

业绩符合预期，盈利能力持续改善

——2020 年三季度点评

公司点评

● 2020 年三季度报：业绩符合预期

2020 年前三季度，公司实现营收 1218.23 亿元（同比-4.31%），归母净利润 91.33 亿元（同比+69.34%）。公司第三季度实现营收 427.02 亿元（同比-2.60%），归母净利润 34.01 亿元（同比+117.33%），三季度业绩在用电需求持续复苏以及燃料价格同比下降的情况下明显好转。我们认为未来用电需求将保持平稳增长，公司清洁能源装机占比不断提升。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.57、0.62 和 0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 9.9、9.8 和 9.6 倍，公司是 A 股最纯粹的火电龙头标的，维持“推荐”评级。

● 发电量逐步恢复，交易电量占比上升

2020 年前三季度，公司境内发电量为 2935.41 亿千瓦时（同比-2.86%），完成售电量 2759.14 亿千瓦时（同比-4.19%）。其中，2020 年第三季度公司境内发电量 1103.85 亿千瓦时（同比+3.34%），完成售电量 1037.90 亿千瓦时（同比+0.81%）。公司发电量在第三季度同比保持增长，但受疫情和新能源装机挤压火电的影响，公司前三季度发电量仍然为同比下降状态。同时，2020 年前三季度，公司结算市场化交易电量为 1562.28 亿千瓦时，交易电量比例为 56.94%，比去年同期提高了 5.71 个百分点。而且 2020 年全年电力需求有望在国内经济持续恢复下保持良好增长。

● 燃料成本下降，清洁能源占比持续增长

公司燃料成本下降使得净利润快速反弹。2020 年第三季度公司总成本 343.88 亿元（同比-8.13%），其中燃料成本的下降是主要原因。公司 2020 年上半年境内火电厂售电单位燃料成本为 206.51 元/兆瓦时（同比-7.73%）。而受益于燃料成本的下跌，公司前三季度毛利率达到 19.59%，同比上升了 3.8 个百分点；净利率也达到了 9.21%，同比上升了 3.89 个百分点。公司财务指标明显好转，资产负债率进一步优化达到 65.45%，较 2019 年末下降 6.19 个百分点，管理费用和财务费用管控良好。截止 2020 年三季度末，公司可控发电装机容量为 111,971 兆瓦（同比+5.46%），权益发电装机容量为 98,217 兆瓦（同比+4.75%）；其中，2020 年第三季度公司投产火电机组 472.52 兆瓦，风电机组 392.9 兆瓦，光伏机组 75 兆瓦，清洁能源三季度新增装机占比达 49.75%，而且未来随着公司能源绿色转型的推进，公司清洁能源占比有望持续增长。

● 风险提示：燃料成本大幅上升，电价下调超出预期，用电需求大幅下降

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	169,861	173,485	168,072	173,914	175,357
增长率(%)	11.4	2.1	-3.1	3.5	0.8
净利润(百万元)	1,439	1,686	8,982	9,726	10,331
增长率(%)	-19.8	17.2	432.6	8.3	6.2
毛利率(%)	11.3	14.6	20.0	20.0	20.0
净利率(%)	0.8	1.0	5.3	5.6	5.9
ROE(%)	2.4	2.0	9.9	9.8	9.6
EPS(摊薄/元)	0.09	0.11	0.57	0.62	0.66
P/E(倍)	55.4	47.3	8.9	8.2	7.7
P/B(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

推荐（维持评级）

邱懿峰（分析师）

010-69004648

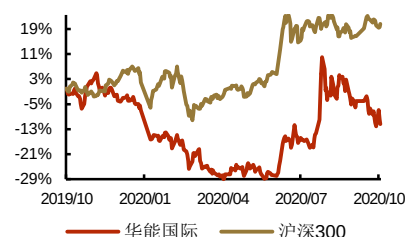
qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080002

市场数据 时间 2020.10.28

收盘价(元):	5.0
一年最低/最高(元):	4.06/6.25
总股本(亿股):	109.98
总市值(亿元):	549.89
流通股本(亿股):	109.98
流通市值(亿元):	549.89
近 3 月换手率:	22.9%

股价一年走势



相关报告

《燃料成本下降导致业绩超预期，清洁能源占比持续提升》2020-08-19

《资产减值影响业绩，清洁能源占比有望持续提升》2020-03-31

《成本下降业绩大幅修复，市场化电量占比提升》2019-10-23

《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	61799	60775	68953	79717	74581
现金	15833	13306	26178	29115	31287
应收票据及应收账款合计	29279	30904	27401	32931	27902
其他应收款	1517	1955	1409	2072	1438
预付账款	1256	1022	962	1201	923
存货	9544	8883	7838	9464	7982
其他流动资产	4370	4704	5165	4935	5050
非流动资产	341642	352821	334227	332069	323074
长期投资	19370	20616	23662	26807	30053
固定资产	246317	240550	223693	222401	212990
无形资产	13806	13949	13809	13667	13521
其他非流动资产	62149	77706	73064	69194	66509
资产总计	403441	413597	403180	411786	397655
流动负债	138206	141620	139272	154911	147576
短期借款	61039	67119	64079	65599	64839
应付票据及应付账款合计	14684	15851	11857	16814	12095
其他流动负债	62484	58650	63335	72498	70641
非流动负债	163449	154687	136075	117447	98203
长期借款	155533	143852	125239	106611	87367
其他非流动负债	7916	10836	10836	10836	10836
负债合计	301655	296308	275347	272358	245779
少数股东权益	18552	18730	22413	26400	30636
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积	18337	18455	18455	18455	18455
留存收益	38988	38894	39859	39450	38353
归属母公司股东权益	83235	98559	105421	113028	121240
负债和股东权益	403441	413597	403180	411786	397655

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	28892	37324	31694	39673	34576
净利润	2407	2378	12664	13713	14567
折旧摊销	19852	20499	16836	17382	18220
财务费用	10470	10709	8247	7659	7174
投资损失	-1573	-1413	-2026	-2126	-2226
营运资金变动	8597	-736	-3969	3122	-3076
其他经营现金流	-10862	5888	-58	-77	-83
投资活动现金流	-20528	-29034	3843	-13021	-6915
资本支出	20707	31496	-21640	-5304	-12241
长期投资	-464	261	-3046	-3246	-3246
其他投资现金流	-284	2722	-20843	-21570	-22402
筹资活动现金流	-2368	-11328	-22665	-23715	-25488
短期借款	-19213	6081	-3040	1520	-760
长期借款	32508	-11681	-18612	-18628	-19244
普通股增加	498	0	0	0	0
资本公积增加	3424	118	0	0	0
其他筹资现金流	-19585	-5845	-1013	-6607	-5484
现金净增加额	6022	-2974	12872	2937	2172

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	169861	173485	168072	173914	175357
营业成本	150659	148172	134458	139131	140285
营业税金及附加	1807	1833	1737	1819	1830
营业费用	42	117	49	58	68
管理费用	4233	4554	4118	4348	4209
研发费用	46	65	27	35	44
财务费用	10470	10709	8247	7659	7174
资产减值损失	1146	-5812	840	870	877
公允价值变动收益	-20	19	-7	-5	-3
其他收益	625	917	917	1000	1200
投资净收益	1573	1413	2026	2126	2226
营业利润	3648	4639	21596	23197	24379
营业外收入	176	391	244	244	400
营业外支出	388	218	396	396	300
利润总额	3436	4813	21444	23045	24479
所得税	1029	2435	8780	9332	9911
净利润	2407	2378	12664	13713	14567
少数股东损益	969	691	3683	3988	4236
归属母公司净利润	1439	1686	8982	9726	10331
EBITDA	32326	34082	43166	44607	46365
EPS(元)	0.09	0.11	0.57	0.62	0.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	2.1	-3.1	3.5	0.8
营业利润(%)	-10.9	27.2	365.5	7.4	5.1
归属于母公司净利润(%)	-19.8	17.2	432.6	8.3	6.2
获利能力					
毛利率(%)	11.3	14.6	20.0	20.0	20.0
净利率(%)	0.8	1.0	5.3	5.6	5.9
ROE(%)	2.4	2.0	9.9	9.8	9.6
ROIC(%)	3.0	2.3	5.7	6.2	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	74.8	71.6	68.3	66.1	61.8
净负债比率(%)	228.6	195.6	159.8	134.4	111.3
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.2	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	10.0	9.7	9.7	9.7	9.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.57	0.62	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.96	2.02	2.53	2.20
每股净资产(最新摊薄)	4.66	4.68	5.11	5.60	6.12
估值比率					
P/E	55.4	47.3	8.9	8.2	7.7
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.2	9.6	7.1	6.6	6.0

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，拥有多年行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任公用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	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 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/>