

2019年03月28日

宋秋忆

H70445@capital.com.tw

目标价(元)

5.00RMB/4.50HKD

华电国际 (600027.SH/01071.HK)

BUY 买入

走出底部，煤价下行有望进一步释放业绩

公司基本信息

| | |
|-----------------|---------------------|
| 产业别 | 公用事业 |
| A 股价(2019/3/27) | 4.36 |
| 上证指数(2019/3/27) | 3022.72 |
| 股价 12 个月高/低 | 4.99/3.36 |
| 总发行股数(百万) | 9862.98 |
| A 股数(百万) | 6995.74 |
| A 市值(亿元) | 305.01 |
| 主要股东 | 中国华电集团有限公司 (46.84%) |
| 每股净值(元) | 4.35 |
| 股价/账面净值 | 1.00 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | -2.0 -6.4 21.0 |

近期评等

| | | |
|------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|

产品组合

| | |
|----|-------|
| 售电 | 92.6% |
| 供热 | 5.5% |
| 售煤 | 2.0% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 4.3% |
| 一般法人 | 54.6% |

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司发布18年业绩公告，全年实现营业收入883.65亿元，同比增长11.84%，归属于上市公司股东的净利润16.95亿元，同比增长294.16%。收入增长主要因18年发电增速较快，毛利率12.4%，较去年上升1.9Pct，主要因折旧摊销等成本占比下降。公司拟每股派息0.066元。

我们预计公司2019/2020年实现净利润27.46/38.84亿元，yoy+61.95%/41.45%，折合EPS为0.278/0.394元，目前A股股价对应的PE为15/11倍。H股股价对应PE为10/7倍，煤价下行和增值税下调增厚公司业绩，估值较低，给予买入建议。

■ **发电量价齐升，折旧成本降低致业绩修复：**收入端，公司18年全年累计发电量增长9.46%，增速较快，市场化交易电量比例为43.9%，较去年提升5.6Pct，平均电价为407.27元/兆瓦时，同增2.2%，18年发电量提升致总收入883.65亿元，同增11.84%。成本方面，由于18年煤价居高不下，度电燃料成本约为0.214元/度，较去年上升3.7%，燃料总成本较去年增长13.47%，主要因发电量上升和煤价微升。部分机组计提折旧完成，折旧摊销同比减少2%，致毛利率12.4%，较去年上升1.9Pct。

■ **煤价下行带来高业绩弹性：**展望未来，19年受宏观因素影响全国用电量增速将有所回落，2019年1-2月全社会用电量增速4.5%，较18年同期放缓8.8%。中电联预计，19年全年增速在5.5%左右。煤价预计将同比回落，19年以来秦皇岛港5500千卡动力煤均价为602元/吨，同比降低14%，环比下降4.1%，虽然三月以来收到矿难影响、两会停产等影响短期有所上涨，但随着煤矿逐渐复产，产能将恢复，19年宏观经济下行趋势确定，需求处于低位，未来煤炭价格有望继续回落。目前公司业绩主要受到高煤价压制，未来煤价回落将带来业绩弹性。

■ **增值税率下调将受益：**3月政府工作报告中提出增值税率将从16%下调至13%，今年4月1日起执行，公司收入体量大净利率低，将显著受益于增值税税率下调，以18年业绩估算，增值税率下调3%将为公司带来14%的业绩弹性。

■ **盈利预测：**我们预计公司2019/2020年实现净利润27.46/38.84亿元，yoy+61.95%/41.45%，折合EPS为0.278/0.394元，目前A股股价对应的PE为15/11倍。对应H股股价PE为10/7倍，煤价下行和增值税下调增厚公司业绩，估值较低，给予买入建议。

■ **风险提示：**1、煤价下行不及预期；2、上网电价下行超预期。

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 3344.44 | 430.13 | 1695.40 | 2745.74 | 3883.76 |
| 同比增/减 | % | -54.72% | -87.14% | 294.16% | 61.95% | 41.45% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.339 | 0.044 | 0.172 | 0.278 | 0.394 |
| 同比增/减 | % | -54.72% | -87.14% | 294.16% | 61.95% | 41.45% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 13.45 | 104.56 | 25.36 | 15.66 | 11.07 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.112 | 0.015 | 0.066 | 0.097 | 0.138 |
| 股息率 (Yield) | % | 2.46% | 0.33% | 1.51% | 2.23% | 3.16% |

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

| 会计年度(百万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 63,346 | 79,007 | 88,365 | 91,320 | 93,338 |
| 经营成本 | 49,034 | 70,677 | 77,450 | 77,834 | 77,658 |
| 营业税金及附加 | 991 | 901 | 1,112 | 1,096 | 1,120 |
| 销售费用 | | | | 0 | 0 |
| 管理费用 | 1,716 | 1,677 | 1,872 | 1,918 | 1,960 |
| 财务费用 | 4,913 | 5,044 | 5,322 | 5,936 | 6,067 |
| 资产减值损失 | 1,088 | 772 | 121 | 500 | 500 |
| 投资收益 | 324 | 978 | 911 | 800 | 800 |
| 营业利润 | 5,928 | 1,299 | 3,569 | 4,837 | 6,834 |
| 营业外收入 | 684 | 284 | 116 | 200 | 200 |
| 营业外支出 | 220 | 286 | 529 | 220 | 220 |
| 利润总额 | 6,391 | 1,298 | 3,156 | 4,817 | 6,814 |
| 所得税 | 1,766 | 522 | 884 | 1,156 | 1,635 |
| 少数股东损益 | 1,281 | 346 | 576 | 915 | 1,295 |
| 归属于母公司股东权益 | 3,344 | 430 | 1,695 | 2,746 | 3,884 |

附二: 合并资产负债表

| 会计年度(百万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 6,464 | 7,482 | 6,678 | 8,889 | 9,600 |
| 应收账款 | 8,259 | 11,269 | 12,580 | 12,424 | 13,046 |
| 存货 | 2,737 | 2,871 | 3,441 | 3,166 | 3,324 |
| 流动资产合计 | 21,061 | 25,052 | 25,659 | 25,189 | 26,723 |
| 长期股权投资 | 9,394 | 10,820 | 11,084 | 11,929 | 12,526 |
| 固定资产 | 139,395 | 138,887 | 142,976 | 141,678 | 143,095 |
| 在建工程 | 17,913 | 19,414 | 26,463 | 22,227 | 23,783 |
| 非流动资产合计 | 22,349 | 22,106 | 18,844 | 44,237 | 51,397 |
| 资产总计 | 210,112 | 216,279 | 225,026 | 245,260 | 257,523 |
| 流动负债合计 | 74,154 | 80,317 | 75,534 | 95,417 | 108,775 |
| 非流动负债合计 | 79,523 | 80,540 | 82,892 | 87,112 | 90,596 |
| 负债合计 | 153,677 | 160,857 | 158,426 | 182,529 | 199,372 |
| 少数股东权益 | 13,815 | 13,663 | 14,569 | 14,225 | 14,597 |
| 股东权益合计 | 42,619 | 41,759 | 52,031 | 48,506 | 43,554 |
| 负债及股东权益合计 | 210,112 | 216,279 | 225,026 | 245,260 | 257,523 |

附三: 合并现金流量表

| 会计年度(百万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 22,132 | 12,789 | 17,806 | 17,105 | 19,205 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -15,634 | -14,087 | -16,465 | -15,825 | -15,993 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -9,378 | 2,356 | -2,119 | -746 | -2,635 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -2,879 | 1,058 | -778 | 534 | 577 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。