

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