



# 量缩价跌致营收下滑，成本下行增厚利润

## 华电国际(600027)

评级:	增持	股票代码:	600027
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	4.35/3.05
目标价格:		总市值(亿)	339.29
最新收盘价:	3.44	自由流通市值(亿)	280.21
		自由流通股数(百万)	8,145.74

### 事件概述

公司发布2020年第三季度报告：年初至报告期公司实现营业收入638.16亿元，较上年同期减少5.4%；营业成本为535.18亿元，较上年同期减少8.18%；归属于上市公司股东的净利润36.32亿元，同比上期增长44.56%，基本每股收益0.301元，较上年同期增长38.71%。

### 分析判断：

#### ▶ 量缩价减致营收下滑，清洁能源发电量同比上升。

2020年三季度公司实现营收638.16亿元，同比降低5.4%。主要是受新冠肺炎疫情影响用电需求减弱以及山东与安徽区域分别受跨区送电因素影响，公司累计发电量为1,470.00亿千瓦时，比上年同期降低7.10%；上网电量完成1,378.85亿千瓦时，比上年同期降低6.85%。叠加公司前三季度的平均上网电价为404.54元/兆瓦时（含税），较上年同期下降2.19%，量缩价减，导致公司营收下滑。细看公司前三季度发电情况，火电受挤压最为严重，同比下滑8.96%，而清洁能源表现亮眼，水电、风电、太阳能分别累计实现发电76.31亿千瓦时、47.03亿千瓦时、7.57亿千瓦时，分别同比增长23.28%、10.42%、7.3%。清洁能源发电量上升，弥补了部分火电缺口，保障了公司业绩的稳定性。

#### ▶ 成本下行抬升利润，效益增加提升经营性现金流。

2020年上半年，由于火电发电量减少和煤炭价格下行，公司燃料成本约为人民币185.02亿元，同比减少16.24%。第三季度，受进口减少、产地供应偏紧等因素共同影响，煤炭价格重拾上涨走势。但未到冬季供暖季，火电需求不强，叠加三季度汛期来袭，水电发电量充沛，挤压火电空间，公司前三季度累计燃煤成本下滑。前三季度公司营业成本为535.18亿元，同比减少8.18%，大于营收降幅。成本大幅下滑，增加公司营业利润。此外，由于公司效益增加，经营性活动现金流量净额同比上升28.72%，叠加财务费用同比减少11.69%，都对净利润形成积极贡献。综合以上因素，公司前三季度在营收负增长的情况下，实现归属于上市公司股东的净利36.32亿元，同比增长44.56%。

#### ▶ 提高市场化比例对冲降电价影响，清洁能源比重持续提升。

目前电力市场改革持续推进，发用电计划全面放开，中长期和现货市场扩容推广，电力市场竞争加剧，交易电量比重提高，整体拉低电价水平。2020年前三季度，公司市场化交易电量约为791.3亿千瓦时，交易电量比例为57.4%，上年同期比例为51.7%，较上年同期数据增加5.7个百分点。公司本身市场化比例过半，受市场化政策影响较小。同时公司不断强化市场营销，做好电

力市场形势分析，抓住电力需求加快恢复的窗口期，制定差异化市场竞争策略，全力提升度电效益。公司为了避免日后火电持续受挤压，顺应市场风向，积极布局清洁能源。截至二季度公司在建装机共 4034.8 兆瓦，其中清洁能源共 1895.8 兆瓦，占比约 47%，一旦项目顺利投产，将进一步提升公司清洁能源机组占比，提高清洁能源发电水平。

### 投资建议

公司规模优势明显，且目前市场化交易比例高，受电价调控影响较小。虽然受疫情影响，公司营收小幅下跌，但利润依旧保持较高增幅。基于短期内公司燃料成本仍将维持低位，且四季度用电需求回升有望，我们看好公司 2020 年四季度的业绩回升，略微上调公司盈利预测。2020-2022 年营业收入分别从 918.47 亿元、960.25 亿元和 981.24 亿元上调至 932.30 亿元、984.26 亿元、995.96 亿元，同比增速分别为-0.4%、5.5%和 1.2%；归母净利润分别从 42.72 亿元、50.62 亿元和 54.33 亿元上调至 47.91 亿元、53.85 亿元、58.71 亿元，同比增速分别为 40.6%、12.4%和 9.0%；EPS 分别为 0.49/0.55/0.60 元，对应 PE 为 6/6/5 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

- 1) 市场化结算电价折价幅度高于预期；
- 2) 动力煤事件性上涨；
- 3) 公司新装机建设投产不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	89,314	93,654	93,299	98,426	99,596
YoY (%)	13.0%	4.9%	-0.4%	5.5%	1.2%
归母净利润(百万元)	1,726	3,407	4,791	5,385	5,871
YoY (%)	301.2%	97.4%	40.6%	12.4%	9.0%
毛利率 (%)	12.4%	14.1%	15.9%	15.3%	14.8%
每股收益 (元)	0.17	0.35	0.49	0.55	0.60
ROE	3.3%	5.5%	7.2%	7.5%	7.6%
市盈率	18.00	9.12	6.48	5.77	5.29

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	93,654	93,299	98,426	99,596	净利润	4,439	6,609	7,250	7,924
YoY (%)	4.9%	-0.4%	5.5%	1.2%	折旧和摊销	11,698	10,418	10,089	10,199
营业成本	80,482	78,486	83,407	84,845	营运资金变动	117	-283	559	219
营业税金及附加	1,119	840	787	697	经营活动现金流	21,377	20,123	21,090	21,634
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-14,938	-13,265	-13,162	-13,467
管理费用	1,719	1,586	1,575	1,494	投资	-204	-304	-866	-1,653
财务费用	5,189	5,415	5,415	5,415	投资活动现金流	-14,786	-12,636	-12,896	-13,925
资产减值损失	-782	748	722	597	股权募资	9,428	0	0	0
投资收益	781	933	1,132	1,195	债务募资	76,223	0	0	0
营业利润	5,493	7,962	8,650	9,414	筹资活动现金流	-6,827	-5,415	-5,415	-5,415
营业外收支	43	300	300	250	现金净流量	-236	2,073	2,779	2,294
利润总额	5,537	8,262	8,950	9,664	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	1,098	1,652	1,701	1,739	<b>成长能力</b>				
净利润	4,439	6,609	7,250	7,924	营业收入增长率	4.9%	-0.4%	5.5%	1.2%
归属于母公司净利润	3,407	4,791	5,385	5,871	净利润增长率	97.4%	40.6%	12.4%	9.0%
YoY (%)	97.4%	40.6%	12.4%	9.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.35	0.49	0.55	0.60	毛利率	14.1%	15.9%	15.3%	14.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	4.7%	7.1%	7.4%	8.0%
货币资金	6,588	8,661	11,440	13,734	总资产收益率 ROA	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%
预付款项	526	513	546	555	净资产收益率 ROE	5.5%	7.2%	7.5%	7.6%
存货	3,223	3,143	3,340	3,397	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	16,263	16,209	16,978	17,153	流动比率	0.40	0.43	0.47	0.51
流动资产合计	26,600	28,526	32,303	34,840	速动比率	0.34	0.37	0.42	0.45
长期股权投资	11,760	12,063	12,928	14,579	现金比率	0.10	0.13	0.17	0.20
固定资产	153,872	153,872	155,972	158,572	资产负债率	65.6%	63.7%	62.1%	60.2%
无形资产	13,271	17,233	21,898	26,329	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	203,276	207,530	212,560	218,408	总资产周转率	0.41	0.40	0.40	0.39
资产合计	229,876	236,056	244,863	253,248	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	24,067	24,067	24,067	24,067	每股收益	0.35	0.49	0.55	0.60
应付账款及票据	17,672	17,234	18,314	18,630	每股净资产	6.24	6.72	7.27	7.86
其他流动负债	25,585	25,595	26,071	26,216	每股经营现金流	2.17	2.04	2.14	2.19
流动负债合计	67,324	66,895	68,452	68,913	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	64,624	64,624	64,624	64,624	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	18,873	18,873	18,873	18,873	PE	9.12	6.48	5.77	5.29
非流动负债合计	83,497	83,497	83,497	83,497	PB	0.59	0.51	0.47	0.44
负债合计	150,821	150,392	151,949	152,410					
股本	9,863	9,863	9,863	9,863					
少数股东权益	17,545	19,363	21,228	23,281					
股东权益合计	79,055	85,664	92,914	100,838					
负债和股东权益合计	229,876	236,056	244,863	253,248					

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。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

### 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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。

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。