

## 华电国际 (600027)

## 电量下降电价提升, Q3 业绩改善符合预期

## ——华电国际 2019 年三季度报点评

	周妍 (分析师)	张爱宁 (研究助理)
	010-59312768	010-83939820
	zhouyan016534@gtjas.com	zhangaining@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880118090014

## 本报告导读:

Q3 归母净利润同比显著增长主要受益于电力毛利增加、费用及资产减值减少。期待煤价进一步下降。

## 投资要点:

- **投资建议:** 电量减电价升, 叠加煤价下降, Q3 盈利显著改善, 维持 2019-2021 年 eps 预测为 0.35、0.40、0.41 元, 给予公司 2019 年行业平均 16 倍 PE, 维持目标价 5.45 元, 维持增持。
- **事件:** 公司发布三季度报, 2019Q3 营收 233.2 亿元, 同比增长 0.8%, 归母净利润 8.5 亿元, 同比增长 47.6%。业绩符合预期。
- **Q3 归母净利润同比显著增长主要受益于电力毛利增加、费用及资产减值减少:** 1) 电量减电价升, 煤价下降, 毛利增加 1.6 亿: 收入端, Q3 上网电量同比下降 3.5% (主要由于山东电量显著下滑, 今年下半年多条进山东的特高压沿线电源点集中投产, 特高压对山东省内火电的挤压效应较大), 但受益于含税电价上涨及增值税率下调, 税后电价同比显著提升 (同比涨 1.9 分, +5.4%)。成本端, 预计煤电单位燃料成本同比下降 3-4%。因此公司毛利率略有提升 (同比+0.6 个百分点); 2) 费用及资产减值减少约 4 亿: 管理费用减少 0.6 亿, 财务费用减少 0.9 亿, 资产减值减少 2.6 亿 (去年 Q3 计提了生物质发电减值); 3) 其他影响: 投资收益减少 2 亿, 其他收益减少 0.9 亿。
- **盈利改善有望持续, 估值处于历史低位。** 今年以来煤价显著下跌, 当前继续呈现出下跌趋势, 我们继续看好煤价下跌背景下火电盈利的改善, 公司火电机组占比较高, 有望显著受益。同时公司当前估值较低, PB 仅 0.83 倍, 处于历史低位与行业平均。
- **风险因素:** 用电需求不达预期, 煤价上涨超预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	79,007	88,365	94,076	94,035	94,035
(+/-)%	25%	12%	6%	0%	0%
经营利润 (EBIT)	5,752	7,932	10,738	11,714	11,714
(+/-)%	-50%	38%	35%	9%	0%
净利润 (归母)	430	1,695	3,421	3,949	4,007
(+/-)%	-87%	294%	102%	15%	1%
每股净收益 (元)	0.04	0.17	0.35	0.40	0.41
每股股利 (元)	0.02	0.07	0.14	0.16	0.16

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	7.3%	9.0%	11.4%	12.5%	12.5%
净资产收益率 (%)	1.0%	3.3%	6.3%	7.0%	6.8%
投入资本回报率 (%)	2.0%	3.3%	4.7%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	9.34	8.02	6.30	5.99	5.72
市盈率	83.93	21.29	10.55	9.14	9.01
股息率 (%)	0.5%	1.8%	3.8%	4.4%	4.4%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 5.45

上次预测: 5.45

当前价格: 3.66

2019.10.25

## 交易数据

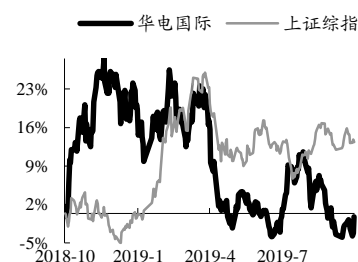
52 周内股价区间 (元)	3.52-4.99
总市值 (百万元)	36,098
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,863/6,996
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,717
流通股比例	88%
日均成交量 (百万股)	29.06
日均成交值 (百万元)	112.29

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	58,501
每股净资产	5.93
市净率	0.6
净负债率	177.18%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.07	0.08
Q2	0.03	0.09
Q3	0.05	0.10
Q4	0.02	0.08
全年	0.17	0.35

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-1%	-2%
相对指数	-1%	-2%	-15%

## 相关报告

《电力业务量价齐升, 主业盈利显著改善》  
2019.08.26

《净利润显著改善, 少数股东权益影响归母净利润有限》2019.04.29

《18 年业绩大幅改善符合预期, 19 年盈利有望持续改善》2019.03.30

《2018H1 同比扭亏为盈, Q2 业绩略低于预期》  
2018.08.31

《一季度盈利超预期, 业绩改善趋势有望持续》  
2018.05.02

模型更新时间: 2019.10.25

**股票研究**

公用事业  
电力

**华电国际 (600027)**

**评级:** **增持**  
上次评级: 增持  
**目标价格:** **5.45**  
上次预测: 5.45  
**当前价格:** 3.66

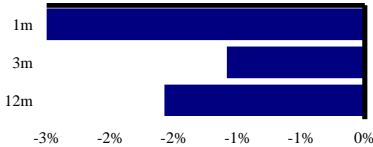
公司网址  
www.hdpi.com.cn

**公司简介**

公司是中国最大型的综合性能源公司之一,主要业务为建设、经营发电厂和其它与发电相关的产业。

本公司通过新建和收购,装机容量不断扩大.公司发电资产遍布全国多个省、市、自治区,主要处于电力、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域。

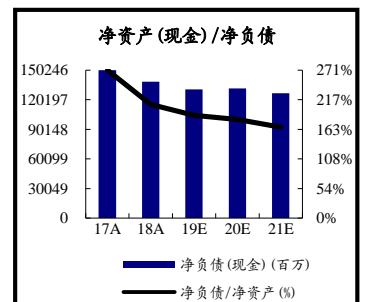
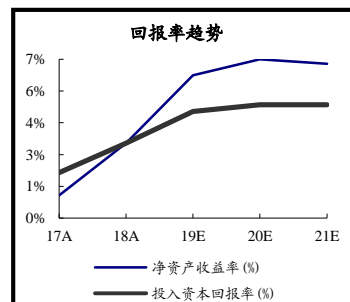
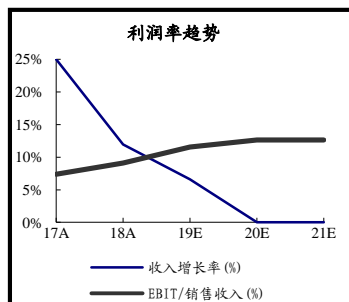
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 3.52-4.99  
市值 (百万) 36,098

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	79,007	88,365	94,076	94,035	94,035
营业成本	70,677	77,450	80,162	79,146	79,146
税金及附加	901	1,112	1,184	1,183	1,183
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,677	1,872	1,993	1,992	1,992
EBIT	5,752	7,932	10,738	11,714	11,714
公允价值变动收益	0	-17	0	0	0
投资收益	978	911	911	911	911
财务费用	5,044	5,322	5,259	5,354	5,258
营业利润	1,299	3,569	5,702	6,582	6,678
所得税	522	884	1,425	1,646	1,669
少数股东损益	346	576	855	987	1,002
归母净利润	430	1,695	3,421	3,949	4,007
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	7,482	6,678	19,408	19,404	19,404
其他流动资产	17,569	18,981	19,922	19,214	19,454
长期投资	10,820	11,084	11,084	11,084	11,084
固定资产合计	138,887	142,976	141,795	139,424	135,671
无形资产及其他资产	41,365	45,052	48,183	51,331	54,346
资产合计	216,124	224,771	240,391	240,456	239,958
流动负债	80,317	75,534	78,125	74,833	70,929
非流动负债	80,540	82,892	92,973	92,973	92,973
股东权益	55,421	66,600	69,548	72,905	76,310
投入资本(IC)	168,620	174,758	171,244	174,735	174,187
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	3,439	5,709	8,054	8,785	8,785
折旧与摊销	10,236	10,052	11,139	11,331	11,712
流动资金增量	6,047	-622	-5,464	2,715	191
资本支出	-13,913	-17,182	-13,517	-12,535	-11,401
自由现金流	5,809	-2,043	212	10,296	9,287
经营现金流	12,789	17,806	25,654	18,423	21,304
投资现金流	-14,087	-16,465	-12,606	-11,624	-10,490
融资现金流	2,356	-2,119	-319	-6,804	-10,814
现金流净增加额	1,058	-778	12,729	-4	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	24.7%	11.8%	6.5%	0.0%	0.0%
EBIT 增长率	-50.4%	37.9%	35.4%	9.1%	0.0%
净利润增长率	-87.1%	294.2%	101.8%	15.4%	1.5%
利润率					
毛利率	10.5%	12.4%	14.8%	15.8%	15.8%
EBIT 率	7.3%	9.0%	11.4%	12.5%	12.5%
归母净利润率	0.5%	1.9%	3.6%	4.2%	4.3%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	1.0%	3.3%	6.3%	7.0%	6.8%
总资产收益率(ROA)	0.2%	0.8%	1.4%	1.6%	1.7%
投入资本回报率(ROIC)	2.0%	3.3%	4.7%	5.0%	5.0%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	14	15	16	15	15
应收账款周转天数	41	44	44	43	44
总资产周转天数	985	911	902	933	932
净利润现金含量	2973.3%	1050.3%	749.9%	466.5%	531.7%
资本支出/收入	17.6%	19.4%	14.4%	13.3%	12.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.4%	70.5%	71.2%	69.8%	68.3%
净负债率	271.1%	207.9%	187.9%	180.3%	166.2%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	83.93	21.29	10.55	9.14	9.01
PB	0.86	0.69	0.67	0.64	0.61
EV/EBITDA	9.34	8.02	6.30	5.99	5.72
P/S	0.46	0.41	0.38	0.38	0.38
股息率	0.5%	1.8%	3.8%	4.4%	4.4%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		