

基本面改善的季度确认

——华能国际 (600011.SH) 2020 年半年报点评

跨市场公司简报

A 股：买入（维持）

H 股：买入（维持）

分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光 (执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

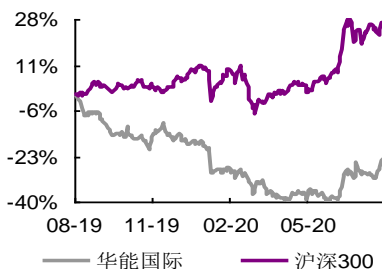
总股本(亿股)：156.98

总市值(亿元)：797.46

一年最低/最高(元)：3.94/6.68

近3月换手率：12.58%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.82	-2.97	-53.10
绝对	9.72	20.03	-23.39

资料来源：Wind

相关研报

疫情冲击显现，业绩短期承压——华能国际 (600011.SH) 2020 年一季报点评
..... 2020-04-22

卧薪尝胆，曙光在前——华能国际 (600011.SH) 2019 年年报点评
..... 2020-04-01

业绩符合预期，股息吸引力提升——华能国际 (600011.SH) 2019 年三季报点评
..... 2019-10-23

事件：

华能国际发布 2020 年半年报。2020H1 公司实现营业收入 791 亿元，同比下滑 5.2% (经重述)；归母净利润 57.3 亿元，同比增长 49.7% (经重述)。

点评：

◆电量增速转正，市场化比例提升

复工复产加速有效促进公司机组区域用电需求恢复。公司 2020H1 境内发电量 1797 亿千瓦时，同比下滑 8.0%，下滑幅度较 2020Q1 收窄 10.4 个百分点。我们测算 2020Q2 公司境内发电量同比、环比增速分别为 3.7%、12.1%，与 2020Q1 相比同比、环比增速均由负转正。公司境内机组 2020H1 上网电价 0.417 元/千瓦时，同比下滑 0.7%；其中我们测算 2020Q2 上网电价 0.412 元/千瓦时，同比、环比分别下滑 1.2%、2.5%。我们认为 2020Q2 上网电价回落主要与电力市场化交易活动恢复有关：以售电量口径测算公司 2020Q2 市场化交易电量比例约 63.3%，同比、环比分别提升 6.8 个、31 个百分点。

◆成本端改善叠加投资收益贡献，季度业绩增速亮眼

受益于煤炭价格同比下行，2020H1 公司境内电厂单位燃料成本 0.21 元/千瓦时，同比下降 7.7%。公司有效控制负债规模和综合融资成本，2020Q2 财务费用 21.4 亿元，为 2017 年以来单季度财务费用最低值。2020Q2 公司投资收益 8.2 亿元，同比、环比分别增长 2.4、7.1 亿元，主要与权益法核算的深圳能源等公司业绩增长有关。成本端改善叠加投资收益贡献，公司 2020Q2 毛利率 20.5%、扣非 ROE 3.1%，均为 2017 年以来单季度最高值。公司 2020Q2 归母净利润 36.7 亿元，同比大幅增长 213%、环比提升 78%，业绩增速亮眼。

◆盈利预测与投资评级：

考虑到煤价同比回落及公司基本面季度改善，我们上调 2020-2022 年的 EPS 分别至 0.47、0.58、0.66 元 (调整前分别为 0.33、0.42、0.50 元)。当前股价对应华能国际 (A) 2020-2022 年的 PE 分别为 11、9、8 倍，PB 分别为 1.0、1.0、0.9 倍；对应华能国际 (H) 2020-2022 年的 PE 分别为 7、5、5 倍，PB 分别为 0.6、0.6、0.6 倍。公司作为火电龙头，具备基本面支撑及估值吸引力，维持华能国际 (A)、华能国际 (H) “买入”评级。

◆风险提示

上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，计提大额减值的风险，电力行业改革进度低于预期的风险等。

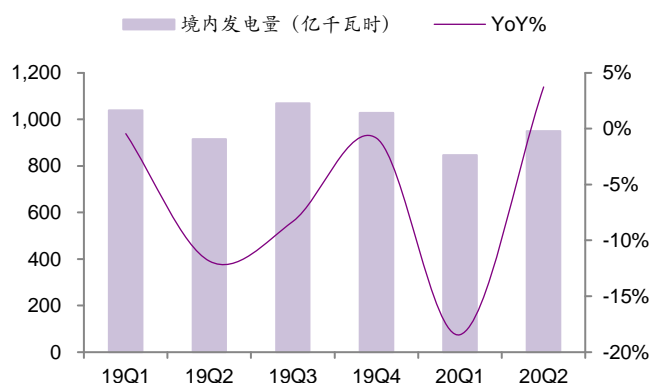
业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	169,861	173,485	172,841	180,219	185,005
营业收入增长率	11.4%	2.1%	-0.4%	4.3%	2.7%
净利润 (百万元)	1,439	1,686	7,343	9,086	10,396
净利润增长率	-19.8%	17.2%	335.4%	23.7%	14.4%
EPS (元)	0.09	0.11	0.47	0.58	0.66
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.7%	1.7%	7.1%	8.4%	9.3%
P/E (A股)	55	47	11	9	8
P/B (A股)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
P/E (H股)	33	28	7	5	5
P/B (H股)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 8 月 18 日, 1 HKD=0.89 CNY

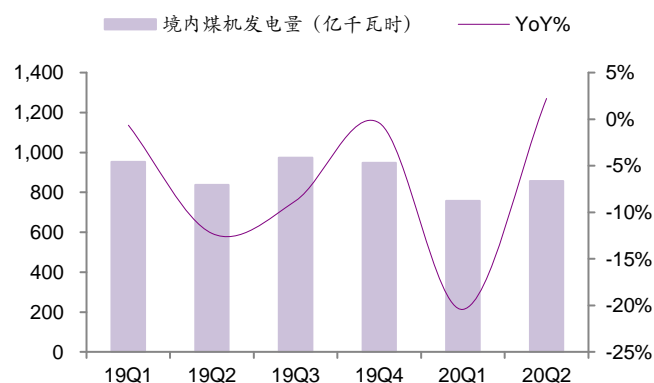
附图

图 1: 公司境内电厂单季度发电量



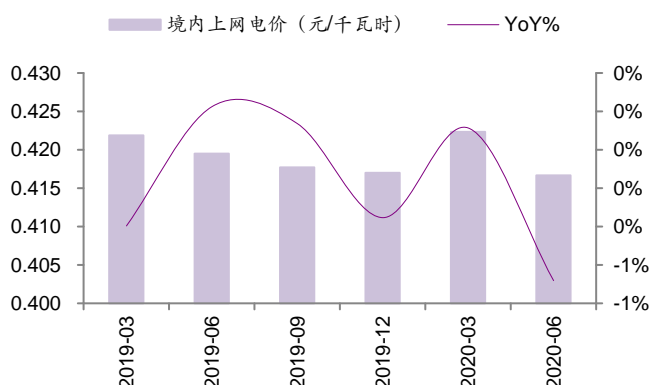
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 公司境内煤机单季度发电量



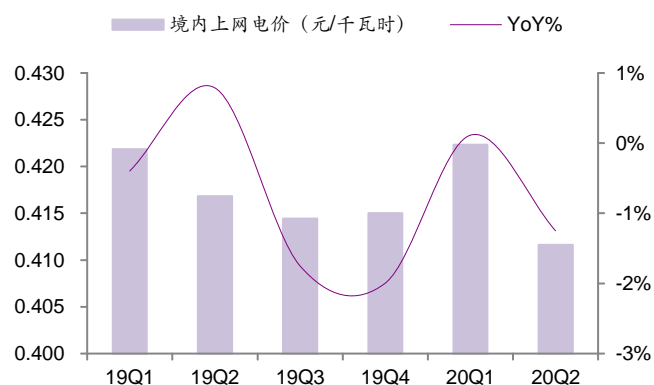
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 公司境内电厂累计上网电价



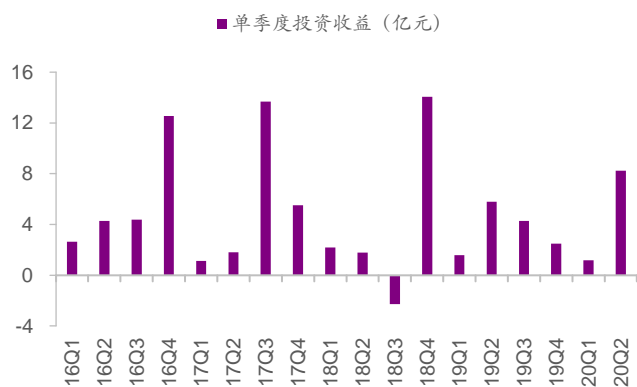
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 公司境内电厂单季度上网电价



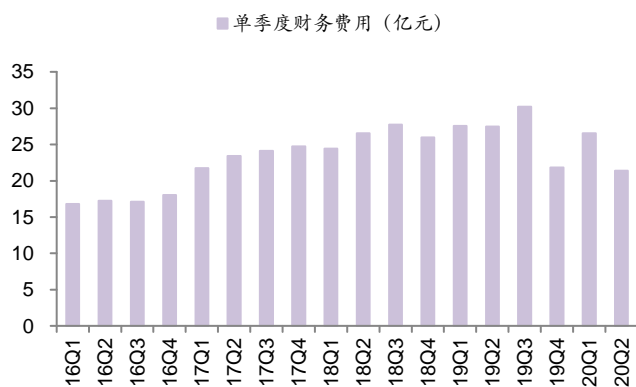
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5：公司单季度投资收益



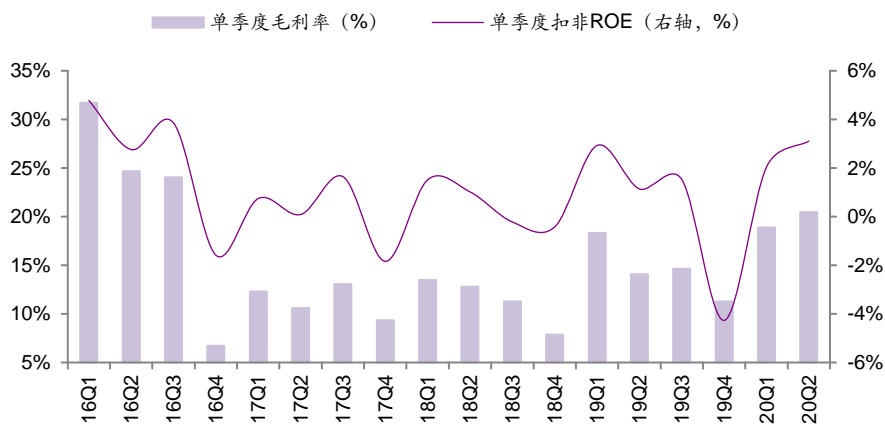
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：公司单季度财务费用



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：公司单季度盈利水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	169,861	173,485	172,841	180,219	185,005
营业成本	150,659	148,172	146,495	150,255	153,138
折旧和摊销	19,827	20,455	18,537	19,583	19,957
税金及附加	1,807	1,833	1,826	1,904	1,955
销售费用	42	117	116	121	125
管理费用	4,233	4,554	4,537	4,730	4,856
研发费用	46	65	65	68	69
财务费用	10,470	10,709	9,162	9,509	8,938
投资收益	1,573	1,413	1,500	1,600	1,600
营业利润	3,648	4,639	13,055	16,153	18,481
利润总额	3,436	4,813	13,055	16,153	18,481
所得税	1,029	2,435	3,264	4,038	4,620
净利润	2,407	2,378	9,791	12,115	13,861
少数股东损益	969	691	2,448	3,029	3,465
归属母公司净利润	1,439	1,686	7,343	9,086	10,396
EPS(按最新股本计)	0.09	0.11	0.47	0.58	0.66

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	28,892	37,324	36,399	40,009	41,437
净利润	1,439	1,686	7,343	9,086	10,396
折旧摊销	19,827	20,455	18,537	19,583	19,957
净营运资金增加	8,747	1,914	-345	1,733	1,105
其他	-1,121	13,269	10,863	9,607	9,980
投资活动产生现金流	-20,528	-29,034	-31,325	-9,090	-4,090
净资本支出	-20,580	-31,031	-32,050	-10,050	-5,050
长期投资变化	19,370	20,616	-600	-640	-640
其他资产变化	-19,318	-18,619	1,325	1,600	1,600
融资活动现金流	-2,368	-11,328	-4,553	-30,329	-36,964
股本变化	498	0	0	0	0
债务净变化	15,755	-8,735	6,729	-15,679	-21,665
无息负债变化	-589	3,387	-446	511	381
净现金流	6,022	-2,974	521	590	383

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	11.3%	14.6%	15.2%	16.6%	17.2%
EBITDA 率	19.3%	26.5%	22.7%	24.2%	24.8%
EBIT 率	7.6%	14.7%	12.0%	13.4%	14.0%
税前净利润率	2.0%	2.8%	7.6%	9.0%	10.0%
归母净利润率	0.8%	1.0%	4.2%	5.0%	5.6%
ROA	0.6%	0.6%	2.3%	2.9%	3.4%
ROE (摊薄)	1.7%	1.7%	7.1%	8.4%	9.3%
经营性 ROIC	2.8%	3.9%	4.5%	5.4%	6.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	75%	72%	71%	69%	66%
流动比率	0.45	0.43	0.41	0.47	0.58
速动比率	0.38	0.37	0.35	0.40	0.49
归母权益/有息债务	0.34	0.42	0.43	0.48	0.55
有形资产/有息债务	1.55	1.65	1.66	1.74	1.86

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	403,441	413,597	427,551	419,357	405,573
货币资金	15,833	13,306	13,827	14,418	14,800
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	24,658	25,352	25,258	26,336	27,035
应收票据	4,621	5,552	5,532	5,768	5,921
其他应收款(合计)	1,517	1,955	1,947	2,030	2,084
存货	9,544	8,883	8,780	9,011	9,187
其他流动资产	2,257	4,102	4,102	4,102	4,102
流动资产合计	61,799	60,775	60,482	62,726	64,212
其他权益工具	2,083	779	779	779	779
长期股权投资	19,370	20,616	21,216	21,856	22,496
固定资产	246,304	240,550	270,021	268,478	256,095
在建工程	23,265	31,013	14,104	5,731	3,292
无形资产	13,806	13,949	13,300	12,684	12,098
商誉	12,423	12,785	12,785	12,785	12,785
其他非流动资产	5,867	12,096	12,096	12,096	12,096
非流动资产合计	341,642	352,821	367,069	356,631	341,362
总负债	301,655	296,308	302,590	287,422	266,137
短期借款	61,039	67,119	73,848	58,169	36,503
应付账款	12,475	12,532	12,390	12,708	12,952
应付票据	2,209	3,319	3,281	3,365	3,430
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	11,976	9,452	9,452	9,452	9,452
流动负债合计	138,206	141,620	147,903	132,734	111,450
长期借款	129,548	115,365	115,365	115,365	115,365
应付债券	25,985	28,487	28,487	28,487	28,487
其他非流动负债	4,903	9,840	9,840	9,840	9,840
非流动负债合计	163,449	154,687	154,687	154,687	154,687
股东权益	101,786	117,289	124,961	131,935	139,436
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
公积金	26,523	26,641	26,641	26,641	26,641
未分配利润	30,802	30,708	35,932	39,878	43,913
归属母公司权益	83,235	98,559	103,783	107,729	111,764
少数股东权益	18,552	18,730	21,178	24,207	27,672

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.02%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
管理费用率	2.49%	2.62%	2.62%	2.62%	2.62%
财务费用率	6.16%	6.17%	5.30%	5.28%	4.83%
研发费用率	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
所得税率	30%	51%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.14	0.33	0.41	0.46
每股经营现金流	1.84	2.38	2.32	2.55	2.64
每股净资产	4.66	4.68	5.01	5.26	5.52
每股销售收入	10.82	11.05	11.01	11.48	11.79

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	55	47	11	9	8
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.3	7.2	8.7	7.5	6.9
股息率	2.0%	2.7%	6.4%	8.0%	9.1%

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;
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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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, 本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, 本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。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼