

# 成本下降业绩大幅修复，市场化电量占比提升

——华能国际三季度点评

季报点评

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

## ● 业绩大幅修复，符合市场预期

公司发布2019年三季报，公司实现营业收入1272.32亿元(同比+0.99%)，营业成本1200.55亿元(同比-2%)，归母净利润53.89亿元(同比+170.95%)。公司业绩符合市场预期，燃料成本的同比下降是公司业绩同比改善的主要因素。我们认为，未来煤炭供需将呈现相对宽松格局，煤价中枢震荡下行。作为火电行业龙头，具有规模优势以及更高的煤价弹性，我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.36、0.45和0.53元，当前股价对应PE分别为16.1、12.7和10.9倍，公司是A股最纯粹的火电龙头标的，维持“推荐”评级。

## ● 发电量及售电量有所下降，市场化电量占比进一步增加

2019年前三季度发电量为3,021.87亿千瓦时(同比-7.52%)，售电量为2,879.89亿千瓦时(同比-6.44%)，单独看2019年第三季度，公司发电量同比下降8.31%，售电量同比下降5.99%。1)总体来看，全国用电量增幅较2018年同期出现明显回落；2)从用电结构来看，水电、风电、核电发电量增长较多，挤压了火电的发电空间；3)从区域来分析，广东、河南、山东、浙江等地区受需求下滑再加上控煤、外来电大幅增长等因素叠加影响，发电量出现较大负增长。2019年前三季度，公司结算市场化交易电量1,464.71亿千瓦时，交易电量比例为51.23%，比去年同期增加10.87个百分点。电力市场化电量占比不断提升的情况下，将利好龙头火电企业，带来行业整合的机会。

## ● 燃料成本下降带来业绩大幅修复，未来煤价维持边际宽松局面

2019年前三季度秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价均值为598.35元/吨，2018年同期的652.69元/吨(同比-8.32%)。2019年前三季度营业成本比2018年同期减少了24.56亿，燃料成本的下降正是公司业绩大幅修复的原因之一。2019年10月22日的煤价为569元/吨，比2019年前三季度煤炭均价还要低4.9%，当前“十三五”煤炭行业去产能主要目标任务基本完成，煤炭产量不断增加，整体供需处于宽松状态。而且2019年前三季度公司电厂平均上网结算电价为417.69元/兆瓦时(同比+0.14%)，看好公司未来发展。

## ● 风险提示：电力需求不及预期，煤价走势不及预期，上网电价下调风险

### 财务摘要和估值指标

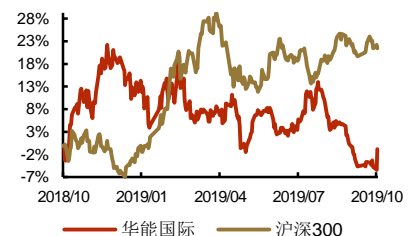
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	152,459	169,861	172,425	177,254	180,799
增长率(%)	34.0	11.4	1.5	2.8	2.0
净利润(百万元)	1,793	1,439	5,608	7,100	8,300
增长率(%)	-79.7	-19.8	289.8	26.6	16.9
毛利率(%)	11.3	11.3	14.8	15.9	17.0
净利率(%)	1.2	0.8	3.3	4.0	4.6
ROE(%)	2.3	2.4	8.6	9.9	10.5
EPS(摊薄/元)	0.11	0.09	0.36	0.45	0.53
P/E(倍)	50.3	62.7	16.1	12.7	10.9
P/B(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

## 推荐(维持评级)

市场数据 时间 2019.10.23

收盘价(元):	6.03
一年最低/最高(元):	5.69/7.75
总股本(亿股):	109.98
总市值(亿元):	663.16
流通股本(亿股):	109.98
流通市值(亿元):	663.16
近3月换手率:	11.98%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.49	-12.33	-30.89
绝对	-6.5	-9.31	-11.76

### 相关报告

《燃料成本下行改善业绩，看好火电龙头下半年表现》2019-07-31

《收入端量价齐升，高煤价拖累业绩》2019-03-20

《“煤价、电价、利用小时数”多重利好共振，盈利能力将改善》2018-12-05

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>48538</b>	<b>61799</b>	<b>90095</b>	<b>88560</b>	<b>92571</b>
现金	9365	15833	55056	38627	57342
应收票据及应收账款合计	25448	29279	21824	32901	21779
其他应收款	1804	1517	1855	1612	1924
预付账款	565	1256	348	1418	322
存货	<b>7385</b>	<b>9544</b>	<b>6966</b>	<b>9795</b>	<b>7077</b>
其他流动资产	3971	4370	4047	4208	4127
<b>非流动资产</b>	<b>330156</b>	<b>341642</b>	<b>347529</b>	<b>349786</b>	<b>354136</b>
长期投资	19317	19370	21275	23179	25084
固定资产	245083	246317	253817	257224	262681
无形资产	13728	13806	14209	14668	15067
其他非流动资产	52028	62149	58228	54714	51303
<b>资产总计</b>	<b>378694</b>	<b>403441</b>	<b>437624</b>	<b>438346</b>	<b>446707</b>
<b>流动负债</b>	<b>155950</b>	<b>138206</b>	<b>164338</b>	<b>165019</b>	<b>177165</b>
短期借款	80251	61039	70645	65842	68243
应付票据及应付账款合计	15496	14684	14991	15009	15254
其他流动负债	60203	62484	78702	84168	93668
<b>非流动负债</b>	<b>130540</b>	<b>163449</b>	<b>163686</b>	<b>153419</b>	<b>137317</b>
长期借款	123025	155533	155770	145503	129401
其他非流动负债	7515	7916	7916	7916	7916
<b>负债合计</b>	<b>286490</b>	<b>301655</b>	<b>328025</b>	<b>318438</b>	<b>314482</b>
少数股东权益	16670	18552	22326	27105	32692
股本	15200	15698	15698	15698	15698
资本公积	14913	18337	18337	18337	18337
留存收益	40151	38988	41435	43875	45707
归属母公司股东权益	75533	83235	87273	92803	99533
<b>负债和股东权益</b>	<b>378694</b>	<b>403441</b>	<b>437624</b>	<b>438346</b>	<b>446707</b>

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>29197</b>	<b>28892</b>	<b>44184</b>	<b>17125</b>	<b>53302</b>
净利润	2147	2407	9383	11879	13886
折旧摊销	19167	19852	17474	19043	20649
财务费用	9406	10470	6275	5467	4449
投资损失	-2212	-1573	-2520	-2658	-2593
营运资金变动	-374	8597	13600	-16579	16947
其他经营现金流	1064	-10862	-28	-26	-37
<b>投资活动现金流</b>	<b>-34060</b>	<b>-20528</b>	<b>-20812</b>	<b>-18615</b>	<b>-22369</b>
资本支出	26045	20707	3982	352	2445
长期投资	2798	-464	-1905	-1905	-1905
其他投资现金流	-5217	-284	-18735	-20167	-21829
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4013</b>	<b>-2368</b>	<b>15851</b>	<b>-14939</b>	<b>-12217</b>
短期借款	22582	-19213	9606	-4803	2402
长期借款	45851	32508	237	-10267	-16102
普通股增加	0	498	0	0	0
资本公积增加	-3338	3424	0	0	0
其他筹资现金流	-61083	-19585	6008	132	1483
<b>现金净增加额</b>	<b>-840</b>	<b>6022</b>	<b>39223</b>	<b>-16429</b>	<b>18715</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>152459</b>	<b>169861</b>	<b>172425</b>	<b>177254</b>	<b>180799</b>
营业成本	135209	150659	146923	149159	150154
营业税金及附加	1376	1807	1733	1786	1838
营业费用	17	42	23	28	30
管理费用	3969	4233	4797	4790	4782
研发费用	0	46	12	15	19
财务费用	9406	10470	6275	5467	4449
资产减值损失	1188	1146	2117	1658	1635
公允价值变动收益	-3	-20	-2	-11	-10
其他收益	530	625	625	625	625
投资净收益	2212	1573	2520	2658	2593
<b>营业利润</b>	<b>4095</b>	<b>3648</b>	<b>13718</b>	<b>17661</b>	<b>21148</b>
营业外收入	394	176	176	176	176
营业外支出	770	388	388	388	388
<b>利润总额</b>	<b>3720</b>	<b>3436</b>	<b>13506</b>	<b>17449</b>	<b>20936</b>
所得税	1573	1029	4123	5570	7050
<b>净利润</b>	<b>2147</b>	<b>2407</b>	<b>9383</b>	<b>11879</b>	<b>13886</b>
少数股东损益	353	969	3775	4779	5586
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1793</b>	<b>1439</b>	<b>5608</b>	<b>7100</b>	<b>8300</b>
EBITDA	35589	36778	39043	44193	48744
EPS(元)	0.11	0.09	0.36	0.45	0.53

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	34.0	11.4	1.5	2.8	2.0
营业利润(%)	-71.0	-10.9	276.0	28.7	19.7
归属于母公司净利润(%)	-79.7	-19.8	289.8	26.6	16.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.3	11.3	14.8	15.9	17.0
净利率(%)	1.2	0.8	3.3	4.0	4.6
ROE(%)	2.3	2.4	8.6	9.9	10.5
ROIC(%)	3.5	4.1	5.5	6.0	7.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	75.7	74.8	75.0	72.6	70.4
净负债比率(%)	241.5	228.6	198.1	188.2	151.8
流动比率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	7.3	6.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.8	10.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.09	0.36	0.45	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.46	2.81	1.09	3.40
每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.66	4.92	5.27	5.70
<b>估值比率</b>					
P/E	50.3	62.7	16.1	12.7	10.9
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.3	9.3	8.4	7.8	6.6

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>