

投资评级：强烈推荐（上调）
分析师

杨洁 010-88366060-8865

Email: yangj@cgws.com

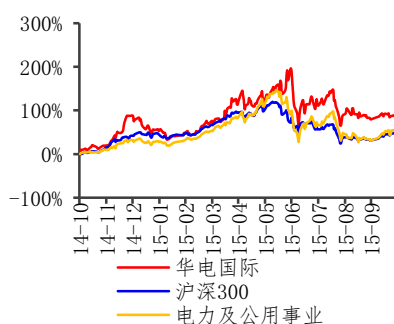
执业证书编号: S1070515020001

市场数据

目前股价	7.14
总市值(亿元)	704.22
流通市值(亿元)	424.12
总股本(万股)	986,298
流通股本(万股)	594,006
12个月最高/最低	11.66/3.60

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	68,398	76,099	84,666
(+/-%)	0.03	11.26%	11.26%
净利润	5,902	9,074	9,666
(+/-%)	0.43	53.75%	6.52%
摊薄 EPS	0.74	0.92	0.98
PE	9.6	7.8	7.3

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<华电国际 2015 中报业绩预增公告点评>>
 2015-08-06
 <<新投产机组发电及煤价低迷共促盈利大增>> 2015-03-30

业绩高于预期,上调强烈推荐

——华电国际(600027)公司动态点评

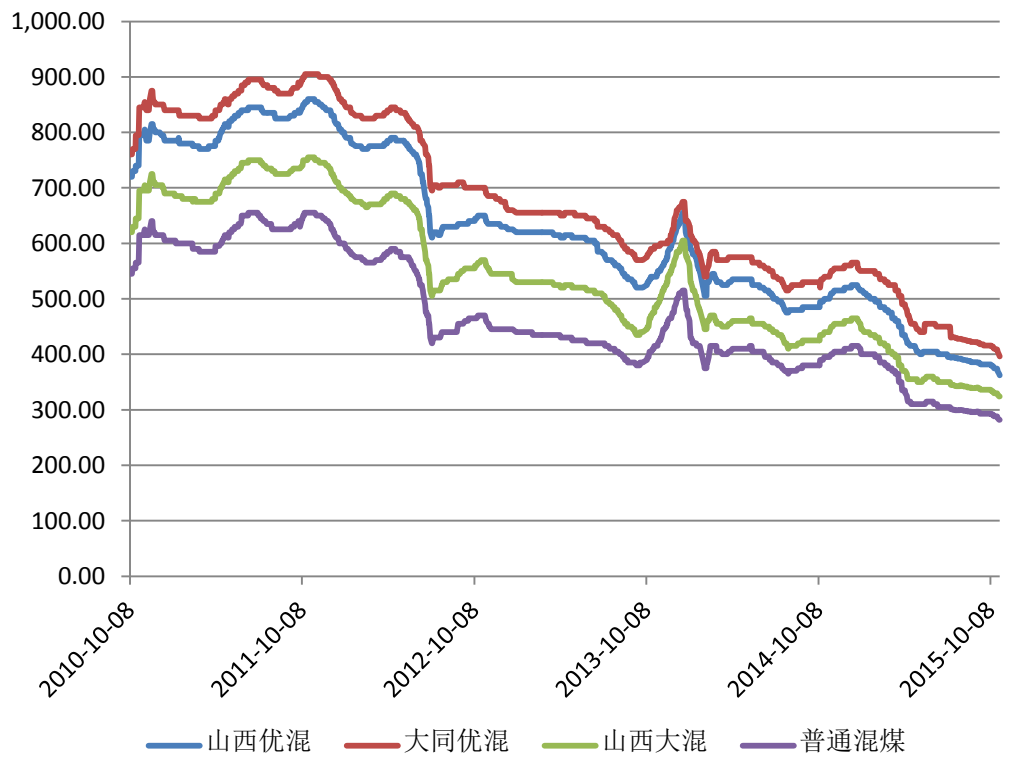
投资建议

受益于煤价下跌带来的燃料成本降低,且公司区域优势明显,公司机组主要分布在山东及宁夏区域,机组利用率有保障,不考虑资产注入,我们给与公司 2015-2016 年 EPS 为 0.92 元, 0.98 元,对应 PE 为 7.76X, 7.29X,上调至强烈推荐。

投资要点

- 业绩 0.68 元,高于预期:**前三季度本公司的营业总收入为人民币 514.47 亿元,比去年同期减少约 9.97%,主要原因是前三季度上网电价下降带来的影响(平均上网电价为 0.43 元/千瓦时,同比下降约 3.08%),实现归属于母公司扣除非经常性损益的净利润为 57 亿元,同比增加 35.94%,主要原因是燃料价格下跌的影响,完全弥补了因电价下调和发电小时利用下降导致的营收减少。
- 公司内生增长好,新能源发电增幅明显:**前三季度的发电量为 1,403.35 亿千瓦时,同比增长约 4.08%;上网电量完成 1,314.02 亿千瓦时,同期增长约 4.03%。发电量增长归因于新投产机组及新收购华电湖北发电有限公司的电量贡献。如果不包含新收购发电机组的电量,2015 年前三季度受全国经济增速放缓及火电机组整体利用小时下降的影响,火电机组发电量同比降低约 8.41%;水电机组发电量同比增长约 7.73%;新增新能源机组及利用小时增加,风电及太阳能发电量同比增加约 72.22%。
- 集团资产注入提供外延式发展:**2014 年 8 月份,华电集团承诺将满足注入条件的非上市常规能源发资产在三年内注入公司,并在今年 7 月份完成了华电湖北公司 512 万千瓦发电资产的注入工作。集团还剩下约 3500 万千瓦的火电和 1000 万千瓦的水电。根据公司估计,目前还有 2000-2500 万千瓦的发电资产符合注入条件,相当于公司现有体量的 41%-51%。
- 积极响应电力改革,售电公司筹备:**华电集团 7 月份在成都召开重点区域市场营销体系建设暨筹备售电公司工作会议,通报了当前电力体制改革的进展情况,部署区域一化营销体系建设和筹建售电公司等重点工作,在国家放开售电业务之后就会尽快开展相关业务,争夺市场份额。
- 风险提示:**下属机组多为煤电机组,业绩对煤价和利用小时敏感度高,资产注入受阻

图 1：近几年秦皇岛港煤炭平仓价(元/吨)



资料来源：长城证券研究所整理

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	59,490	66,625	68,398	76,099	84,666	成长性					
营业成本	49,968	51,042	49,327	46,372	48,478	营业收入增长	9.17%	11.99%	2.66%	11.26%	11.26%
销售费用	0	0	0	0	0	营业成本增长	1.02%	2.15%	-3.36%	-5.99%	4.54%
管理费用	1,843	1,764	1,773	2,073	2,306	营业利润增长	-719.38%	254.75%	32.85%	149.42%	26.21%
财务费用	6,223	6,019	6,247	3,992	3,830	利润总额增长	1379.35%	176.08%	30.21%	57.30%	4.00%
投资净收益	1,104	509	832	630	608	净利润增长	1690.18%	191.93%	42.60%	53.75%	6.52%
营业利润	2,067	7,331	9,739	24,292	30,660	盈利能力					
营业外收支	549	-111	-338	-9,503	-15,279	毛利率	16.01%	23.39%	27.88%	17.27%	17.27%
利润总额	2,615	7,220	9,402	14,789	15,381	销售净利率	3.22%	8.49%	10.90%	6.20%	6.74%
所得税	698	1,565	1,943	3,087	3,087	ROE	7.34%	18.02%	18.64%	12.74%	13.70%
少数股东损益	499	1,517	1,557	2,628	2,628	ROIC	5.17%	7.71%	9.19%	5.92%	6.12%
净利润	1,418	4,139	5,902	9,074	9,666	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					(百万)	管理费用/营业收入	3.10%	2.65%	2.59%	2.72%	2.72%
流动资产	17,159	16,912	13,429	15,982	18,367	财务费用/营业收入	10.46%	9.03%	9.13%	5.25%	4.52%
货币资金	3,103	2,953	-1,269	761	847	投资收益/营业利润	53.43%	6.94%	8.54%	2.59%	1.98%
应收账款	6,614	7,349	7,831	7,489	8,332	所得税/利润总额	26.70%	21.68%	20.67%	20.87%	20.07%
应收票据	634	1,054	1,123	1,074	1,195	应收账款周转率	8.21	7.93	7.64	8.89	8.89
存货	3,383	3,156	3,263	3,697	4,114	存货周转率	14.77	16.17	15.12	17.03	17.03
非流动资产	147,412	155,906	167,332	160,202	153,200	流动资产周转率	4.42	5.18	5.09	4.76	4.61
固定资产	106,881	110,463	119,986	131,106	124,854	总资产周转率	0.37	0.40	0.38	0.43	0.49
资产总计	164,571	172,818	180,761	176,184	171,568	偿债能力					
流动负债	56,413	62,119	67,924	59,135	49,845	资产负债率	82.78%	80.10%	76.21%	73.40%	69.96%
短期借款	19,492	15,067	15,626	21,513	7,987	流动比率	0.24	0.21	0.20	0.27	0.37
应付款项	8,845	11,365	14,543	13,054	14,524	速动比率	0.16	0.15	0.14	0.19	0.26
非流动负债	80,514	77,159	69,843	70,191	70,191	每股指标 (元)					
长期借款	64,174	58,111	66,844	67,192	67,192	EPS	0.19	0.56	0.74	0.92	0.98
负债合计	136,926	139,278	137,767	129,326	120,036	每股净资产	3.75	4.55	4.88	4.75	5.22
股东权益	27,645	33,540	42,994	46,858	51,532	每股经营现金流	1.67	2.97	2.70	0.08	1.91
股本	7,371	7,371	8,807	9,863	9,863	每股经营现金/EPS	8.66	5.29	3.65	0.09	1.95
留存收益	9,826	13,582	13,582	17,226	21,634	估值	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
少数股东权益	8,343	10,580	11,340	11,560	11,826	PE	49.67	17.02	9.36	7.76	7.29
负债和权益总计	164,571	172,818	180,761	176,184	171,568	PEG	0.03	0.09	0.28	-0.66	0.62
现金流量表					(百万)	PB	3.65	3.07	2.22	2.00	1.77
经营活动现金流	12,283	21,886	23,761	827	18,861	EV/EBITDA	11.05	8.00	6.60	9.45	8.14
其中营运资本减少	-2,415	4,570	23,090	-15,276	1,850	EV/SALES	2.80	2.48	2.29	2.24	1.85
投资活动现金流	-16,408	-14,186	-18,579	-189	-389	EV/IC	1.25	1.22	1.25	1.26	1.24
其中资本支出	-15,596	-14,258	-19,996	-400	-600	ROIC/WACC	0.74	1.10	1.31	0.84	0.87
融资活动现金流	5,065	-7,840	-2,897	1,392	-18,387	REP	1.70	1.11	0.96	1.50	1.43
净现金总变化	940	-140	2,285	2,030	86						

研究员介绍及承诺

杨洁: 清华大学经济管理学院 MBA, 2010 年 10 月加入长城证券, 2014 年 8 月起担任电力及公用事业行业分析师

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。

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其机构或个人客户(以下简称客户)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任何其它任何用途。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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com 王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 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: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>