

华电国际(600027)

公司研究/点评报告

三季度业绩持续修复，静待煤价进一步回落

点评报告/环保及公用事业

2018 年 10 月 31 日

一、事件概述

公司发布 2018 年三季度报告：前三季度营业收入 643.14 亿，同比增长 10.71%；归母净利润 15.26 亿，同比增长 742.7%。

二、分析与判断

➤ 三季度业绩修复符合 WIND 一致预期，发电量增速优于行业平均

公司 Q3 单季度实现营收 227.77 亿元，同比增长 6.21%，归母净利润 5.39 亿，同比大幅扭亏，业绩情况基本符合 WIND 一致预期。工业用电增速超预期叠加气候影响，2018 年前三季度全社会用电量同比增长 8.9%，公司发电量亦快速提升，前三季度累计发电 1552 亿千瓦时，同比增长 8.79%，上网电量完成 1449 亿千瓦时，同比增长 8.63%，高于 6.9% 的火电行业发电量增速。

➤ Q3 单季度毛利率有所下滑，煤矿收益提升增厚利润

前三季度公司综合毛利率 12.63%，净利率 2.37%，分别同比+2.12%和+2.22%，修复幅度较上半年有所缩窄，主要系去年 7 月燃煤标杆电价上调的翘尾影响结束。公司 Q3 单季度毛利率/净利率同比-0.36%、+2.49%，毛利率下滑推测系公司三季度市场煤采购比例提升，三季度秦皇岛山西产 5500 大卡动力末煤均价 632.9 元/吨，同比略降 1.07%，净利率提升主要系 Q3 确认参股煤矿收益 3.99 亿元致投资收益同比提升 222%。三项费用基本稳定，管理及研发/财务费用率分别+0.09%/-0.12%。

➤ 山东下调燃煤标杆电价影响可控，后续继续下调空间较小

公司前三季度平均上网电价为 405.53 元/兆瓦时，同比上升约 2.15%。公司 40% 的发电机组位于山东省，今年 9 月山东物价局发布《关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》，将省内燃煤机组中现行电价高于燃煤标杆电价 0.011 元及以上的，上网电价降低 0.011 元/kwh；高于标杆电价 0.011 元以下的，降至燃煤标杆电价，我们测算该政策将降低公司整体上网电价约 2.05 元/兆瓦时。2018 年动力煤价持续高位震荡，目前煤电企业亏损面较大，我们认为后续继续下调上网电价的空间和概率较小，公司上网电价有望维持稳定。

三、投资建议

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.19、0.32、0.41，对应当前价格 20、12、9 倍，公司 PB 已位于上市以来底部区间，看好未来动力煤价格回落带来的盈利修复，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

1、动力煤价持续维持高位。2、上网电价下调幅度超预期。

推荐

首次评级

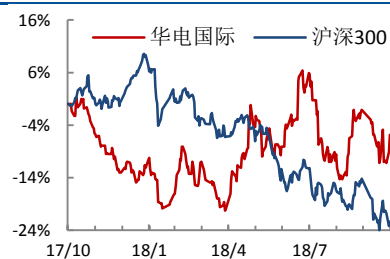
当前价格： 4.00

交易数据

2018-10-30

近 12 个月最高/最低(元)	4.48/3.38
总股本(百万股)	9862.98
流通股本(百万股)	6995.74
流通股比例(%)	71%
总市值(亿元)	395
流通市值(亿元)	368

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009
 电话： 010-85127892
 邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：晏溶

执业证号： S0100117060016
 电话： 0755-22662075
 邮箱： yanrong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号： S0100118070006
 电话： 0755-22662085
 邮箱： yangrenzhang@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	79,007	84,932	88,754	91,861
增长率（%）	24.7%	7.5%	4.5%	3.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	430	1,912	3,152	4,056
增长率（%）	-87.1%	344.6%	64.8%	28.7%
每股收益（元）	0.04	0.19	0.32	0.41
PE（现价）	87.7	19.9	12.1	9.4
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	79,007	84,932	88,754	91,861
营业成本	70,677	72,362	74,554	75,693
营业税金及附加	901	968	1,012	1,047
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,677	1,803	1,884	1,950
EBIT	5,752	9,799	11,305	13,170
财务费用	5,044	5,113	5,016	4,853
资产减值损失	772	200	200	200
投资收益	978	978	978	978
营业利润	1,299	5,464	7,066	9,095
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	1,298	5,464	7,066	9,095
所得税	522	1,639	1,957	2,519
净利润	776	3,824	5,109	6,576
归属于母公司净利润	430	1,912	3,152	4,056
EBITDA	15,988	20,009	21,502	23,354

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7482	31814	50397	67807
应收账款及票据	10511	9642	10076	10428
预付款项	222	228	235	238
存货	2871	2871	2958	3003
其他流动资产	3206	3206	3206	3206
流动资产合计	25052	48708	67861	85707
长期股权投资	10820	11420	12020	12620
固定资产	138887	138887	138887	138887
无形资产	13476	12872	12282	11705
非流动资产合计	191227	182610	174006	165415
资产合计	216279	231317	241866	251122
短期借款	31697	31697	31697	31697
应付账款及票据	18078	19372	19959	20264
其他流动负债	6833	6833	6833	6833
流动负债合计	80317	81926	83155	84216
长期借款	62209	72209	77209	80209
其他长期负债	18331	18331	18331	18331
非流动负债合计	80540	90540	95540	98540
负债合计	160857	172466	178695	182756
股本	9863	9863	9863	9863
少数股东权益	13663	15575	17532	20052
股东权益合计	55421	58851	63171	68366
负债和股东权益合计	216279	231317	241866	251122

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	24.7%	7.5%	4.5%	3.5%
EBIT 增长率	-50.4%	70.4%	15.4%	16.5%
净利润增长率	-87.1%	344.6%	64.8%	28.7%
盈利能力				
毛利率	10.5%	14.8%	16.0%	17.6%
净利润率	0.5%	2.3%	3.6%	4.4%
总资产收益率 ROA	0.2%	0.8%	1.3%	1.6%
净资产收益率 ROE	1.0%	4.4%	6.9%	8.4%
偿债能力				
流动比率	0.3	0.6	0.8	1.0
速动比率	0.3	0.6	0.8	1.0
现金比率	0.1	0.4	0.6	0.8
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	35.2	35.2	35.2	35.2
存货周转天数	14.5	14.5	14.5	14.5
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.0	0.2	0.3	0.4
每股净资产	4.2	4.4	4.6	4.9
每股经营现金流	1.3	2.1	2.1	2.2
每股股利	0.0	0.0	0.1	0.1
估值分析				
PE	87.7	19.9	12.1	9.4
PB	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.5	6.8	5.7	4.7
股息收益率	0.5%	1.0%	2.1%	3.6%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	776	3,824	5,109	6,576
折旧和摊销	11,008	10,411	10,397	10,384
营运资金变动	(2,715)	2,254	265	33
经营活动现金流	12,789	20,774	20,445	21,875
资本开支	13,913	1,193	1,193	1,193
投资	(745)	(600)	(600)	(600)
投资活动现金流	(14,087)	(815)	(815)	(815)
股权募资	509	0	0	0
债务募资	9,937	10,000	5,000	3,000
筹资活动现金流	2,356	4,373	(1,047)	(3,650)
现金净流量	1,058	24,332	18,583	17,410

分析师与研究助理简介

陶贻功，2011年7月加入民生证券至今，一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员

晏溶，环保及公用事业方向负责人，2010年华南理工大学环境工程专业硕士毕业，中级工程师，曾就职于深圳市市场监督和管理委员会、广东省环保厅直属事业单位，长期从事环保行业政策及市场研究，2017年加入民生证券。

杨任重，香港理工大学精算与投资科学硕士毕业，2018年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。