

2019年10月25日

三季度营收微增，归母净利增速放缓

华电国际(600027)

事件概述

2019年10月24日，公司发布2019年第三季度报告：公司2019年前三季度实现营业收入674.57亿元，同比增长3.68%。归属于上市公司股东的净利润约为25.13亿元，同比增长59.97%。加权平均净资产收益率4.86%，同比增长1.24个百分点。每股收益0.217元。

分析判断

▶ 三季度量减价增，致公司营收略微增长

分季度来看，三季度发电量同比下滑-3.81%至571亿度，相较于去年同期少发22.61亿度，主要原因为：1) 山东区域受外电入鲁及用电量增速放缓影响，山东区域火电厂同比少发68.48亿度，同比降低25%。2) 而公司又受益于华电芜湖、华电湖北、华电广东新增火电机组投产贡献，该区域三季度发电量同比多发43.01亿度，部分抵消了山东区域火电厂少发电量带来的影响。公司前三季度平均上网电价为413.59元/兆瓦时，同比增长约1.99%。在量减价增因素的共同影响下，Q3公司营业收入同比增长0.79%至233.16亿元。

▶ 三季度度电成本增速加快，归母净利增速放缓

三季度平均度电发电成本为388.79元/兆瓦时，同比增长3.70%，相比二季度增速加快3.27%。三季度归母净利为8.5亿元，同比增长47.06%，相较二季度193.65%的增速，增速放缓趋势明显，我们判断三季度度电发电成本的增加或为公司归母净利增速放缓的主要原因。

▶ 火电价格机制改革文件出台，公司龙头优势明显

近日发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，机制将改为市场化的“基准价+上下浮动”，上浮不超过10%，下浮不超过15%。暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量，仍按基准价执行。新机制有望使电力回归商品属性，由供需及成本共同决定电价。尽管电价短期可能承压，但行业规范运行中长期利好龙头企业的逻辑不变。

投资建议

公司经营情况稳健，营收增速稳定，同时利润率大幅改善。预期燃料成本短期内依然将维持低位，看好公司中长期成长前景。我们预计公司2019-2021年的收入分别为918亿元、950亿元和979亿元，同比增速分别为3.90%、3.50%和3.00%；归

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	5.01
最新收盘价:	3.66
股票代码:	600027
52周最高价/最低价:	4.86/3.56
总市值(亿)	345.00
自由流通市值(亿)	256.00
自由流通股数(百万)	6,995.74



分析师: 晏溶

邮箱: yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话: 0755-8302 6989

母净利润分别为 32.18 亿元、44.01 亿元和 62.17 亿元，同比增速分别为 89.80%、36.75%和 41.29%，对应 EPS 分别为 0.33、0.45、0.63 元/股，对应 PE 分别为 11、8、6 倍。从估值角度看，火电企业采用 PB 估值法，公司最新 BPS 为 4.51 元（2019 年 10 月 24 日），国内 A 股电力行业市值相近的可比公司 PB 均值为 1.40 倍，中位数 1.10 倍，公司作为火电龙头公司，给予 1.11 倍 PB，对应股价为 5.01 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1) 动力煤价格下行趋势反转；2) 全社会用电量增速不及预期；3) 电力市场化推进过程中结算价格大幅下降。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	79006.84	88365.07	91808.39	95021.68	97872.33
YoY (%)	24.72%	11.84%	3.90%	3.50%	3.00%
归母净利润(百万元)	430.13	1695.40	3217.93	4400.57	6217.34
YoY (%)	-87.14%	294.16%	89.80%	36.75%	41.29%
毛利率 (%)	10.54%	12.35%	13.51%	15.60%	17.24%
每股收益 (元)	0.04	0.17	0.33	0.45	0.63
ROE	1.03%	3.26%	5.82%	7.37%	9.43%
市盈率	82.32	20.88	11.00	8.05	5.70

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 三季度量减价增，致公司营收略微增长	4
2. 三季度度电成本增速加快，归母净利增速放缓	5
3. 火电价格机制改革文件出台，公司龙头优势明显	6
4. 盈利预测：给予公司 5.01 元/股的目标价，买入评级	6

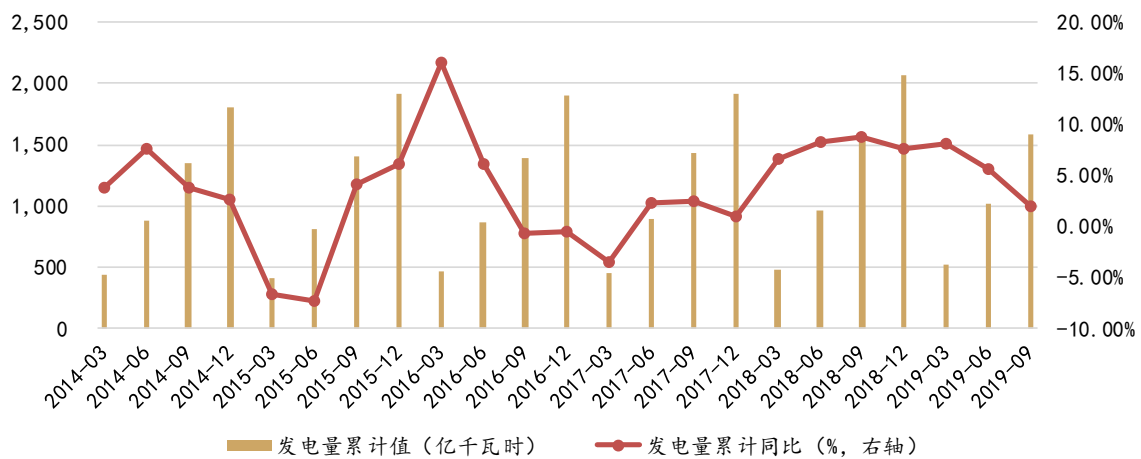
图表目录

图 1 华电国际历年累计发电量情况.....	4
图 2 华电国际营收及归母净利润变动情况.....	5
图 3 华电国际毛利率及净利率变动情况.....	5
图 4 华电国际火电发电量分区域情况.....	6
表 1 华电国际收入预测表	7
表 2 华电国际及可比公司的 BPS 和 PB 情况.....	7

1. 三季度量减价增，致公司营收略微增长

依据公司发布的《2019 年前三季度发电量及上网电价公告》，今年新投产机组有天津华电南疆、广东华电韶关、华电国际深圳、华电佛山、华电顺德等，新增机组规模超过 400 兆瓦至 5353.15 兆瓦，同比增长 8.66%。分季度来看，三季度发电量同比下滑-3.81%至 571 亿度，相较去年同期少发 22.61 亿度，主要原因为：1) 山东区域受外电入鲁及用电量增速放缓影响，山东区域火电厂同比少发 68.48 亿度，同比降低 25%。2) 而公司又受益于华电芜湖、华电湖北、华电广东新增火电机组投产贡献，该区域三季度发电量同比多发 43.01 亿度，部分抵消了山东区域火电厂少发电量带来的影响。公司前三季度平均上网电价为 413.59 元/兆瓦时，同比增长约 1.99%。在量减价增因素的共同影响下，Q3 公司营业收入同比增长 0.79%至 233.16 亿元。

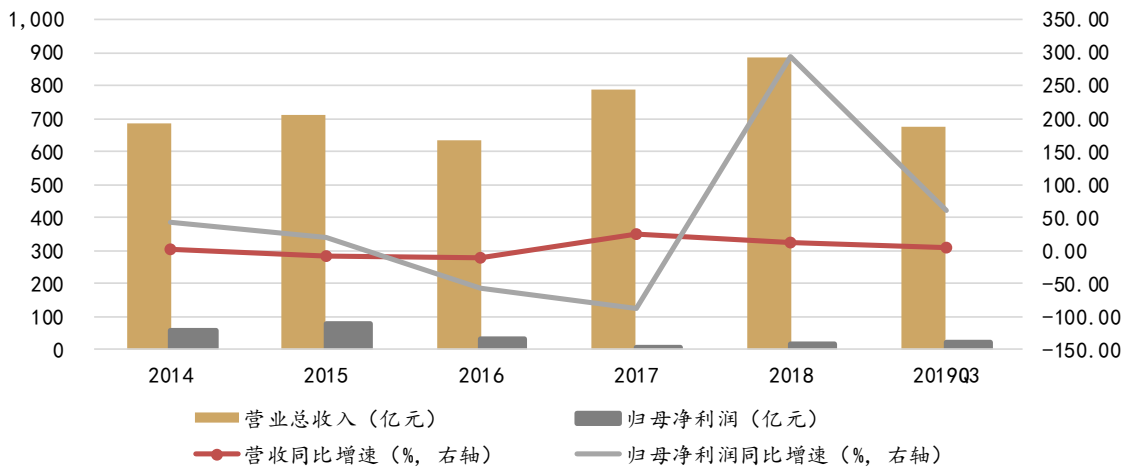
图 1 华电国际历年累计发电量情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2019 年我国全社会用电量增速逐步下滑，同时公司发电机组占比最高的山东省通过特高压输电网接纳外电输入量较大。2018 年数据为全年接纳 700 亿千瓦时外电，占全网用电总量的 15%，今年外电占山东全网用电比重继续上升。依据公司《2019 年前三季度发电量及上网电价公告》，华电山东区域在此影响下，火电厂相较去年少发 68.48 亿度，同比降低 25%。

图2 华电国际营收及归母净利润变动情况

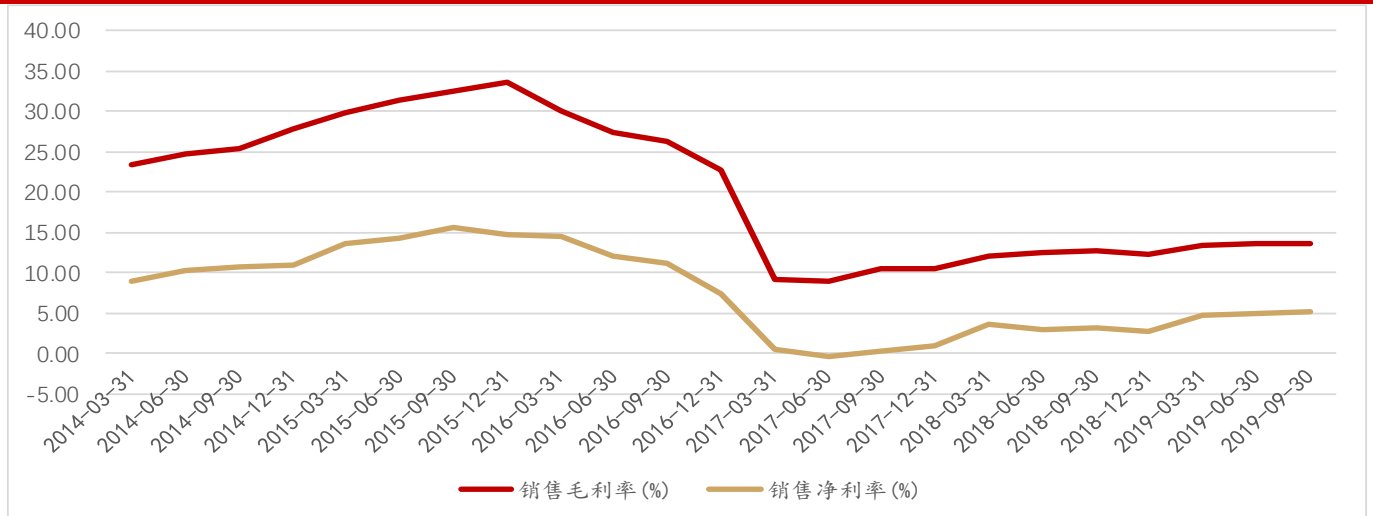


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 三季度度电成本增速加快，归母净利增速放缓

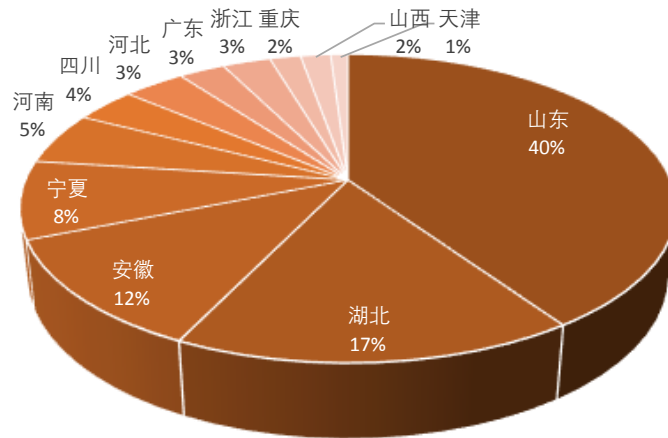
2019年三季度平均度电发电成本为388.79元/兆瓦时，同比增长3.70%，相比二季度增速加快3.27%。三季度归母净利为8.5亿元，同比增长47.06%，相较二季度193.65%的增速，增速放缓趋势明显，我们判断三季度度电发电成本的增加或为公司归母净利增速放缓的主要原因。

图3 华电国际毛利率及净利率变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 华电国际火电发电量分区域情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 火电价格机制改革文件出台，公司龙头优势明显

2019年10月24日，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》，为稳步实现全面放开燃煤发电上网电价目标，现行燃煤发电标杆上网电价机制将改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。在现行燃煤发电标杆上网电价为基准的情况下，上浮不超过10%，下浮不超过15%。新机制有望使电力回归商品属性，由供需关系及发电企业实际成本共同决定市场化电价，改变“市场煤计划电”的矛盾局面。

华电国际市场化结算比例逐年提高，2019年前三季度市场化交易电量约为765.32亿千瓦时，交易电量比例为51.70%，去年同期的比例为39.39%，较去年同期增加12.31个百分点。预计在新规实行后，公司市场化交易比例将继续提高。在市场规范运行，淘汰高成本机组出局后，公司作为火电龙头，有望继续提升市场份额，享受规模优势和管理优势。

4. 盈利预测：给予公司5.01元/股的目标价，买入评级

用电需求方面：9月份，我国规模以上发电量5908亿千瓦时，同比增长4.7%，增速加快3.0pct，预计未来全社会用电量将保持温和增长。

燃料成本方面：国内前三季度电煤价格较去年降幅约8.5%，预计未来随产能释放，电煤价格将继续维持低位。

预计公司2019-2021年的收入分别为918亿元、950亿元和979亿元，同比增速分别为3.90%、3.50%和3.00%；归母净利润分别为32.18亿元、44.01亿元和62.17亿元，同比增速分别为89.80%、36.75%和41.29%，对应EPS分别为0.33、0.45、0.63元/股，对应PE分别为11、8、6倍。从估值角度看，火电企业采用PB估值法，公司最新BPS为4.51元（2019年10月24日），国内A股电力行业市值相近的可比

公司 PB 均值为 1.40 倍，中位数 1.10 倍，公司作为火电龙头公司，给予 1.11 倍 PB，对应股价为 5.01 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1 华电国际收入预测表

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
电力及热力						
营业收入	616.05	656.60	740.22	795.72	823.57	848.28
营业成本	473.44	576.62	639.57	669.90	676.60	683.37
售煤						
营业收入	12.32	128.04	133.97	110.36	114.23	117.65
营业成本	15.1	128.6	131.67	120.30	121.50	122.71
其他业务						
营业收入	5.09	5.43	9.46	12.00	12.42	12.79
营业成本	1.8	1.55	3.26	3.84	3.88	3.92
营业总收入	633.46	790.07	883.65	918.08	950.22	978.72
营业成本	490.34	706.77	774.50	794.04	801.98	810.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 华电国际及可比公司的 BPS 和 PB 情况

排名	代码	证券简称	每股净资产 (BPS) (10月24日)	市净率 PB (MRQ)
	600027.SH	华电国际	4.51	0.60
		中位值	2.67	1.08
		平均值	3.38	1.40
1	600886.SH	国投电力	5.03	1.38
2	600023.SH	浙能电力	4.56	0.97
3	601991.SH	大唐发电	2.37	1.08
4	600795.SH	国电电力	2.67	0.91
5	600236.SH	桂冠电力	2.27	2.67

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	88365.07	91808.39	95021.68	97872.33	净利润	2271.77	4743.23	6467.93	9001.42
YoY (%)	11.84%	3.90%	3.50%	3.00%	折旧和摊销	10051.84	0.00	0.00	0.00
营业成本	77449.83	79403.66	80197.69	80999.67	营运资金变动	828.28	2767.71	-847.09	-156.31
营业税金及附加	1111.88	1165.99	1182.52	1228.58	经营活动现金流	17544.60	10202.81	8182.17	9791.73
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	-17182.44	-5886.85	-4469.76	-4508.23
管理费用	1871.67	2036.58	2061.02	2130.63	投资	169.48	-6.00	-9.00	-12.00
财务费用	5322.34	2985.16	2973.92	2898.27	投资活动现金流	-16465.21	-5882.85	-4466.76	-3020.23
资产减值损失	120.66	0.00	0.00	0.00	股权募资	9479.12	0.00	0.00	0.00
投资收益	911.18	10.00	12.00	1500.00	债务募资	-4902.21	-869.88	-1168.31	-4311.15
营业利润	3569.41	6676.99	9118.53	12665.17	筹资活动现金流	-2119.25	-11234.10	-4141.64	-7207.77
营业外收支	-413.34	300.00	400.00	450.00	现金净流量	-1039.85	-6914.14	-426.23	-436.27
利润总额	3156.07	6976.99	9518.53	13115.17	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	884.30	2233.76	3050.60	4113.75	成长能力				
净利润	2271.77	4743.23	6467.93	9001.42	营业收入增长率	11.84%	3.90%	3.50%	3.00%
归属于母公司净利润	1695.40	3217.93	4400.57	6217.34	净利润增长率	294.16%	89.80%	36.75%	41.29%
YoY (%)	294.16%	89.80%	36.75%	41.29%	盈利能力				
每股收益	0.17	0.33	0.45	0.63	毛利率	12.35%	13.51%	15.60%	17.24%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	2.57%	5.17%	6.81%	9.20%
货币资金	6678.13	-236.02	-662.25	-1098.52	总资产收益率 ROA	0.75%	1.44%	1.93%	2.67%
预付款项	322.24	352.85	331.47	343.54	净资产收益率 ROE	3.26%	5.82%	7.37%	9.43%
存货	3441.30	3037.53	3153.71	3175.64	偿债能力				
其他流动资产	15217.78	14162.60	15110.25	15427.04	流动比率	0.34	0.23	0.24	0.25
流动资产合计	25659.45	17316.97	17933.18	17847.70	速动比率	0.29	0.18	0.19	0.20
长期股权投资	11083.69	11088.69	11096.69	11106.69	现金比率	0.09	0.00	-0.01	-0.02
固定资产	142975.76	142975.76	142975.76	142975.76	资产负债率	70.40%	67.97%	65.91%	62.77%
无形资产	13838.63	13838.63	13838.63	13838.63	经营效率				
非流动资产合计	199366.39	205559.24	210438.00	215408.23	总资产周转率	0.40	0.41	0.42	0.42
资产合计	225025.84	222876.20	228371.18	233255.93	每股指标 (元)				
短期借款	26586.95	25717.07	24548.75	20237.60	每股收益	0.17	0.33	0.45	0.63
应付账款及票据	19170.04	19633.08	20019.07	20031.79	每股净资产	5.28	5.61	6.05	6.68
其他流动负债	29776.80	30653.14	30462.51	30644.27	每股经营现金流	1.78	1.03	0.83	0.99
流动负债合计	75533.79	76003.28	75030.33	70913.66	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	66682.67	66682.67	66682.67	66682.67	估值分析				
其他长期负债	16209.74	8806.97	8806.97	8806.97	PE	20.88	11.00	8.05	5.70
非流动负债合计	82892.40	75489.64	75489.64	75489.64	PB	0.90	0.64	0.59	0.54
负债合计	158426.19	151492.92	150519.97	146403.30					
股本	9862.98	9862.98	9862.98	9862.98					
少数股东权益	14568.64	16093.94	18161.30	20945.38					
股东权益合计	66599.65	71383.28	77851.21	86852.63					
负债和股东权益合计	225025.84	222876.20	228371.18	233255.93					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。