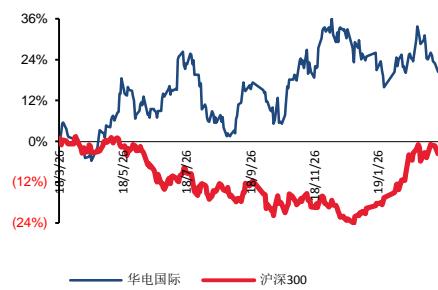




公用事业 公用事业Ⅱ

## 18年改善缘于收入增速快于成本增速，19年还需看成本端改善

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	9,863/8,713
总市值/流通(百万元)	42,509/37,553
12个月最高/最低(元)	4.86/3.40

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：晏榕

E-MAIL: yanrong@tpyzq.com

执业资格证书编码：S0100117060016

### 一、事件概述

公司发布2018年年度报告：2018年营业收入883.65亿元，同比增长11.84%；归母净利16.95亿元，同比增长294.16%；EPS为0.157元/股，同比增长256.82%。

### 二、分析与判断

利润改善主要缘于发售电量增长带来的收入增速快于成本增速。

1) 公司发电、供热和售煤3块业务中，发电收入同比增长12.13%，贡献了80%的营收增长动力，而将发电收入拆分为火电、风电、水电及光伏发电收入后发现，营收增长73%的动力来自于公司火电机组发售电量的增长。公司2018年末拥有控股装机共计5157万千瓦，燃煤/天然气/水电/风电/光伏机组各自装机占比分别为78%/9.92%/12.08%（可再生能源合计），2018年各类型发电机组各自利用小时数分别为4849/1603/3486/1895/1318，同比+347/+70/+69/+79/-115小时，火电机组2018年发电小时数改善明显。2) 公司主营业务成本同比增长9.36%，低于主营收入增长2.77个百分点，是2018年业绩改善的主要原因。成本端分项来看，燃料/煤炭销售/折旧摊销/职工薪酬/维护、保养及检查费用成本占比分别为58%/16%/13%/7%/4%，对2018年主营业务成本增长贡献度分别为78.84%/1.45%/-3.03%/10.32%/10.74%，成本增速较2017年分别-23.98%/-1071%/-0.66%/13.13%/41.75%。燃料成本较2017年缓速增长贡献了主营业务成本增速低于营收增速的主要动力，但2018年公司职工薪酬及维修保养费用增长较快，对主营成本增速贡献比为21%。

火电发电量大幅增长，主要缘于机组所在省份2018年高于全国均值的用电增长需求。公司2018年累计发电量为2098.54亿千瓦时，同比2017年多发181亿度电，其中火电机组多发170度电，贡献率达94%。1) 从各省火电增发电量绝对值贡献度来讲，湖北和山东占比分别为38%和28%。湖北省2018年全社会用电量同比增长10.83%，该省水电装机容量占比接近50%，火电利用小时数受水电来水情况影响较大。2018年清江、汉江流域来水较多年平均偏少一至三成，全省水电发电量同比下降11.99%，火电发电量同比增长17.78%，公司湖北火电机组发电量同比增长32.33%，多发65亿度电，贡献了38%的绝对量增长。山东省属于煤电大省及用电大省，2018年用电量同比增长12.04%，公司山东省装机量占比最大，2018年在山东地区的收入占总营收36.27%，公司山东火电机组2018年发电量同比增长5.7%，多发48亿

度电，贡献了 28%的绝对量增长。2) 从各省火电机组发电量增速看，除前述增速较高的湖北省外，还包括四川、山西和重庆三地，2018 年火电机组发电量同比增速分别为 50.54%/46.16%/37.94%，分别多发 21.64/11.31/9.67 亿度电，这三个省 2018 年用电量增速分别为 11.53%/8.5%/11.83%，均高于或者持平于全国平均增速，以上 5 个省份 2018 年合计发电量增速同比为 13.71%，占公司总发电量的 62%，合计多发 156 亿度电，对公司 18 年多发电量贡献率为 86%。

**2019 年预计营收端增速放缓，业绩改善需靠火电燃料成本下行来实现。**中电联预计如果没有大范围极端气温影响，2019 年全社会用电量增速在 5.5%左右，相比 2018 年增速下降了 3 个百分点。2019 年 1-2 月份，全国全社会用电量 11063 亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速比上年同期回落 8.8 个百分点，特别是二产用电量增速回落较快，展望全年用电量增速大概率回落，公司 2019 年营收端增速大概率下行，业绩能否改善需紧盯成本占比近 60%的燃料费用。2018 年全国电煤价格指数平均值同比上涨 3.07%，2019 年 1-2 月平均值同比下跌 -8.4%。2019 年动力煤新增供给 1 亿吨左右，伴随着铁路运能的持续释放以及煤炭需求增速的放缓，预计 2019 年我国煤炭供需形势将由紧平衡状态开始向阶段性宽松转变，中枢价格下移大概率下行，公司 19 年盈利改善主要依赖火电燃料成本的下行，需紧密跟踪。

### 三、盈利预测与投资建议

公司作为全国火电龙头企业，2019 年收入端增速预计下行，公司盈利改善主要依赖于火电燃料端成本的下移，且 19 年动力煤中枢价格下行概率较高。看好煤价下行带来公司业绩的提高，此外公司湖北省火电机组 18 年发电量占比近 13%，此部分电厂还将受益于今年蒙华线入鄂带来的电煤运费成本下行，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 四、风险提示

煤炭价格不降反升；用电量需求下降；上网电价降低。

#### 盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	79006	88365.07	91899.67	92818.66	92818.66
(+/-%)	24.72%	11.84%	4.00%	1.00%	0.00%
净利润(百万元)	430.13	1956.77	3472.25	4609.78	4595.85
(+/-%)	-87.14	354.93%	77.45%	32.76%	-0.30%
摊薄每股收益(元)	0.00	0.15	0.35	0.47	0.47
市盈率(PE)	806.73	31.05	12.38	9.33	9.36

资料来源：Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7482	6678	11680	19312	27818	营业收入	<b>79007</b>	<b>88365</b>	<b>91900</b>	<b>92819</b>	<b>92819</b>
应收和预付款项	9385	9860	9727	9966	9910	营业成本	70677	77450	76186	73986	73986
存货	2871	3441	3325	3227	3172	营业税金及附加	901	1112	1122	1156	1159
其他流动资产	5313	5680	6020	6013	5972	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	<b>25052</b>	<b>25659</b>	<b>30752</b>	<b>38517</b>	<b>46871</b>	管理费用	1677	1872	2170	2158	2127
长期股权投资	10820	11084	11084	11084	11084	财务费用	5044	5322	4531	4531	4531
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	772	121	0	0	0
固定资产	138887	142976	143859	138965	133447	投资收益	978	911	738	754	783
在建工程	19414	26463	29424	32774	36445	公允价值变动	0	-17	0	0	0
无形资产开发支出	13476	13839	14463	14478	14558	营业利润	<b>1299</b>	<b>3831</b>	<b>8629</b>	<b>11742</b>	<b>11798</b>
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-2	-413	-73	-76	-97
其他非流动资产	191227	198832	203289	201769	200000	利润总额	<b>1298</b>	<b>3417</b>	<b>8555</b>	<b>11666</b>	<b>11701</b>
资产总计	<b>216279</b>	<b>224491</b>	<b>234041</b>	<b>240286</b>	<b>246871</b>	所得税	522	884	2521	3507	3540
短期借款	31697	26587	26587	26587	26587	净利润	<b>776</b>	<b>2533</b>	<b>6034</b>	<b>8160</b>	<b>8161</b>
应付和预收款项	18090	18596	20942	20509	20118	少数股东损益	346	576	2562	3550	3565
长期借款	62209	66683	66683	66683	66683	归母股东净利润	<b>430</b>	<b>1957</b>	<b>3472</b>	<b>4610</b>	<b>4596</b>
其他负债	48861	46026	48300	47772	47443	预测指标					
负债合计	<b>160857</b>	<b>157891</b>	<b>162512</b>	<b>161551</b>	<b>160831</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	9863	9863	9863	9863	9863	毛利率	10.54%	12.35%	17.10%	20.29%	20.29%
资本公积	13150	13160	13160	13160	13160	销售净利率	0.54%	2.21%	3.78%	4.97%	4.95%
留存收益	18569	19713	22081	25737	29477	销售收入增长率	24.72%	11.84%	4.00%	1.00%	0.00%
归母公司股东权益	41759	52031	54399	58055	61795	EBIT 增长率	-43.90%	37.82%	49.73%	23.77%	0.22%
少数股东权益	13663	14569	17130	20680	24245	净利润增长率	-87.14%	354.93%	77.45%	32.76%	-0.30%
股东权益合计	<b>55421</b>	<b>66600</b>	<b>71529</b>	<b>78735</b>	<b>86040</b>	ROE	1.03%	3.76%	6.38%	7.94%	7.44%
负债和股东权益	<b>216279</b>	<b>224491</b>	<b>234041</b>	<b>240286</b>	<b>246871</b>	ROA	0.20%	0.87%	1.48%	1.92%	1.86%
现金流量表(百万)						ROIC	2.38%	3.92%	5.58%	6.87%	6.91%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(X)	0.04	0.16	0.35	0.47	0.47
经营性现金流	12789	17806	25159	22840	23779	PE(X)	84.32	30.25	12.38	9.33	9.36
投资性现金流	-14087	-16465	-15295	-9573	-9789	PB(X)	0.88	0.90	0.79	0.74	0.70
融资性现金流	2356	-2119	-4862	-5635	-5484	PS(X)	0.46	0.53	0.47	0.46	0.46
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	9.04	8.25	5.94	4.95	4.57

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf l@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq. com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq. com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。