

2018年10月31日

华电国际 (600027.SH)

三季报点评：电力板块量价齐升，低估值高弹性标的

■事件：根据公司披露的三季报，前三季度实现营业收入643.1亿元，同比增长10.7%；归母净利润15.26亿元，扭亏为赢；EPS为0.155元，去年同期亏损0.024元。但就第三季度而言，营业收入227.77亿元，同比增长6.2%；归母净利润5.39亿元。业绩符合预期。

■固定成本增加，不改业绩增长趋势：据公告，公司作为火电龙头之一，截至目前共拥有57家已投运的控股电厂，控股装机4928.5万千瓦。近两年电力行业实行供给侧改革，严格控制新增火电产能，火电项目成为稀缺资源。随着公司装机规模的增加，前三季度水费与燃油费等材料成本及人力成本有所提高，财务费用受资金成本及新投产机组影响，也有一定程度的提升。但影响业绩的多重要素趋势向好，助推业绩大幅改善，前三季度的归母净利润分别为6.87亿元、2.99亿元和5.39亿元。公司前三季度累计发电量1551.9亿千瓦时，同比增长8.79%，其中火电同比增长10%，风电和光伏分别同比增长16%和58%。2018年前三季度的平均上网电价为405.53元/兆瓦时，同比增长9元/兆瓦时（2.15%）。投资收益方面，受参股煤矿收益增加的影响，投资收益同比增长90.4%至7.99亿元。

■受进口煤受限和电厂提前补库影响，煤价短期将承压，但长期向好趋势不变：公司2018年前三个季度的燃料成本分别为748元/吨、700元/吨和710元/吨，其中第三季度的燃料成本逐月下降。公司补库存工作进展顺利，今年补库存的时间较去年提前了约半个月，全国重点电厂库存水平已和去年冬季库存最高水平相差无几。根据煤炭市场网统计，截至10月30日，沿海六大电厂库存逼近这几年的库存高点（1612万吨），较月初增加117万吨，同比去年增加600万吨。随着补库存的顺利开展，预计从11月开始，煤价开始转入平稳阶段。随着优质产能供给不断增加，煤炭产量稳步提升，铁路运输保障能力不断增强，若进口煤限制力度不如预期、需求没有明显好转，迎峰度冬期间有望迎来旺季不旺的行情，大幅缓解电厂的成本压力。

■供给侧改革+需求侧稳中向好，电力供需形势持续改善，“价稳量升”值得期待：供给方面，电力行业在国企改革和供给侧改革的大背景下，停建缓建煤电产能和淘汰煤电落后产能的步伐有望加快，煤电去产能力度超预期，有利于行业集中度和效率提升，利好业内龙头。根据中电联数据，预计2018-2020年间，每年煤电新增装机在3500-4000万千瓦之间。需求方面，考虑到宏观经济总体平稳，电能替代稳步推进，2018-2020年的全社会用电量有望保持中高速增长。电力供需形势持续向好，煤电机组利用小时数有望不断改善。电价方面，国家发改委

公司快报

证券研究报告

火电

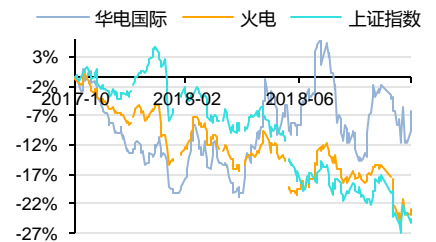
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**4.5元**
股价（2018-10-30）**4.00元**

交易数据

总市值(百万元)	39,451.91
流通市值(百万元)	27,982.97
总股本(百万股)	9,862.98
流通股本(百万股)	6,995.74
12个月价格区间	3.40/4.54元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.22	-0.48	17.17
绝对收益	-4.76	-11.11	-7.67

邵琳琳

分析师
SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

马丁

报告联系人
mading@essence.com.cn
010-83321051

方向

报告联系人
fangxiang2@essence.com.cn
021-35082718

相关报告

华电国际：利润扭亏为盈，
静待煤价回落改善业绩/邵琳琳 2018-08-29

和能源局联合发布《关于积极推进电力市场化交易，进一步完善交易机制的通知》，规定建立多种形式的市场价格形成机制。2018 年前三季度电力消费量大增，发电企业在与大用户之间协商电价的话语权提升，市场化交易的电价折扣有望进一步缩窄。公司火电有望迎来“价稳量升”的新趋势。

■ **具备较大估值修复空间，高业绩弹性标的：**公司是市场上难得的低 PB+高业绩弹性火电标的，目前 PB 仅为 0.93，低于五大发电集团其他上市公司。未来在机组利用小时数稳中有升、市场化交易电价折价缩窄的基础上，公司的业绩复苏趋势和幅度有望优于行业平均水平。

■ **投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标价 4.5 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 13.4%、6.2%、2.6%，净利润分别为 20.6 亿元、27.9 亿元和 44.6 亿元。

■ **风险提示：**电价下调风险，全社会用电量增速低于预期，煤价持续高位。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	63,346.1	79,006.8	89,615.1	95,177.3	97,648.5
净利润	3,344.4	430.1	2,061.4	2,794.2	4,457.0
每股收益(元)	0.34	0.04	0.209	0.283	0.45
每股净资产(元)	4.32	4.23	4.35	4.51	4.77

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	11.8	91.7	19.1	14.1	8.9
市净率(倍)	0.9	0.94	0.92	0.89	0.84
净利润率	5.3%	0.5%	2.3%	2.9%	4.6%
净资产收益率	7.8%	1.0%	4.8%	6.3%	9.5%
股息收益率	3.4%	0.5%	2.2%	2.9%	4.7%
ROIC	5.6%	2.7%	5.7%	4.7%	6.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	63,346.1	79,006.8	89,615.1	95,177.3	97,648.5	成长性					
减:营业成本	49,033.8	70,676.8	73,090.1	75,386.7	76,802.7	营业收入增长率	-10.8%	24.7%	13.4%	6.2%	2.6%
营业税费	991.3	900.8	1,021.8	1,085.2	1,113.4	营业利润增长率	-57.2%	-78.1%	-225.5%	42.0%	69.1%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-56.5%	-87.1%	-379.2%	35.6%	59.5%
管理费用	1,716.4	1,677.3	2,282.8	2,424.5	2,487.5	EBITDA 增长率	-27.8%	-23.7%	-49.0%	13.6%	3.3%
财务费用	4,913.4	5,043.8	9,197.3	10,481.2	7,296.7	EBIT 增长率	-45.3%	-45.0%	-125.3%	22.8%	5.8%
资产减值损失	1,087.6	771.8	771.8	771.8	771.8	NOPLAT 增长率	-47.8%	-51.7%	-145.5%	22.8%	5.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.2%	16.4%	-49.6%	-21.4%	-19.3%
投资和汇兑收益	324.1	978.1	978.1	978.1	978.1	净资产增长率	1.0%	-1.8%	3.8%	5.4%	8.7%
营业利润	5,927.7	1,299.3	4,229.3	6,006.0	10,154.6	利润率					
加:营业外净收支	463.7	-1.6	204.3	200.3	134.4	毛利率	22.6%	10.5%	18.4%	20.8%	21.3%
利润总额	6,391.4	1,297.7	4,433.6	6,206.3	10,289.0	营业利润率	9.4%	1.6%	4.7%	6.3%	10.4%
减:所得税	1,765.5	521.8	1,359.3	1,902.7	3,154.4	净利润率	5.3%	0.5%	2.3%	2.9%	4.6%
净利润	3,344.4	430.1	2,061.4	2,794.2	4,457.0	EBITDA/营业收入	33.5%	20.5%	26.9%	28.8%	29.0%
						EBIT/营业收入	17.1%	7.5%	15.0%	17.3%	17.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	782	634	550	496	455
						流动营业资本周转天数	-176	-111	113	183	44
						流动资产周转天数	128	105	344	445	298
						应收帐款周转天数	45	39	240	307	160
						存货周转天数	14	13	14	13	13
						总资产周转天数	1,184	971	1,104	1,137	944
						投资资本周转天数	793	687	813	819	635
						投资回报率					
						ROE	7.8%	1.0%	4.8%	6.3%	9.5%
						ROA	2.2%	0.4%	0.9%	1.6%	2.9%
						ROIC	5.6%	2.7%	5.7%	4.7%	6.3%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	2.7%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
						财务费用率	7.8%	6.4%	10.3%	11.0%	7.5%
						三费/营业收入	10.5%	8.5%	12.8%	13.6%	10.0%
						偿债能力					
						资产负债率	73.1%	74.4%	82.7%	77.4%	73.0%
						负债权益比	272.3%	290.2%	479.4%	342.0%	270.4%
						流动比率	0.28	0.31	0.97	0.60	0.46
						速动比率	0.25	0.28	0.95	0.58	0.43
						利息保障倍数	2.21	1.18	1.46	1.57	2.39
						分红指标					
						DPS(元)	0.14	0.02	0.09	0.12	0.19
						分红比率	40.1%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%
						股息收益率	3.4%	0.5%	2.2%	2.9%	4.7%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,625.8	775.9	2,061.4	2,794.2	4,457.0	EPS(元)	0.34	0.04	0.209	0.283	0.45
加:折旧和摊销	10,373.3	10,235.8	10,700.3	10,921.3	10,868.6	BVPS(元)	4.32	4.23	4.35	4.51	4.77
资产减值准备	1,087.6	771.8	-	-	-	PE(X)	11.8	91.7	19.1	14.1	8.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	0.9	0.94	0.92	0.89	0.84
财务费用	4,913.4	5,043.8	9,197.3	10,481.2	7,296.7	P/FCF	187.1	20.1	2.0	28.1	-209.3
投资损失	-324.1	-978.1	-978.1	-978.1	-978.1	P/S	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	1,281.4	345.8	1,013.0	1,509.4	2,677.6	EV/EBITDA	6.9	9.7	9.9	6.8	5.2
营运资金的变动	2,713.1	-15,850.3	-85,455.3	44,343.3	29,033.1	CAGR(%)	-2.4%	109.5%	-33.6%	-2.4%	109.5%
经营活动产生现金流量	22,132.2	12,789.2	-63,461.4	69,071.2	53,354.9	PEG	-5.0	0.8	-0.6	-5.9	0.1
投资活动产生现金流量	-15,633.9	-14,087.5	-5,330.1	-2,123.6	-2,000.6	ROIC/WACC	1.0	0.5	1.0	0.9	1.2
融资活动产生现金流量	-9,377.8	2,356.5	88,193.9	-65,279.0	-50,613.0	REP	1.0	2.0	0.9	1.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034