

2019年03月28日

华电国际 (600027.SH)

归母净利润大增近300%，继续看好优质火电龙头

■事件：根据年报，2018年公司实现营业收入883.65亿元，同比增长11.84%；归母净利润16.95亿元，同比增长294.16%；EPS为0.157元，同比增长256.82%。业绩符合预期。

■装机量和利用小时数增加及电价上调是营收增长主因：公司作为火电龙头之一，发电资产遍布全国14个省、市、自治区，截至目前共拥有60家已投运的控股电厂。根据公告，截至2018年底，公司控股装机5157万千瓦，其中燃煤、燃机分别占78%、10%，煤电、燃机和其他可再生能源装机分别较2017年底增加122.5、69.2和47.4万千瓦。利用小时数方面，2018年燃煤、燃机、水电和风电的利用小时数分别为4849、1603、3486和1895小时，同比增长347、69、82和79小时。公司2018年的发电量为2098.5亿千瓦时，同比增长9.46%；供热量完成10405万吉焦，同比增长27.16%。公司营业收入的增长，一方面得益于利用小时数的增加以及新机组的投产，另一方面也受益于上网电价的上调。随着2017年7月1日开始多地区上调煤电标杆电价1-2分/Kwh，煤电机组受益明显。2018年公司平均上网电价为407.27元/兆瓦时，同比增长8.89元/兆瓦时（2.23%）。

■高煤价、高市场化占比及一次性诉讼损失无碍业绩高增：燃料成本方面，根据公告，2018年煤炭价格持续高位运行，四个季度的入炉煤价预计分别为750元/吨、700元/吨和710元/吨和725元/吨左右，总体高于上年同期。全年燃料成本为449.8亿元，同比增加13.5%，高于火电发电量增速（9.5%）。电力市场化交易比例提升。公司2018年的市场化交易电量为860.8亿千瓦时，占总上网电量的43.9%，较2017年提高6.65个百分点。费用方面，公司的管理费用和财务费用分别增加11.6%和5.5%。虽然成本端和费用端均承压，公司的附属公司内蒙古浩源也因为股权转让纠纷计提了诉讼损失3.4亿元，但随着机组利用小时数的大幅提升和上网电价的上调，公司2018年的归母净利润同比大增近300%。

■供给侧改革+需求侧总体平稳，电力供需形势持续改善，“价稳量升”值得期待：供给方面，电力行业在供给侧改革的背景下，停建缓建煤电产能和淘汰落后产能的步伐有望加快。去产能力度超预期，有利于行业集中度和效率提升，利好行业龙头。需求方面，考虑到宏观经济总体平稳，电能替代稳步推进，2019-2020年的全社会用电量有望保持中等速度（5%左右）增长。供需形势持续向好，煤电机组利用小时数有望不断提升。电价方面，国家发改委和能源局联合发布《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

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：**4.8元**
股价（2019-03-27）**4.36元**

交易数据

总市值(百万元)	43,002.58
流通市值(百万元)	30,501.44
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	3.40/4.86元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.23	-28.17	26.15
绝对收益	-2.9	-6.44	21.61

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

相关报告

- 华电国际：三季报点评：电力板块量价齐升，低估 2018-10-31
- 值高弹性标的/邵琳琳
- 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

形式的市场价格形成机制。随着电力从供过于求逐步向供需平衡过渡，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。公司火电业务有望迎来“价稳量升”的新趋势。

■ **增值税下调叠加煤价下行，盈利改善可期：**年初的政府工作报告提出要将制造业增值税率从16%降至13%，由于火电上网电价包含了增值税，在上网电价不变的情况下，增值税率下调间接提高了上网电价。煤价方面，2018年由于用电量增长及动力煤需求超预期，加之环保、安全检查等因素影响优质煤炭产能释放，进口煤也受到一定程度的限制，导致煤价持续处于高位。若宏观经济后期保持稳中偏弱态势运行，届时煤炭需求会逐步走弱，而煤炭产能的陆续释放和煤炭进口的放松限制会使煤价加快回归绿色合理区间，公司的火电占比高，具备煤价高弹性特点，有望直接受益于煤价的下行。此外，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1.0，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、市场化交易电价折扣缩窄的基础上，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 4.8 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 8.0%、8.0%、7.0%，净利润分别为 34.4 亿元、43.6 亿元和 54.5 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	79,006.8	88,365.1	95,434.3	103,069.0	110,283.8
净利润	430.1	1,695.4	3,442.0	4,361.5	5,449.6
每股收益(元)	0.04	0.17	0.349	0.442	0.55
每股净资产(元)	4.23	5.28	4.56	4.82	5.15

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	100.0	25.4	12.5	9.9	7.9
市净率(倍)	1.0	0.83	0.96	0.90	0.85
净利润率	0.5%	1.9%	3.6%	4.2%	4.9%
净资产收益率	1.0%	3.3%	7.7%	9.2%	10.7%
股息收益率	0.4%	0.0%	3.2%	4.1%	5.1%
ROIC	2.7%	3.9%	3.2%	4.6%	5.2%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	79,006.8	88,365.1	95,434.3	103,069.0	110,283.8	成长性					
减:营业成本	70,676.8	77,449.8	83,409.6	88,639.4	93,741.3	营业收入增长率	24.7%	11.8%	8.0%	8.0%	7.0%
营业税费	900.8	1,111.9	1,200.8	1,296.9	1,387.7	营业利润增长率	-78.1%	174.7%	-121.7%	27.6%	18.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-87.1%	294.2%	-103.0%	26.7%	24.9%
管理费用	1,677.3	1,871.7	2,211.1	2,388.0	2,555.1	EBITDA 增长率	-23.7%	15.8%	4.1%	12.9%	9.4%
财务费用	5,043.8	5,322.3	-2.0	-	-	EBIT 增长率	-45.0%	46.1%	9.1%	27.6%	18.4%
资产减值损失	771.8	120.7	660.0	660.0	660.0	NOPLAT 增长率	-51.7%	68.8%	15.9%	27.6%	18.4%
加:公允价值变动收益	-	-17.2	-43.0	7.2	9.6	投资资本增长率	16.4%	5.2%	13.2%	6.3%	-15.3%
投资和汇兑收益	978.1	911.2	-	-	-	净资产增长率	-1.8%	20.2%	-8.1%	7.9%	8.6%
营业利润	1,299.3	3,569.4	7,911.8	10,091.9	11,949.3	利润率					
加:营业外净收支	-1.6	-413.3	-413.3	-357.2	-394.6	毛利率	10.5%	12.4%	12.6%	14.0%	15.0%
利润总额	1,297.7	3,156.1	7,498.5	9,734.7	11,554.7	营业利润率	1.6%	4.0%	8.3%	9.8%	10.8%
减:所得税	521.8	884.3	2,395.8	3,110.3	3,691.7	净利润率	0.5%	1.9%	3.6%	4.2%	4.9%
净利润	430.1	1,695.4	3,442.0	4,361.5	5,449.6	EBITDA/营业收入	20.5%	21.2%	18.8%	19.7%	20.2%
						EBIT/营业收入	7.5%	9.9%	8.3%	9.8%	10.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	634	574	525	460	406
						流动营业资本周转天数	-111	-62	-89	-78	-71
						流动资产周转天数	105	103	143	177	177
						应收帐款周转天数	39	42	42	42	42
						存货周转天数	13	13	14	13	13
						总资产周转天数	971	899	883	838	767
						投资资本周转天数	687	678	601	534	475
						投资回报率					
						ROE	1.0%	3.3%	7.7%	9.2%	10.7%
						ROA	0.4%	1.0%	2.1%	2.8%	3.4%
						ROIC	2.7%	3.9%	3.2%	4.6%	5.2%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
						财务费用率	6.4%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	8.5%	8.1%	2.3%	2.3%	2.3%
						偿债能力					
						资产负债率	74.4%	70.4%	74.8%	72.1%	69.3%
						负债权益比	290.2%	237.9%	297.5%	257.8%	226.2%
						流动比率	0.31	0.34	0.49	0.60	0.53
						速动比率	0.28	0.29	0.46	0.56	0.49
						利息保障倍数	1.18	1.64	#####		
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.14	0.18	0.22
						分红比率	41.3%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	0.4%	0.0%	3.2%	4.1%	5.1%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,482.2	6,678.1	28,630.3	30,920.7	33,085.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	9,920.7	10,669.6	11,567.9	12,448.6	13,249.1
应收票据	1,348.7	1,132.5	2,111.1	1,119.6	2,314.3
预付帐款	222.4	322.2	569.5	208.8	619.4
存货	2,871.2	3,441.3	3,747.3	3,552.0	4,260.9
其他流动资产	3,206.4	3,415.7	3,278.7	3,300.3	3,331.6
可供出售金融资产	241.6	-	174.4	138.7	104.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	10,820.3	11,083.7	11,083.7	11,083.7	11,083.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	138,886.8	142,975.8	135,635.7	127,781.4	120,696.8
在建工程	19,413.8	23,606.5	23,616.5	23,624.5	23,631.5
无形资产	13,476.0	13,838.6	13,460.3	13,082.9	12,707.3
其他非流动资产	8,388.6	7,861.8	9,434.8	9,085.7	8,794.1
资产总额	216,278.6	225,025.8	243,310.3	236,346.8	233,878.2
短期债务	31,697.1	26,586.9	34,472.2	36,407.3	38,512.7
应付帐款	20,788.9	22,988.8	33,945.9	21,178.0	37,245.4
应付票据	1,346.6	574.0	3,826.3	23.4	3,757.0
其他流动负债	26,484.7	25,384.0	28,829.8	27,636.1	28,022.3
长期借款	62,209.2	66,682.7	62,907.8	67,498.3	37,346.9
其他非流动负债	18,330.6	16,209.7	18,123.1	17,554.5	17,295.8
负债总额	160,857.1	158,426.2	182,105.1	170,297.5	162,180.0
少数股东权益	13,662.6	14,568.6	16,229.3	18,492.3	20,905.6
股本	9,863.0	9,863.0	9,863.0	9,863.0	9,863.0
留存收益	31,718.8	32,873.3	35,112.9	37,694.1	40,929.5
股东权益	55,421.5	66,599.6	61,205.2	66,049.3	71,698.1

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	775.9	2,271.8	3,442.0	4,361.5	5,449.6
加:折旧和摊销	10,235.8	10,051.8	10,078.4	10,214.4	10,274.1
资产减值准备	771.8	120.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	17.2	-43.0	7.2	9.6
财务费用	5,043.8	5,322.3	-2.0	-	-
投资损失	-978.1	-911.2	-	-	-
少数股东损益	345.8	576.4	1,660.7	2,263.0	2,413.3
营运资金的变动	-15,850.3	5,969.1	13,181.2	-17,188.6	16,938.9
经营活动产生现金流量	12,789.2	17,806.0	28,317.3	-342.6	35,085.4
投资活动产生现金流量	-14,087.5	-16,465.2	-2,590.3	-1,957.5	-2,769.6
融资活动产生现金流量	2,356.5	-2,119.3	-3,774.9	4,590.5	-30,151.4

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.04	0.17	0.349	0.442	0.55
BVPS(元)	4.23	5.28	4.56	4.82	5.15
PE(X)	100.0	25.4	12.5	9.9	7.9
PB(X)	1.0	0.83	0.96	0.90	0.85
P/FCF	21.9	-3.4	1.3	30.2	26.5
P/S	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.7	8.8	8.1	7.5	5.7
CAGR(%)	104.4%	51.3%	3.3%	104.4%	51.3%
PEG	1.0	0.5	3.8	0.1	0.2
ROIC/WACC	1.0	1.4	1.1	1.7	1.9
REP	1.0	0.7	0.9	0.6	0.5

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
	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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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