

投资评级：强烈推荐（上调）
报告日期：2020年04月28日
市场数据

目前股价	3.46
总市值（亿元）	341.26
流通市值（亿元）	242.05
总股本（万股）	986,298
流通股本（万股）	699,574
12个月最高/最低	4.17/3.00

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：金欣欣

S1070120040017

☎ 010-88366060-8013

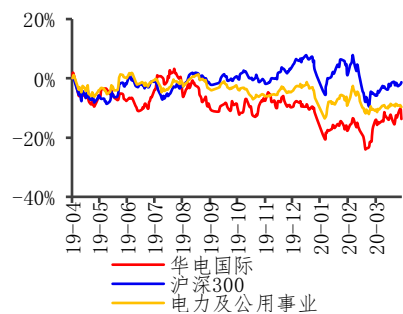
✉ jinxinxin@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

电煤价格走弱对冲电量下滑，一季报归母净利 11.89 亿大超预期

——华电国际（600027）2020年一季度报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	88365	93654	94241	97160	100446
(+/-%)	11.8%	6.0%	0.6%	3.1%	3.4%
净利润	1695	3407	4083	4629	5123
(+/-%)	294.2%	101.0%	19.8%	13.4%	10.7%
摊薄 EPS	0.17	0.35	0.41	0.47	0.52
PE	18	9	8	7	6

资料来源：长城证券研究所

核心观点

2020年一季度归母净利润 11.89 亿元，同比增长 54.44%

- 公司发布 2020 年一季度报，共实现营业总收入 221.16 亿元，同比增长 12.64 亿元或 6.01%；营业成本 184.68 亿元，同比减少 19.8 亿元或 9.51%；归母净利润 11.89 亿元，同比增长 4.15 亿元或 54.44%。经营活动产生的现金流量净额 64.44 亿元，同比增长 2.99%。基本每股收益 0.099 元，同比增长 47.76%；加权平均净资产收益率 2.13%，同比提高 0.61 个百分点。

电煤价格走低及增值税率调整对冲电量下滑，一季度市场电比例偏低

- 电量方面，2020 年一季度公司累计发电量为 465.53 亿千瓦时，同比降低 10.81%，电量下滑的主要原因是受新冠病毒影响，公司覆盖区域用电需求减弱。一季度公司年市场化交易电量为 203 亿千瓦时，交易电量比例为 46.7%，同比增加 4 个百分点。但同时我们注意到，一季度市场化电量比例较 19 年全年水平大幅降低 7 个百分点，其可能原因是受新冠病毒影响，部分交易未能形成，我们预计公司后续 3 个季度的市场电比例仍将持续提高并使得全年超过去年 53.7% 的水平。
- 电价方面，2020 年一季度公司平均上网电价为 412.13 元/兆瓦时，同比下降 1.18%。在市场电比例同比扩大的情况下，电价小幅下滑，反映了市场化电量的折价让利幅度较为稳定。此外，19 年 4 月起，增值税税率从 16% 降低至 13%，除税电价将因此明显提升，据我们测算，一季度税后电价小幅上升，故而公司营收降幅小于电量降幅。
- 成本方面，2020 年一季度公司营业成本 184.68 亿元，同比减少 19.8 亿元或 9.51%，考虑到 2020 年一季度的成本中较去年同期有新投产机组的影响，因此营业成本的同口径降幅预计超过 9.51%，意味着燃料成本的降幅将显著高于 19.8 亿元。燃料成本受发电量及电煤价格双因素影响，在电价基本平稳、电量下滑超过 10% 的条件下，电煤价格持续走低仍然在成本

端释放了很强的业绩弹性。随着疫情影响的边际效应逐渐减弱，用电需求将逐渐回暖，带来电量复苏、营收端修复。若后续电煤价格保持低位或继续下探，公司的业绩表现有持续超预期的可能。

看好煤价下行驱动业绩改善，现金流充沛、高股息彰显投资价值

- 公司的火电机组质量远高于全国平均水平，90%以上是300兆瓦及以上的大容量、高效率、环境友好型机组，其中600兆瓦及以上的装机比例约占60%。单位能耗较低，在节能发电调度中竞争力较强，在行业中始终保持领先水平。2020年一季度的二、三产业用电需求因受疫情影响显著下滑，但我们认为负面影响主要集中于一季度，随着近期各行业生产运行逐渐复苏，部分之前被压抑的用电需求（主要是工业用电需求）有望在年内形成一定的补偿效应。整体判断，我们预计公司2020年发电量有望同比持平或小幅增长。
- 我们预计燃料成本的改善将成为2020年公司业绩增长的主要动力。全国及山东省的电煤价格指数自2019年1月起持续下行，目前秦皇岛港Q5500动力煤价格已由年初的550元每吨下跌至478元每吨。当前动力煤价格较前期高点虽已有一定幅度下调，但仍运行于历史高位。目前，随着煤矿的环保、安全生产水平提高，煤炭供应逐渐增加，3月份产量达到3.4亿吨，同比增加10%。我们预计年内的煤炭供需基调仍以宽松为主，动力煤价格重心有望进一步下移，将成为公司释放业绩弹性的关键要素。
- **盈利预测：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为40.83、46.29、51.23亿元，对应EPS为0.41、0.47、0.52元/股，对应PE分别为7.6、6.7、6.1倍，对应PB分别为0.63、0.59、0.56倍。上调至“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**新冠肺炎疫情持续时间超预期；电价下降超预期；煤价下降幅度不及预期

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	88365	93654	94241	97160	100446	成长性					
营业成本	77450	80482	80476	82699	85267	营业收入增长	11.8%	6.0%	0.6%	3.1%	3.4%
销售费用	0	0	0	0	0	营业成本增长	9.6%	3.9%	0.0%	2.8%	3.1%
管理费用	1872	1719	1863	1852	1950	营业利润增长	175%	53.9%	20.0%	13.5%	10.7%
研发费用	0	0	0	0	0	利润总额增长	143.3%	75.4%	19.8%	13.4%	10.7%
财务费用	5322	5189	5083	4962	4834	净利润增长	294%	101%	19.8%	13.4%	10.7%
其他收益	425	513	469	491	480	盈利能力					
投资净收益	911	781	846	813	830	毛利率	12.4%	14.1%	14.6%	14.9%	15.1%
营业利润	3569	5493	6592	7479	8282	销售净利率	2.6%	4.7%	5.6%	6.2%	6.6%
营业外收支	-413	43	43	43	43	ROE	3.4%	5.6%	6.3%	6.8%	7.1%
利润总额	3156	5537	6635	7522	8326	ROIC	4.5%	6.0%	7.1%	7.6%	8.5%
所得税	884	1098	1316	1492	1651	营运效率					
少数股东损益	576	1032	1236	1402	1551	销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	1695	3407	4083	4629	5123	管理费用/营业收入	2.1%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						财务费用/营业收入	6.0%	5.5%	5.4%	5.1%	4.8%
						投资收益/营业利润	25.5%	14.2%	12.8%	10.9%	10.0%
流动资产	25659	26600	22987	27613	34580	所得税/利润总额	28.0%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
货币资金	6678	6588	4494	6443	14980	应收账款周转率	8.34	8.17	8.26	8.21	8.23
应收票据及应收账款合计	10670	12262	10568	13095	11303	存货周转率	24.54	24.15	24.15	24.15	24.15
其他应收款	1909	1777	1932	1891	2062	流动资产周转率	3.49	3.58	3.80	3.84	3.23
存货	3441	3223	3441	3407	3653	总资产周转率	0.40	0.41	0.42	0.44	0.44
非流动资产	199366	203276	197804	195927	194275	偿债能力					
固定资产	142976	153872	148719	146788	144769	资产负债率	70.4%	65.6%	61.8%	60.3%	59.2%
资产总计	225026	229876	220791	223541	228854	流动比率	0.34	0.40	0.41	0.50	0.61
流动负债	75534	67324	55616	55342	57124	速动比率	0.25	0.31	0.31	0.39	0.50
短期借款	26587	24067	24067	24067	24067	每股指标 (元)					
应付款项	19170	17672	19167	18690	20343	EPS	0.17	0.35	0.41	0.47	0.52
非流动负债	82892	83497	80801	79509	78310	每股净资产	4.35	4.60	5.02	5.31	5.63
长期借款	74160	75109	72413	71121	69923	每股经营现金流	1.84	1.45	2.32	1.82	2.56
负债合计	158426	150821	136417	134851	135434	每股经营现金/EPS	10.70	4.19	5.61	3.87	4.94
股东权益	66600	79055	84374	88690	93420	估值					
股本	9863	9863	9863	9863	9863	PE	18.33	9.12	7.61	6.71	6.06
留存收益	19713	21942	25027	28525	32396	PEG	-0.46	-6.66	0.08	0.17	0.42
少数股东权益	14569	17545	18781	20183	21734	PB	0.72	0.68	0.63	0.59	0.56
负债和权益总计	225026	229876	220791	223541	228854	EV/EBITDA	8.23	6.86	6.44	6.04	5.42
						EV/SALES	1.82	1.72	1.57	1.51	1.38
现金流量表						EV/IC	0.92	0.89	0.88	0.86	0.80
						ROIC/WACC	0.61	0.83	0.97	1.03	1.14
经营活动现金流	17806	21377	22920	17925	25285	REP	1.51	1.08	0.91	0.84	0.71
其中营运资本减少	1607	-5983	3098	-2952	3352						
投资活动现金流	-16465	-14786	-3948	-8007	-8772						
其中资本支出	17245	15089	-6850	-3283	-3045						
融资活动现金流	-2119	-6827	-21066	-7969	-7976						
净现金总变化	-778	-236	-2094	1949	8537						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>