

2019-10-24

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

华电国际 (600027)

# 量增价升共促营收扩张，减值及费用减少助利润增长

## 报告要点

### ■ 事件描述

公司发布 2019 年三季报：2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 674.57 亿元，同比增长 3.68%（重述后，下同）；实现归母净利润 25.13 亿元，同比增长 59.97%。

### ■ 事件评论

- **电量增加及电价提升携手助力公司营收同比增长。**2019 年 1-9 月全社会用电量同比增长 4.4%，增速同比回落 4.5 个百分点，叠加清洁能源出力提升导致火电发电空间有限，同期全国火电设备利用小时同比下滑 101 小时，其中三季度公司莱城、章丘和淄博热电等电厂发电量均同比下降超过 24%。不过，得益于公司装机规模较去年同期有所增长，1-9 月公司发电量仍实现同比增长 1.96%。上网电价方面，受益于税率调整以及发电供热结构变动的的影响，公司前三季度平均上网电价同比提升 1.99%至 413.59 元/兆瓦时，进一步增厚营收规模。在“量价齐升”的助力下，前三季度公司实现营业收入 674.57 亿元，同比增长 3.68%。
- **电量增加及产能扩张抬升成本，减值及费用减少提振利润。**公司前三季度营业成本 582.83 亿元，同比增加 2.58%，主要原因系发电供热量增加以及新机组投产所产生的影响：1-9 月公司石家庄热电、鹿华热电、杭州下沙热电发电量均有不同程度增长，同时新增包括南疆热电、深圳公司、佛山能源在内的多个发电厂。费用方面，1-9 月公司管理费用和财务费用分别同比减少 2.73 亿元和 1.45 亿元，利润增长贡献率分别达到 19.07%和 10.12%。此外，去年同期公司计提 2.60 亿元信用减值损失，而今年该项损失仅有 0.09 亿元。综合影响之下，公司前三季度业绩同比增长 59.97%。单季度来看，在火电电量略有下滑而水电出力大幅增加的背景下，三季度公司营业收入和营业成本分别同比增长 0.79%和 0.11%。同期公司投资收益相较于上年同期减少 1.95 亿元，主要原因或系参股煤矿盈利能力下滑。不过，得益于信用减值损失同比大幅减少 2.60 亿元、以及管理和财务费用成本合计同比减少 1.58 亿元，经重述三季度公司业绩同比增长 2.74 亿元，增幅 47.59%。
- **投资建议与估值：**基于公司最新财务数据，我们调整公司盈利预测：预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.31 元、0.40 元和 0.49 元，对应 PE 分别为 11.89 倍、9.22 倍和 7.44 倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**

1. 煤价出现非季节性上涨风险；
2. 电力供需恶化风险。

分析师 张韦华

☎ (8621) 61118722

✉ zhangwh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517080003

分析师 金宁

☎ (8621) 61118722

✉ jinning@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518100001

联系人 司旗

☎ (8621) 61118722

✉ siqi1@cjsc.com.cn

联系人 宋尚寿

☎ (8621) 61118722

✉ songsq@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《产能扩张助力电量微增，煤价中枢下移利好盈利改善》2019-10-21

《新投产机组促成电量亮眼表现，助力上半年收入与业绩共提升》2019-8-23

《“量价齐升”上半年收入增长可期，煤价同比下降业绩有望持续提升》2019-7-18

表 1：公司 2019 年前三季度财务指标及同比变动情况（单位：亿元）

项目	2018Q1-Q3（重述后）	2019Q1-Q3	同比变动	变动幅度	利润贡献率
营业收入	650.64	674.57	3.68%	23.93	167.27%
营业成本	568.19	582.83	2.58%	14.64	-102.31%
税金及附加	8.41	8.10	-3.64%	-0.31	2.14%
管理费用	13.94	11.21	-19.57%	-2.73	19.07%
财务费用	40.51	39.07	-3.57%	-1.45	10.12%
其他收益	2.74	2.68	-2.22%	-0.06	-0.42%
投资收益	7.99	5.33	-33.33%	-2.66	-18.61%
公允价值变动收益	-0.23	0.00	不适用	0.23	1.60%
信用减值损失	-2.60	-0.09	不适用	2.51	17.52%
营业外收入	0.70	1.48	112.64%	0.78	5.47%
营业外支出	0.99	1.26	26.46%	0.26	-1.84%
利润总额	27.19	41.50	52.62%	14.31	100.00%
所得税费用	6.74	7.55	12.07%	0.81	不适用
净利润	20.45	33.94	65.99%	13.49	不适用
少数股东损益	4.74	8.82	85.91%	4.07	不适用
归母净利润	15.71	25.13	59.97%	9.42	不适用

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：公司 2019 年三季度财务指标及同比变动情况（单位：亿元）

项目	2018Q3（重述后）	2019Q3	同比变动	变动幅度	利润增长贡献率
营业收入	231.33	233.16	0.79%	1.84	46.80%
营业成本	200.78	200.99	0.11%	0.21	-5.39%
税金及附加	3.09	3.00	-2.84%	-0.09	2.23%
管理费用	5.34	4.68	-12.41%	-0.66	16.87%
财务费用	13.74	12.83	-6.66%	-0.92	23.33%
其他收益	0.65	0.60	-7.72%	-0.05	-1.28%
投资收益	3.99	2.04	-48.98%	-1.95	-49.76%
信用减值损失	-2.60	0.00	不适用	2.60	66.30%
营业外收入	0.19	0.26	40.63%	0.08	1.94%
营业外支出	0.24	0.28	16.88%	0.04	-1.02%
利润总额	10.37	14.30	37.87%	3.93	100.00%
所得税费用	2.12	2.09	-1.42%	-0.03	不适用
净利润	8.24	12.20	48.00%	3.96	不适用
少数股东损益	2.49	3.70	48.96%	1.22	不适用
归母净利润	5.76	8.50	47.59%	2.74	不适用

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：公司 2019 年三季度财务指标及环比变动情况（单位：亿元）

项目	2019Q2	2019Q3	环比变动	变动幅度	利润增长贡献率
营业收入	203.22	233.16	14.74%	29.94	1641.36%
营业成本	175.18	200.99	14.73%	25.81	-1414.71%
税金及附加	2.24	3.00	33.84%	0.76	-41.55%
管理费用	3.02	4.68	54.75%	1.65	-90.67%
财务费用	12.98	12.83	-1.18%	-0.15	8.38%
信用减值损失	-0.09	0.00	不适用	0.09	5.07%
其他收益	1.03	0.60	-41.54%	-0.43	-23.36%
投资净收益	2.02	2.04	0.92%	0.02	1.01%
营业外收入	0.47	0.26	-44.05%	-0.21	-11.38%
营业外支出	0.75	0.28	-63.27%	-0.48	26.10%
利润总额	12.47	14.30	14.63%	1.82	100.00%
所得税	1.88	2.09	11.37%	0.21	不适用
净利润	10.59	12.20	15.21%	1.61	不适用
少数股东损益	1.81	3.70	104.32%	1.89	不适用
归母净利润	8.78	8.50	-3.20%	-0.28	不适用

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	88365	91791	94335	96718
增长率(%)	12%	4%	3%	3%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1695	3036	3917	4850
增长率(%)	294%	79%	29%	24%
每股收益(元)	0.17	0.31	0.40	0.49
净资产收益率 (%)	3%	6%	7%	8%

注：表中每股收益为以最新股本摊薄的每股收益

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>88365</b>	<b>91791</b>	<b>94335</b>	<b>96718</b>	货币资金	6678	6884	7075	7254
营业成本	77450	79681	80191	81027	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>10915</b>	<b>12110</b>	<b>14144</b>	<b>15692</b>	应收账款	10670	11001	11306	11592
%营业收入	12%	13%	15%	16%	存货	3441	3247	3268	3302
营业税金及附加	1112	1102	1133	1161	预付账款	322	332	334	337
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	4547	4413	4463	4509
销售费用	0	0	0	0	<b>流动资产合计</b>	<b>25659</b>	<b>25878</b>	<b>26446</b>	<b>26994</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1872	1526	1568	1608	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	11084	11084	11084	11084
财务费用	5322	5281	5289	5093	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	6%	6%	6%	5%	固定资产合计	142976	143818	140413	135764
资产减值损失	121	14	16	16	无形资产	13839	13954	14060	14156
公允价值变动收益	-17	0	0	0	商誉	1057	1041	1025	1009
投资收益	911	750	788	827	递延所得税资产	405	405	405	405
<b>营业利润</b>	<b>3569</b>	<b>5383</b>	<b>7393</b>	<b>9133</b>	其他非流动资产	30006	35006	39006	43006
%营业收入	4%	6%	8%	9%	<b>资产总计</b>	<b>225026</b>	<b>231186</b>	<b>232438</b>	<b>232418</b>
营业外收支	-413	-100	-102	-104	短期贷款	26587	27603	25959	21562
<b>利润总额</b>	<b>3156</b>	<b>5283</b>	<b>7291</b>	<b>9028</b>	应付款项	19170	19160	19283	19484
%营业收入	4%	6%	8%	9%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	884	1215	2043	2530	应付职工薪酬	239	246	247	250
净利润	2272	4068	5248	6499	应交税费	1605	1667	1713	1757
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1695</b>	<b>3036</b>	<b>3917</b>	<b>4850</b>	其他流动负债	27933	28124	28167	28239
少数股东损益	576	1032	1332	1649	<b>流动负债合计</b>	<b>75534</b>	<b>76800</b>	<b>75370</b>	<b>71291</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.31</b>	<b>0.40</b>	<b>0.49</b>	长期借款	66683	65183	65183	65183
					应付债券	7478	10978	9978	9478
					递延所得税负债	1810	1810	1810	1810
					其他非流动负债	6922	6922	6922	6922
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>负债合计</b>	<b>158426</b>	<b>161692</b>	<b>159263</b>	<b>154684</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>17545</b>	<b>19492</b>	<b>20540</b>	<b>21922</b>	归属于母公司	52031	53893	56243	59153
取得投资收益	397	750	788	827	少数股东权益	14569	15601	16932	18581
长期股权投资	-263	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>66600</b>	<b>69494</b>	<b>73175</b>	<b>77734</b>
无形资产投资	-363	-500	-500	-500	<b>负债及股东权益</b>	<b>225026</b>	<b>231186</b>	<b>232438</b>	<b>232418</b>
固定资产投资	-4089	-10963	-7000	-6000					
其他	-12147	-5100	-4102	-4104	<b>基本指标</b>				
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-16465</b>	<b>-15813</b>	<b>-10815</b>	<b>-9777</b>		2018A	2019E	2020E	2021E
债券融资	0	3500	-1000	-500	EPS	0.17	0.31	0.40	0.49
股权融资	9479	0	0	0	BVPS	5.28	5.46	5.70	6.00
银行贷款增加 (减少)	-4902	-484	-1643	-4397	PE	21.29	11.89	9.22	7.44
筹资成本	-6588	-6529	-6891	-7068	PEG	0.07	0.15	0.32	0.31
其他	-108	40	0	0	PB	0.69	0.67	0.64	0.61
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2119</b>	<b>-3473</b>	<b>-9534</b>	<b>-11966</b>	EV/EBITDA	8.02	7.36	6.48	5.80
<b>现金净流量</b>	<b>-1040</b>	<b>206</b>	<b>191</b>	<b>179</b>	ROE	3%	6%	7%	8%



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** 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; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知情形范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。