

火电行业有望触底反弹

摘要

火电行业：煤价环比下跌，发电量改善，火电板块 Q3 业绩复苏加速。

利润加速增长。2019年Q3火电板块收入同比+12.1% (Q2+4.5%)，Q1、Q2、Q3收入分别+15.7%、+4.5%、+12.1%。归母净利润和扣非净利润快速增长，同比分别+93.6%和+102.8%。2019Q1、Q2、Q3扣费净利润分别为+72.5%、+41.2%、+102.8%。今年前三季度累计收入和扣非净利润同比+11%和+68%，好于整体电力行业的+12%和+44%。

发电量增速触底反弹。2019Q1、Q2、Q3全国火电发电量同比增速分别为2.0%、-1.7%、1.4%，9月电量增速出现反弹，达到6%，创2018年9月以来最高增速。向前看，由于去年四季度火电发电量基数较低，其次是国内多地水量偏枯，水电发电量增速下滑，预计Q4火电发电量将企稳回升。

煤产量高于火电发电量，煤价持续承压。2019Q1、Q2、Q3不含税电煤价格指数同比增速分别为-7.6%、-2.3%、-4.7%，Q3环比增速为-1.5%。1-9月火电发电量同比增速0.5%，而原煤产量增速4.5%，煤炭供应相对高于发电量增速，导致今年煤价承压，发电燃料成本下降。

行业估值处于历史低位。当前火电行业19/20年预计市净率为0.5倍和0.5倍，动态市盈率分别为8.5倍和7.0倍，均处于近5年估值底部。19/20年行业加权平均股息率分别为6.5%和7.6%。

建议关注：华能国际（00902.HK）、华润电力（00836.HK）。

各国指数	收市价	一周变动%	年初至今%
香港恒生指数	27847.2	3.5%	-6.9%
恒生中国企业指数	10935.9	3.8%	-6.6%
上证综合指数	2978.7	1.7%	-9.9%
创业板指数	1715.6	2.6%	-2.1%
道琼斯工业指数	27492.6	1.1%	11.2%
标准普尔500指数	3076.8	1.0%	15.1%
纳斯达克指数	8410.6	1.3%	21.8%
罗素2000指数	1589.5	1.1%	3.5%
富时100指数	7427.3	2.5%	-3.4%
法国CAC 40指数	5885.4	2.7%	10.8%
德国DAX 30指数	13296.2	3.3%	2.9%
日经225指数	23330.3	2.1%	2.5%
波罗的海干散货指数	1533.0	-14.0%	12.2%
预期估值	PE	PB	股息率%
香港恒生指数	11.0	119.8%	3.7%
恒生中国企业指数	8.6	110.4%	3.9%
上证综合指数	11.8	137.6%	2.6%
道琼斯工业指数	18.6	392.4%	2.3%
MSCI新兴市场指数	13.8	156.8%	2.9%
波幅指数	收市价	一周变动%	年初至今%
VIX指数	12.5	-5.8%	12.8%
HSI波动率指数	14.7	-2.9%	1.0%
外汇	收市价	一周变动%	年初至今%
美汇指数	97.9	0.6%	6.3%
美元兑人民币	7.0	1.0%	7.2%
欧元兑美元	1.1	-0.6%	-7.7%
英镑兑美元	1.3	-0.6%	-4.8%
利率	收市价	一周变动%	年初至今%
5年期国债	1.7	9.5%	-24.6%
10年期国债	1.9	9.7%	-22.9%
三个月Shibor	3.0	1.9%	-39.9%
三个月Libor	1.9	-1.7%	11.8%
商品	收市价	一周变动%	年初至今%
纽约期油	57.1	5.3%	-5.6%
布伦特期油	62.5	3.8%	-6.5%
黄金现货	1485.9	-1.8%	14.0%
三月期铜	5907.0	0.0%	-18.5%

Victor Bo Huang (黄博)

(852) 2509 2621

victor.huang@gtjas.com.hk

火电行业：煤价环比下跌，发电量改善，火电板块 Q3 业绩复苏加速。

利润加速增长。2019年Q3火电板块收入同比+12.1%（Q2+4.5%），Q1、Q2、Q3收入分别+15.7%、+4.5%、+12.1%。归母净利润和扣非净利润快速增长，同比分别+93.6%和+102.8%。2019Q1、Q2、Q3扣费净利润分别为+72.5%、+41.2%、+102.8%。今年前三季度累计收入和扣非净利润同比+11%和+68%，好于整体电力行业的+12%和+44%。

发电量增速触底反弹。2019Q1、Q2、Q3全国火电发电量同比增速分别为2.0%、-1.7%、1.4%，9月电量增速出现反弹，达到6%，创2018年9月以来最高增速。向前看，由于去年四季度火电发电量基数较低，其次是国内多地水量偏枯，水电发电量增速下滑，预计Q4火电发电量将企稳回升。

煤产量高于火电发电量，煤价持续承压。2019Q1、Q2、Q3不含税电煤价格指数同比增速分别为-7.6%、-2.3%、-4.7%，Q3环比增速为-1.5%。1-9月火电发电量同比增速0.5%，而原煤产量增速4.5%，煤炭供应相对高于发电量增速，导致今年煤价承压，发电燃料成本下降。

行业估值处于历史低位。当前火电行业19/20年预计市净率为0.5倍和0.5倍，动态市盈率分别为8.5倍和7.0倍，均处于近5年估值底部。19/20年行业加权平均股息率分别为6.5%和7.6%。建议关注：华能国际（00902.HK）、华润电力（00836.HK）。

华能国际（00902.HK）

煤价承压令燃料成本下降，电价市场化占比继续提升，带动业绩大幅修复，毛利率小幅上升。三季度公司实现营收和归母净利润分别为438亿元（人民币，下同）和16亿元，净利润同比大幅扭亏为盈（2018Q3归母净利润为-1.4亿元）。前三季度公司实现归母净利润54亿元，同比+171%，ROE回升至6.3%，好于市场预期。

我们认为主要受四点原因支撑：

- 1) **售电量增速高于全国水平，带动营收环比改善。**三季度公司完成售电量1030亿千瓦时，环比+18.6%，快于Q3全国火电发电量环比增速+14.2%。
- 2) **单位售电成本下降，令公司毛利率提升。**截止10月中旬，动力煤进口价格指数较去年全年分别下跌-12%，有利于公司降低燃料成本。同时，公司长协煤采购数量占比接近六成，也有效控制长期煤价波动带来的

负面影响。毛利率方面，公司 2015-2018 年综合毛利率分别为 29.0% (+4.0%)、21.5% (-7.5%)、11.3% (-10.2%) 和 11.3% (-0.0%)，公司 2019Q3 毛利率达 14.6%，环比上升 0.5 个百分点，较 2018 年上升 3.3 个百分点。

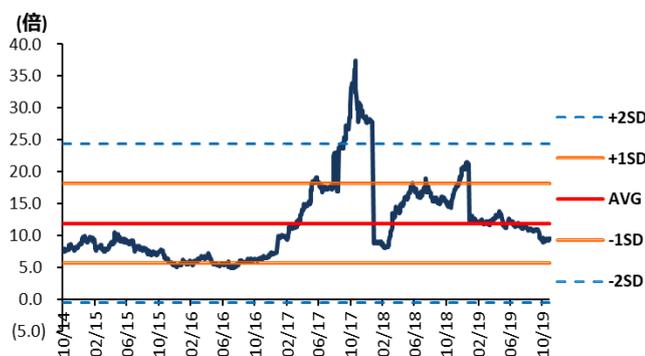
- 3) **市场化交易电量比例上升，电价平稳推动盈利反转。**公司上半年平均上网结算电价为 419.5 元/兆瓦时，同比增长 0.2%；市场化交易电量 875.5 亿千瓦时，交易比例同比增长 10.2 个百分点至 47%。据测算，三季度公司市场化交易电量比例达到 58%。市场化电量比例上升，有助公司盈利改善。
- 4) **境内业务改善，海外业务发力。**H1 新加坡子公司营业收入同比增加 8 亿元，巴基斯坦项目并表增加收入 25.2 亿元，两项海外业务为公司贡献主要收入增长。

估值预测

估值便宜，分红稳定。根据公司《华能国际电力股份有限公司未来三年（2018-2020）股东回报规划》，2018-2020 年原则上分红不少于可分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元人民币，对应 19/20 年股息率约 7.4%/7.5%，股息率和分红比例高。其次，预计 2019-2021 年每股盈利分别为 0.4 和 0.47 元，同比分别增长 1010%/19%。2019/2020 年对应动态市盈率分别为 9.4 倍和 7.9 倍，对应动态市净率 0.5 倍和 0.5 倍，估值处于历史低位。

向前看，受益于煤价持续低迷，售电量保持增长，毛利率边际改善等因素推动，我们认为市场前期过度悲观，公司业绩正在改善，未来仍有望持续，我们继续看好。当前彭博市场平均目标价 5.03 元，潜在上升空间 31.7%。

图表 1：902.HK 动态市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 2：902.HK 动态市净率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

华润电力 (00902.HK)

华润电力(00836.HK)上半年总营收 329.2 亿元(人民币,下同)同比下降-16.3%。归母净利润 40.18 亿元(EPS 为 0.84 元),同比增长+35.8%,符合市场预期。公司派发中期股息每股 0.2 港元(2018H1:0.125 港元,同比+60%),派息率为 24%(2018H1 为 19%)。截至 2019 年 9 月 30 日,首 9 个月公司全资附属公司华润电力投资实现营业收入人民币 289.26 亿元,同比减少 4.30%;净利润人民币 28.93 亿元,同比增长 89.33%。营收下降主要是受到三点原因影响,一是去年底出售了山西省煤炭资产并减持阜阳电厂股权,导致一次性收益;二是今年人民币贬值;三是附属电厂售电量下滑。

盈利上升主要来自燃料成本回落。在经历了 2017-2018 年两年高煤价影响后,公司 2019H1 燃料成本为 0.206 人民币/千瓦时,较去年同期下降-6.7%,总燃料成本为 163.64 亿港元,同比下降-18.97%,从而带动火力发电盈利同比增 43%。预计全年燃料成本有望下降超过 8%,这将改善公司整体毛利率。

估值预测

估值便宜,高股息率。预计 2019-2021 年每股盈利分别为 1.51 和 1.80 元,同比分别增长 82.2%/19.2%。2019/2020 年对应动态市盈率分别为 6.5 倍和 5.5 倍,对应动态市净率 0.6 倍和 0.6 倍,估值处于历史低位。对应 19/20 年股息率约 5.9%/7.0%,股息率高。

向前看,公司大力发展新能源发电,毛利率有望持续提升。其次公司将继续受益于煤炭价格回落带来的盈利改善,当前彭博市场平均目标价 13.44 元,潜在上升空间 31.8%。

图表 3: 836.HK 动态市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 4: 836.HK 动态市净率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

投资咨询部 Investment Strategy

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk	
黄博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk	(852) 25092621
王昕媛	Kate Wang	kate.wang@gtjas.com.hk	(852) 25092623
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtjas.com.hk	(852) 25092631
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
賴焯輝	Yeye Lai	yeye.lai@gtjas.com.hk	(852) 25095375
曾新芜	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 25095695
赵欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtjas.com.hk	(852) 25095443

研究部 Research

刘谷	Grace Liu	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Penny Pan	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

私人客户销售 Private Client Sales

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk		吕鸿极	Dick Lui	dick.lui@gtjas.com.hk
戚竹娜	Emmy Chik	emmy.chik@gtjas.com.hk				
林达诚	Donald Lam	donald.lam@gtjas.com.hk				
吕露	Lv Lu	lvlu@gtjas.com		王刚	Wang Gang	wanggang101@gtjas.com
吴洪健	Wu Hongjian	wuhongjian@gtjas.com		沈悦	Shen Yue	shenyue@gtjas.com

客户服务部 Customer Services

杨曦	Yang Xi	yangxi@gtjas.com		虞琚斐	Liz Yu	liz.yu@gtjas.com.hk
郭琦	Guo Qi	guoqi@gtjas.com				

理财业务 Financial Services

黄沛源	Bryan Wong	bryan.wong@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

机构销售 Institutional Business

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

期货业务 Futures Brokerage

陈家骅	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk		黎启雄	Terry Lai	terry.lai@gtjas.com.hk
吴雪雯	Icy Ng	icy.ng@gtjas.com.hk				

外汇业务 FX Business

杨子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

企业融资 Corporate Finance

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk		邱迪怡	Deirdre Yau	deirdre.yau@gtjas.com.hk
黄嘉贤	Anthony Wong	anthony.wong@gtjas.com.hk		罗广信	Wilson Lo	wilson.lo@gtjas.com.hk

资本市场 Equity Capital Markets

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk		陈丽娥	Olivia Chan	olivia.chan@gtjas.com.hk
张颖思	Cecilia Cheung	cecilia.cheung@gtjas.com.hk				

固定收益 Fixed Income

雷强	Lei Qiang	qiang.lei@gtjas.com.hk		陈怡吟	Sophia Chen	sophia.chen@gtjas.com.hk
蒋小燕	Flora Jiang	flora.jiang@gtjas.com.hk				

资产管理 Asset Management

赵少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk		潘继宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtjas.com.hk
郭睿	Guo Rui	guo.rui@gtjas.com.hk		叶英聪	Yolanda Ye	yolanda.ye@gtjas.com.hk
马凯	Kyle Ma	kyle.ma@gtjas.com.hk				

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除佳兆业集团(01638.HK)、国泰君安国际(01788.HK)、甘肃银行(02139.HK)、滨海投资(02886.HK)、西安海天天(08227.HK)、价值中国A股(03095.HK)、华夏港股通小型股(03157.HK)、南方MSCI-R(CNY)(83149.HK)、中梁控股(02772.HK)、晋商银行(02558.HK)、锦欣生殖(01951.HK)、浦林成山(01809.HK)、民生银行-H股(01988.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安国际或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的华南城(01668.HK)、星美控股(00198.HK)、北京汽车-H股(01958.HK)、中国燃气(00384.HK)、融信中国(03301.HK)、协众国际控股(03663.HK)、当代置业(01107.HK)、中国建筑国际(03311.HK)、碧桂园(02007.HK)、浦林成山(01809.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保-H股(00895.HK)、国美零售(00493.HK)、彩生活(1778.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、绿城中国(03900.HK)、美团点评-W(03690.HK)、中国光大绿色环保(01257.HK)、徽商银行-H股(03698.HK)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安国际”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安国际或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安国际的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安国际集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安国际并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安国际或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com

