

成本改善显著，业绩增速亮眼

——华电国际 (600027.SH) 2020 年一季报点评

跨市场公司简报

◆ **事件：**华电国际发布 2020 年一季报。2020Q1 公司实现营业收入 221 亿元，同比下滑 6.0% (经重述)；归母净利润 11.9 亿元，同比增长 54.4% (经重述)。

◆ **疫情冲击用电需求，电量同比减少：**2020Q1 公司营业收入主要受电量拖累。受疫情影响，电力需求疲弱，2020Q1 全国全社会用电量同比下滑 6.5%，火电发电量同比下滑 8.2%。考虑到公司机组区域分布等因素，2020Q1 公司发电量下滑幅度高于全国均值。2020Q1 公司发电量 466 亿千瓦时，同比降低 10.8% (经重述)；按上网电量口径测算市场化交易电量比例 46.7%，同比提升 4.0 个百分点 (经重述)。2020Q1 公司平均上网电价 0.412 元/千瓦时，同比下降 1.2% (经重述)；剔除增值税税率调整影响，我们测算不含税电价同比小幅提升。

◆ **煤价回落成本改善，盈利增速亮眼：**2020 年 3 月以来，秦皇岛港动力煤价快速下行，4 月以来煤价已跌破“绿色区间”(500 元/吨) 下限。受益于成本改善，2020Q1 公司毛利率 16.5%，同比、环比分别提升 3.1、1.2 个百分点；ROE 及扣非 ROE 分别为 1.8%、1.7%，均为 2017 年以来单季度最高值。2020Q1 公司归母净利润 11.9 亿元，同比逆势增长 54.4% (经重述)，增速显著高于同业，季度盈利持续改善。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们维持盈利预测，预计华电国际 (A) 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.39、0.47、0.54 元，当前股价对应华电国际 (A) 的 PE 分别为 9、7、6 倍，PB 分别为 0.7、0.7、0.6 倍；当前股价对应华电国际 (H) 的 PE 分别为 6、5、4 倍，PB 分别为 0.5、0.4、0.4 倍。华电国际 (A)、华电国际 (H) 的 PB 均处于历史低位，参考同业估值情况，下调华电国际 (A) 的目标价至 4.36 元，隐含 2020 年 0.9 倍 PB；下调华电国际 (H) 的目标价至 2.66 港元，隐含 2020 年 0.5 倍 PB。看好煤价下行及电量恢复对公司业绩的提振，维持华电国际 (A)、华电国际 (H) “买入”评级。

◆ **风险提示：**动力煤价格超预期上涨，上网电价超预期下行，电力需求超预期下滑，机组投产进度慢于预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	88,365	93,654	91,215	94,215	96,567
营业收入增长率	11.8%	6.0%	-2.6%	3.3%	2.5%
净利润 (百万元)	1,695	3,407	3,885	4,671	5,298
净利润增长率	294.2%	101.0%	14.0%	20.2%	13.4%
EPS (元)	0.17	0.35	0.39	0.47	0.54
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.3%	5.5%	6.1%	7.0%	7.6%
P/E (A 股)	20	10	9	7	6
P/B (A 股)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
P/E (H 股)	13	6	6	5	4
P/B (H 股)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 28 日

A 股：买入 (维持)

当前价/目标价：3.46/4.36 元

H 股：买入 (维持)

当前价/目标价：2.43/2.66 港元

分析师

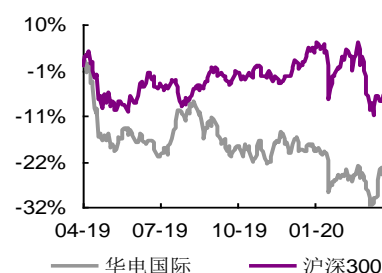
王威 (执业证书编号：S0930517030001)
021-52523818
wangwei2016@ebscn.com

于鸿光 (执业证书编号：S0930519060001)
021-52523819
yuhongguang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：98.63
总市值(亿元)：341.26
一年最低/最高(元)：3.00/4.17
近 3 月换手率：18.74%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.44	1.57	-13.93
绝对	4.19	-2.29	-14.96

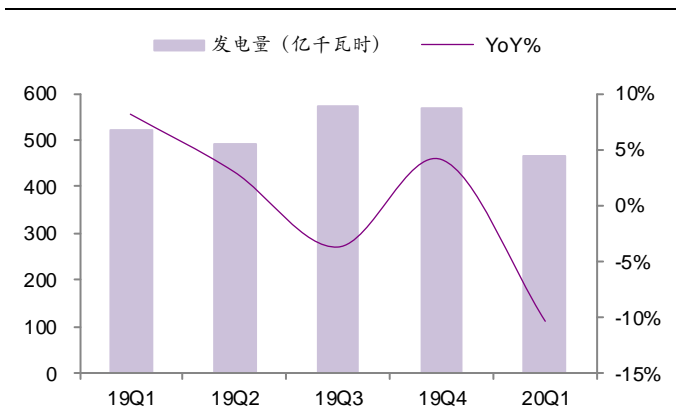
资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，估值具备吸引力——华电国际 (600027.SH) 2019 年年报点评
.....2020-03-26
电力量价齐升，盈利持续修复——华电国际 (600027.SH) 2019 年半年报点评
.....2019-08-25

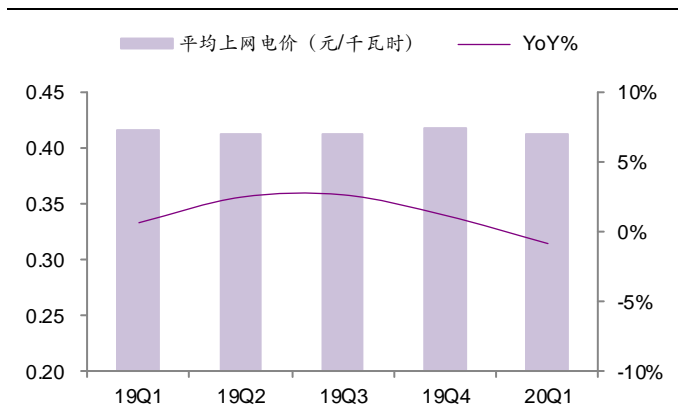
1、附图及附表

图 1：公司单季度发电量



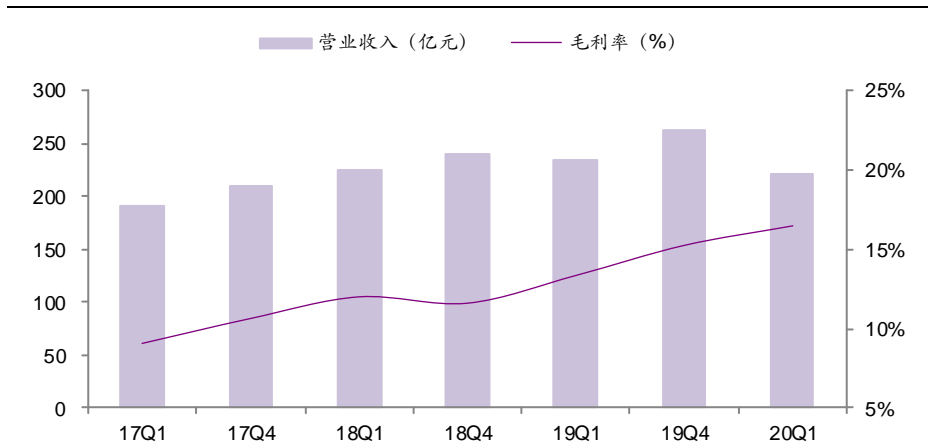
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司单季度上网电价



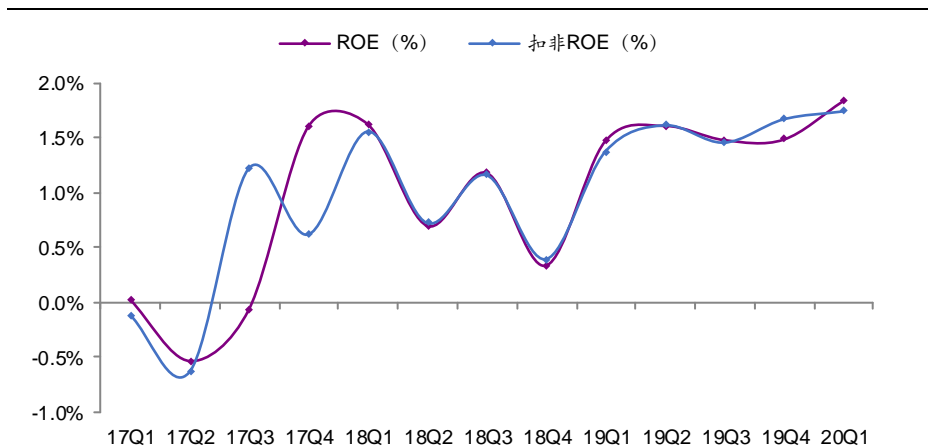
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司单季度营业收入及毛利率



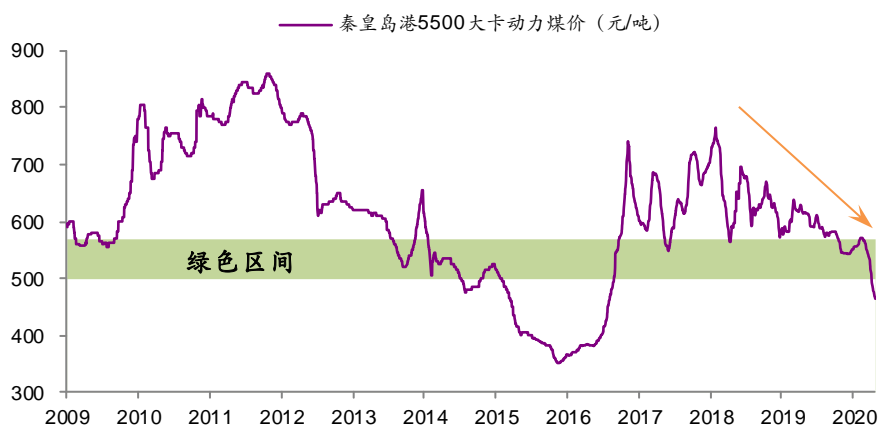
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司单季度 ROE



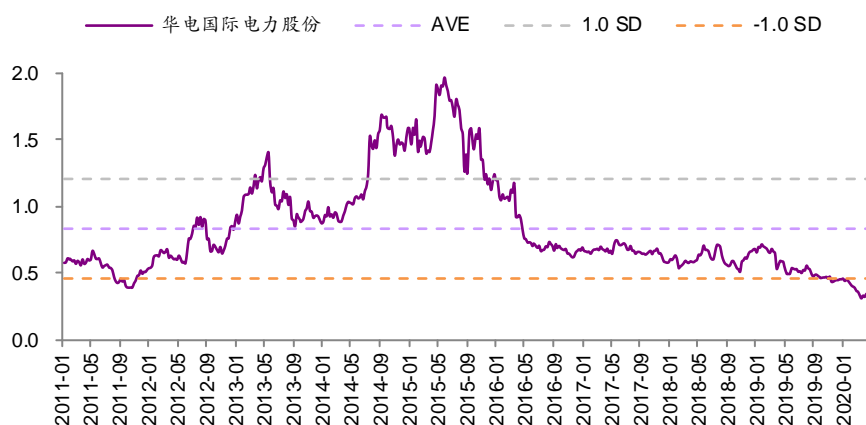
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：动力煤价迅速下行



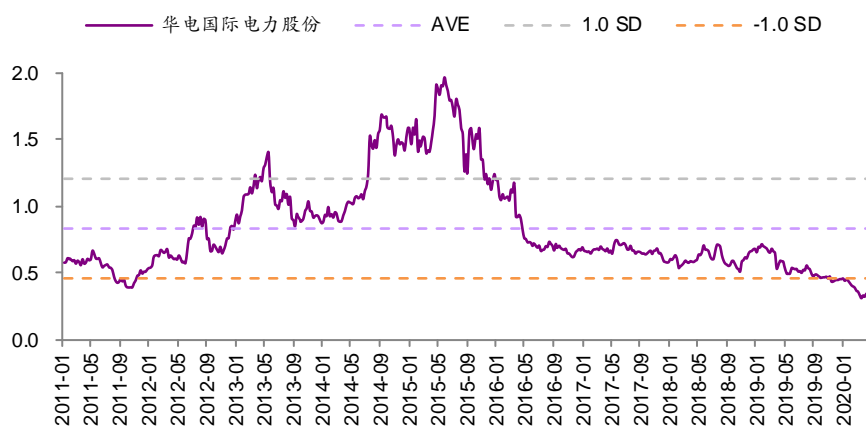
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：截至 2020 年 4 月 28 日）

图 6：华电国际（A）的历史 PB (x)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：截至 2020 年 4 月 28 日）

图 7：华电国际（H）的历史 PB (x)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：截至 2020 年 4 月 28 日）

表 1: 华电国际 (A) 可比公司估值表

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	PB (x)		PE (x)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
600011.SH	华能国际	4.13	648	0.7	0.7	11	9
601991.SH	大唐发电	2.07	383	0.6	0.6	17	14
600795.SH	国电电力	1.98	389	0.7	0.7	11	9
600863.SH	内蒙华电	2.57	149	1.0	1.0	11	9
平均值				0.8	0.7	13	10
600027.SH	华电国际	3.46	341	0.7	0.7	9	7

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 股价和市值对应日期为 2020 年 4 月 28 日, 除华电国际外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期)

表 2: 华电国际 (H) 可比公司估值表

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	PB (x)		PE (x)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
0902.HK	华能国际电力股份	2.80	440	N.A.	N.A.	6.2	5.8
0991.HK	大唐发电	1.05	194	N.A.	N.A.	7.0	6.0
0836.HK	华润电力	9.06	436	0.52	0.48	5.0	4.5
2380.HK	中国电力	1.53	150	0.44	0.42	6.3	5.2
平均值				0.48	0.45	6.1	5.4
1071.HK	华电国际电力股份	2.43	240	0.46	0.43	5.6	4.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 股价和市值对应日期为 2020 年 4 月 28 日, 除华电国际电力股份外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期, 1 HKD=0.91 CNY)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,365	93,654	91,215	94,215	96,567
营业成本	77,450	80,482	77,287	79,019	80,523
折旧和摊销	10,052	11,698	11,219	11,541	11,827
税金及附加	1,112	1,119	1,090	1,126	1,154
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,872	1,719	1,674	1,729	1,773
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	5,322	5,189	5,544	5,323	5,000
投资收益	911	781	781	781	781
营业利润	3,569	5,493	6,907	8,304	9,419
利润总额	3,156	5,537	6,907	8,304	9,419
所得税	884	1,098	1,727	2,076	2,355
净利润	2,272	4,439	5,180	6,228	7,064
少数股东损益	576	1,032	1,295	1,557	1,766
归属母公司净利润	1,695	3,407	3,885	4,671	5,298
EPS(按最新股本计)	0.17	0.35	0.39	0.47	0.54

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	17,806	21,377	19,089	22,202	23,041
净利润	1,695	3,407	3,885	4,671	5,298
折旧摊销	10,052	11,698	11,219	11,541	11,827
净营运资金增加	-888	6,288	1,903	320	235
其他	6,946	-16	2,081	5,670	5,681
投资活动产生现金流	-16,465	-14,786	-9,121	-9,632	-4,632
净资本支出	-17,182	-14,938	-10,050	-10,050	-5,050
长期投资变化	11,084	11,760	-312	-312	-312
其他资产变化	-10,366	-11,608	1,241	731	731
融资活动现金流	-2,119	-6,827	-10,171	-12,361	-18,245
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-5,910	-2,309	-3,187	-5,289	-11,143
无息负债变化	3,479	-5,297	-2,637	436	374
净现金流	-778	-236	-203	210	165

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	12.4%	14.1%	15.3%	16.1%	16.6%
EBITDA 率	20.8%	24.9%	25.1%	25.9%	26.4%
EBIT 率	9.4%	12.4%	12.8%	13.6%	14.1%
税前净利润率	3.6%	5.9%	7.6%	8.8%	9.8%
归母净利润率	1.9%	3.6%	4.3%	5.0%	5.5%
ROA	1.0%	1.9%	2.3%	2.7%	3.2%
ROE (摊薄)	3.3%	5.5%	6.1%	7.0%	7.6%
经营性 ROIC	3.5%	5.2%	4.9%	5.4%	5.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	70%	66%	64%	62%	58%
流动比率	0.34	0.40	0.42	0.47	0.59
速动比率	0.29	0.35	0.37	0.41	0.52
归母权益/有息债务	0.45	0.55	0.59	0.64	0.75
有形资产/有息债务	1.83	1.91	1.95	2.06	2.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	225,026	229,876	227,792	227,419	221,612
货币资金	6,678	6,588	6,385	6,595	6,760
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	9,538	10,616	10,340	10,680	10,946
应收票据	1,132	1,646	1,603	1,655	1,697
其他应收款(合计)	1,909	1,777	1,782	1,852	1,917
存货	3,441	3,223	3,092	3,163	3,224
其他流动资产	2,580	2,128	2,128	2,128	2,128
流动资产合计	25,659	26,600	25,834	26,590	27,199
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	11,084	11,760	12,072	12,384	12,697
固定资产	142,976	153,872	151,937	149,917	145,468
在建工程	23,607	13,396	14,277	14,894	12,876
无形资产	13,839	13,271	12,656	12,072	11,517
商誉	1,057	952	952	952	952
其他非流动资产	5,265	8,260	8,260	8,260	8,260
非流动资产合计	199,366	203,276	201,958	200,829	194,414
总负债	158,426	150,821	144,997	140,144	129,375
短期借款	26,587	24,067	20,880	15,590	4,448
应付账款	18,596	16,882	16,212	16,575	16,891
应付票据	574	790	759	776	790
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7,109	3,446	3,446	3,446	3,446
流动负债合计	75,534	67,324	61,500	56,647	45,878
长期借款	66,683	64,624	64,624	64,624	64,624
应付债券	7,478	10,486	10,486	10,486	10,486
其他非流动负债	3,944	6,049	6,049	6,049	6,049
非流动负债合计	82,892	83,497	83,497	83,497	83,497
股东权益	66,600	79,055	82,795	87,275	92,238
股本	9,863	9,863	9,863	9,863	9,863
公积金	16,316	16,716	17,105	17,572	18,102
未分配利润	16,557	18,553	20,609	23,065	25,732
归属母公司权益	52,031	61,510	63,956	66,879	70,075
少数股东权益	14,569	17,545	18,840	20,397	22,163

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	2.12%	1.84%	1.84%	1.84%	1.84%
财务费用率	6.02%	5.54%	6.08%	5.65%	5.18%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	28%	20%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.07	0.15	0.18	0.21	0.24
每股经营现金流	1.81	2.17	1.94	2.25	2.34
每股净资产	4.35	4.60	4.85	5.15	5.47
每股销售收入	8.96	9.50	9.25	9.55	9.79

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	20	10	9	7	6
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.1	7.3	7.4	6.8	6.2
股息率	1.9%	4.2%	5.1%	6.2%	7.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼