

华电国际（600027）2019年三季度报点评

强推（维持）

目标价：5.04元

当前价：3.65元

煤价回落、电价提升，业绩符合预期**事项：**

❖ 2019年前三季度，公司实现营业收入为人民币674.6亿元，比上年同期增加3.68%；营业成本为人民币578.7亿元，比上年同期增加3.0%；归属于母公司股东的净利润为人民币25.1亿元，较上年同期增加59.97%；基本每股收益为人民币0.217元。

评论：

- ❖ **煤价下行和电价提升，增强盈利能力。**公司第三季度毛利率为13.8%，同比提升0.7pct。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公司入炉标煤单价（不含税）预计约为670元/吨，同比下降9.0%，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约9亿元，2、**增值税率下调叠加新能源比例提高，提升税前电价。**2019Q3，含税电价为0.4118元/千瓦时，较去年同期提高2.7%。2019年4月1日企业增值税率由16%下调至13%，税前电价为0.3644元/千瓦时，较去年同期提升1.86分/千瓦时。税前电价提升增加公司营业收入约10亿元。
- ❖ **山东火电受挤压，公司发电量显著下滑。**2019Q3，公司发电量571亿千瓦时，同比下滑3.8%。公司装机占比较高的山东、安徽、河南等地电量火电利用小时大幅下滑。1、**2019Q3，山东火电利用小时下滑11.3%**，主要由核电和外来电挤压所致：山东海阳1、2号机组投产，核电贡献增量；扎鲁特-青州、上海庙-山东特高压投运以后，三季度山东接收外购电量较去年同期增加107亿千瓦时，同比增长59%，对当地火电发电量产生挤压。2、**安徽火电利用小时数下滑10.4%**，主要由外来电增加所致，三季度安徽接收外购电量较去年同期增加51亿千瓦时，同比增长633%。3、**河南火电利用小时数下滑9.3%**，主要因为用电需求下滑所致，三季度河南用电量同比下滑4.8%。电量减少公司营业收入13亿元，减少营业成本7.5亿元。
- ❖ **煤价回落，煤炭销售盈利和投资受益减少。**在电量下滑和增值税下调的双重影响下，公司发电业务营业收入减少约3亿元；在电量和煤价下滑的双重影响下，发电燃料成本减少约16.5亿元。根据公司三季度经营数据我们预测，2019Q3，公司煤炭销售收入同比增加约9亿元，销售成本增加约16.5亿元，煤炭销售盈利能力进一步下滑。在煤价持续下行的大环境中，煤炭销售业务可能拖累公司业绩。2019Q3，公司投资收益同比减少1.95亿元，主要受煤价回落的影响。
- ❖ **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%；火电发电量量同比仅增长0.5%，煤价供需向宽松发展。发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》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，估值提升。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**由于电量下滑幅度较大，我们调整公司2019-2021年归母净利润预测至29.1、43.7、51.4亿元（原预测36.3、49.3、55.3亿元），同比增长71.9%、49.9%、17.7%，对应EPS为0.30、0.44、0.52元/股，对应PE为12.4、8.3、7.0倍，对应PB为0.8、0.7、0.7倍，参考CS火电板块可比公司2019年平均P/B为1.1倍，给予公司19年1.1倍PB，维持目标价为5.04元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**全社会用电需求下滑，煤价快速上涨，电价下调。

主要财务指标

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万) | 88,365 | 91,609 | 96,990 | 97,266 |
| 同比增速(%) | 11.8% | 3.7% | 5.9% | 0.3% |
| 净利润(百万) | 1,696 | 2,914 | 4,368 | 5,141 |
| 同比增速(%) | 294.2% | 71.9% | 49.9% | 17.7% |
| 每股盈利(元) | 0.17 | 0.30 | 0.44 | 0.52 |
| 市盈率(倍) | 21.3 | 12.4 | 8.3 | 7.0 |
| 市净率(倍) | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |

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

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) | 986,298 |
| 已上市流通股(万股) | 871,298 |
| 总市值(亿元) | 354.08 |
| 流通市值(亿元) | 251.15 |
| 资产负债率(%) | 68.8 |
| 每股净资产(元) | 5.7 |
| 12个月内最高/最低价 | 4.91/3.47 |

相关研究报告

《华电国际（600027）2018年报点评：量价齐升提升业绩，预期煤价下跌展现弹性》

2019-03-29

《华电国际（600027）2019年一季度报点评：量价齐升助推业绩，损益结构差异难掩主升浪》

2019-04-28

《华电国际（600027）2019年半年报点评：煤价回落、税率下调推升业绩，后续逻辑增强》

2019-08-26

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 | 6,678 | 8,515 | 11,191 | 11,183 |
| 应收票据 | 1,132 | 1,174 | 1,243 | 1,247 |
| 应收账款 | 9,538 | 9,631 | 10,197 | 10,225 |
| 预付账款 | 322 | 325 | 334 | 329 |
| 存货 | 3,441 | 3,472 | 3,569 | 3,516 |
| 其他流动资产 | 4,548 | 4,687 | 4,916 | 4,927 |
| 流动资产合计 | 25,659 | 27,804 | 31,450 | 31,427 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 11,084 | 11,084 | 11,084 | 11,084 |
| 固定资产 | 142,976 | 144,927 | 148,313 | 151,467 |
| 在建工程 | 23,607 | 26,679 | 25,272 | 24,865 |
| 无形资产 | 13,839 | 14,186 | 14,524 | 14,853 |
| 其他非流动资产 | 7,861 | 5,070 | 5,070 | 5,070 |
| 非流动资产合计 | 199,367 | 201,946 | 204,263 | 207,339 |
| 资产合计 | 225,026 | 229,750 | 235,713 | 238,766 |
| 短期借款 | 26,587 | 27,563 | 29,097 | 29,180 |
| 应付票据 | 574 | 579 | 595 | 586 |
| 应付账款 | 18,596 | 18,763 | 19,289 | 18,998 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应付款 | 4,393 | 4,393 | 4,393 | 4,393 |
| 一年内到期的非流动负债 | 14,024 | 14,024 | 14,024 | 14,024 |
| 其他流动负债 | 11,360 | 10,059 | 10,276 | 10,165 |
| 流动负债合计 | 75,534 | 75,381 | 77,674 | 77,346 |
| 长期借款 | 66,683 | 67,791 | 65,953 | 63,223 |
| 应付债券 | 7,478 | 7,478 | 7,478 | 7,478 |
| 其他非流动负债 | 8,731 | 8,736 | 8,744 | 8,743 |
| 非流动负债合计 | 82,892 | 84,005 | 82,175 | 79,444 |
| 负债合计 | 158,426 | 159,386 | 159,849 | 156,790 |
| 归属母公司所有者权益 | 52,031 | 54,294 | 57,544 | 61,008 |
| 少数股东权益 | 14,569 | 16,070 | 18,320 | 20,968 |
| 所有者权益合计 | 66,600 | 70,364 | 75,864 | 81,976 |
| 负债和股东权益 | 225,026 | 229,750 | 235,713 | 238,766 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 17,780 | 19,159 | 21,328 | 22,412 |
| 现金收益 | 17,646 | 20,086 | 22,440 | 23,702 |
| 存货影响 | -570 | -31 | -97 | 54 |
| 经营性应收影响 | -379 | -258 | -764 | -148 |
| 经营性应付影响 | 69 | 172 | 541 | -299 |
| 其他影响 | 1,015 | -811 | -791 | -896 |
| 投资活动现金流 | -16,465 | -16,000 | -13,146 | -14,146 |
| 资本支出 | -18,696 | -15,998 | -13,143 | -14,144 |
| 股权投资 | 397 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 1,834 | -2 | -3 | -2 |
| 融资活动现金流 | -2,119 | -1,322 | -5,506 | -8,274 |
| 借款增加 | -5,910 | 2,084 | -304 | -2,648 |
| 财务费用 | -6,588 | -7,206 | -2,541 | -2,991 |
| 股东融资 | 9,479 | 9,479 | 9,479 | 9,479 |
| 其他长期负债变化 | 900 | -5,679 | -12,140 | -12,114 |

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 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 88,365 | 91,609 | 96,990 | 97,266 |
| 营业成本 | 77,450 | 78,147 | 80,334 | 79,125 |
| 营业税金及附加 | 1,112 | 1,153 | 1,220 | 1,224 |
| 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 1,872 | 1,940 | 2,054 | 2,060 |
| 财务费用 | 5,322 | 5,044 | 4,995 | 4,844 |
| 资产减值损失 | 121 | 121 | 121 | 121 |
| 公允价值变动收益 | -17 | -17 | -17 | -17 |
| 投资收益 | 911 | 911 | 911 | 911 |
| 营业利润 | 3,569 | 6,547 | 9,608 | 11,235 |
| 营业外收入 | 116 | 116 | 116 | 115 |
| 营业外支出 | 529 | 529 | 529 | 529 |
| 利润总额 | 3,156 | 6,134 | 9,195 | 10,821 |
| 所得税 | 884 | 1,719 | 2,577 | 3,032 |
| 净利润 | 2,272 | 4,415 | 6,618 | 7,789 |
| 少数股东损益 | 576 | 1,501 | 2,250 | 2,648 |
| 归属母公司净利润 | 1,696 | 2,914 | 4,368 | 5,141 |
| NOPLAT | 6,103 | 8,046 | 10,214 | 11,276 |
| EPS(摊薄) (元) | 0.17 | 0.30 | 0.44 | 0.52 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 11.8% | 3.7% | 5.9% | 0.3% |
| EBIT 增长率 | 33.7% | 31.8% | 26.9% | 10.4% |
| 归母净利润增长率 | 294.2% | 71.9% | 49.9% | 17.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 12.4% | 14.7% | 17.2% | 18.7% |
| 净利率 | 2.6% | 4.8% | 6.8% | 8.0% |
| ROE | 3.3% | 5.4% | 7.6% | 8.4% |
| ROIC | 5.0% | 6.2% | 7.6% | 8.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 70.4% | 69.4% | 67.8% | 65.7% |
| 债务权益比 | 185.4% | 178.5% | 165.2% | 149.6% |
| 流动比率 | 34.0% | 36.9% | 40.5% | 40.6% |
| 速动比率 | 29.4% | 32.3% | 35.9% | 36.1% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 应收帐款周转天数 | 38 | 38 | 37 | 38 |
| 应付帐款周转天数 | 82 | 86 | 85 | 87 |
| 存货周转天数 | 15 | 16 | 16 | 16 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.17 | 0.30 | 0.44 | 0.52 |
| 每股经营现金流 | 1.80 | 1.94 | 2.16 | 2.27 |
| 每股净资产 | 4.35 | 4.58 | 4.91 | 5.26 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 21.3 | 12.4 | 8.3 | 7.0 |
| P/B | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 9 | 7 | 7 | 6 |

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·沙吾列塔依 | 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 | zhangjiani@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 | 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 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 |
| 邮编: 100033 | 邮编: 518034 | 邮编: 200120 |
| 传真: 010-66500801 | 传真: 0755-82027731 | 传真: 021-50581170 |
| 会议室: 010-66500900 | 会议室: 0755-82828562 | 会议室: 021-20572500 |