及公司历史估值，给予公司 2019 年 1.5 倍目标 P/B，对应目标价 8.10 元，维持“买入”评级。

华能国际	600011
评级	买入（维持）
当前价	6.78 元
目标价	8.10 元
总股本	15,698 百万股
流通股本	10,500 百万股
52 周最高/最低价	7.95/5.97 元
近 1 月绝对涨幅	-2.59%
近 6 月绝对涨幅	-10.44%
近 12 月绝对涨幅	0.06%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	152,459	169,861	180,133	188,463	195,926
营业收入增长率	34.0	11.4	6.0	4.6	4.0
净利润(百万元)	1,793	1,439	4,535	6,768	8,929
净利润增长率	-82.1	-19.8	215.2	49.2	31.9
每股收益 EPS(基本)(元)	0.11	0.07	0.29	0.43	0.57
净资产收益率 ROE%	3.0	2.2	7.0	10.5	13.9
PE	62	97	23	16	12
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 3 月 19 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	152,459	169,861	180,133	188,463	195,926
营业成本	135,209	150,659	155,132	159,815	163,583
毛利率	11.31%	11.30%	13.88%	15.20%	16.51%
营业税金及附加	1,376	1,807	1,531	1,602	1,665
销售费用	17	42	18	19	20
营业费用率	0.01%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
管理费用	3,969	4,233	4,323	4,335	4,506
管理费用率	2.60%	2.49%	2.40%	2.30%	2.30%
财务费用	9,406	10,470	11,243	11,163	11,011
财务费用率	4.16%	4.33%	4.87%	4.84%	4.77%
投资收益	2,212	1,573	983	1,192	1,307
营业利润	4,095	3,648	7,753	11,570	15,263
营业利润率	2.69%	2.15%	4.30%	6.14%	7.79%
营业外收入	394	176	0	0	0
营业外支出	770	388	0	0	0
利润总额	3,720	3,436	7,753	11,570	15,263
所得税	1,573	1,029	1,938	2,892	3,816
所得税率	42.30%	29.94%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	353	969	1,279	1,909	2,518
归属于母公司股东的净利润	1,793	1,439	4,535	6,768	8,929
净利率	1.18%	0.85%	2.52%	3.59%	4.56%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,365	15,833	12,863	22,368	35,308
存货	7,385	9,544	10,080	9,746	10,322
应收账款	21,837	24,658	25,018	26,175	27,212
其他流动资产	9,951	11,765	11,482	11,854	12,126
流动资产	48,538	61,799	59,443	70,142	84,967
固定资产	245,079	246,304	241,767	235,796	227,997
长期股权投资	19,317	19,370	19,567	19,805	20,067
无形资产	13,728	13,806	13,924	13,940	13,885
其他长期资产	52,031	62,162	63,572	62,726	61,091
非流动资产	330,156	341,642	338,830	332,267	323,039
资产总计	378,694	403,441	398,274	402,410	408,006
短期借款	80,251	61,039	50,000	50,000	50,000
应付账款	13,764	12,475	15,511	16,229	16,871
其他流动负债	61,935	64,693	65,114	64,932	65,135
流动负债	155,950	138,206	130,625	131,160	132,006
长期借款	123,025	155,533	155,533	155,533	155,533
其他长期负债	7,515	7,916	7,916	7,916	7,916
非流动性负债	130,540	163,449	163,449	163,449	163,449
负债合计	286,490	301,655	294,074	294,610	295,455
股本	15,200	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	14,913	18,337	18,337	18,337	18,337
股东权益合计	75,533	83,235	84,368	86,061	88,293
少数股东权益	16,670	18,552	19,831	21,740	24,258
负债股东权益总计	378,694	403,441	398,274	402,410	408,006

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,720	3,436	7,753	11,570	15,263
所得税支出	-1,573	-1,029	-1,938	-2,892	-3,816
折旧和摊销	19,144	19,827	20,955	21,649	22,305
营运资金的变化	-374	-2,881	2,844	-659	-1,039
其他经营现金流	8,281	9,538	12,360	12,315	12,196
经营现金流合计	29,197	28,892	41,973	41,982	44,909
资本支出	-26,045	-20,707	-19,000	-16,000	-14,000
投资收益	1,419	619	0	0	0
其他投资现金流	-9,434	-439	-197	-238	-261
投资现金流合计	-34,060	-20,528	-19,197	-16,238	-14,261
发行股票	0	3,260	0	0	0
负债变化	-23,799	-50,198	0	0	0
股息支出	1,520	1,597	3,401	5,076	6,697
其他融资现金流	26,292	42,972	-29,147	-21,315	-24,404
融资现金流合计	4,013	-2,368	-25,746	-16,239	-17,708
现金及现金等价物净增加额	33,211	29,783	16,227	25,743	27,201

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	34.0	11.4	6.0	4.6	4.0
营业利润增长率	-71.0	-10.9	112.5	49.2	31.9
净利润增长率	-82.1	-19.8	215.2	49.2	31.9
毛利率	11.3	11.3	13.9	15.2	16.5
EBITDA Margin	20.4	19.4	22.3	23.5	24.7
净利率	1.2	0.8	2.5	3.6	4.6
净资产收益率	3.0	2.2	7.0	10.5	13.9
总资产收益率	0.5	0.4	1.1	1.7	2.2
资产负债率	75.7	74.8	73.8	73.2	72.4
所得税率	42.3	29.9	25.0	25.0	25.0
股利支付率	84.8	111.0	75.0	75.0	75.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。