

2019年04月26日

华电国际 (600027.SH)

## 一季报点评：业绩略低于预期，静待盈利持续改善

■事件：根据公司披露的一季报，2019年一季度实现营业收入233.8亿元，同比增长4.04%；归母净利润7.74亿元，同比增长12.6%；EPS为0.067元。业绩略低于预期。

■多因素致利润增速略低于预期：煤价下行及利用小时数提升助推一季度营收及盈利增长，但固定成本提升、投资收益减少及少数股东损益大幅提升对业绩增长带来一定负面影响。根据公告，2019年一季度公司发电量为519.9亿千瓦时，同比增长8.11%，发电量的增长源于新机组投产及利用小时数提升。煤价方面，受益于电煤供需形势好转及铁路运力提升，一季度的燃料成本压力大幅减轻。电价方面，虽然电力市场化交易比例从2018Q1的30.5%增至2019Q1的43.6%，但电价折扣缩窄，上网电价基本持平，为0.416元/Kwh，去年同期是0.413元/Kwh。去年一季度固定成本基数偏低，去年下半年开始，公司的人力成本及检修费用等均有所增加。投资收益受参股煤矿收益减少的影响，投资收益仅1.28亿元，同比减少36.5%。此外，第一季度少数股东损益为3.28亿元，同比增加204.1%，预计与部分高持股比例、盈利状况好的风电项目及火电项目盈利下降，低持股比例的电厂项目盈利提升带来的结构性差异有关。

■燃料成本下降空间大，煤价有望步入中长期下行通道：截至目前，一年一度的大秦线春季检修已开展半月有余，秦港库存所受影响并不明显。中国煤炭资源网数据显示，截至4月25日，秦皇岛港煤炭库存639万吨，与上月末基本持平。中铁总为提振货运量，近日通知部分路局和线路下调矿石和煤炭运价，各路局可自主确定的最高降幅达30%。煤炭运力运价均有望大幅改善。蒙冀、瓦日和蒙华铁路运力均有望在2019年提升，有望加剧三西至华中的通道竞争，叠加沿海电煤需求下降，西煤东送运力不足的问题将显著改善。综合煤炭供需形势及运力改善，煤价有望步入中长期下行通道。

■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大背景下，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，利好业内龙头。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%—6%）增长。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。随着电力从供过于求逐步向供需平衡过

公司快报

证券研究报告

火电

投资评级 **增持-A**

维持评级

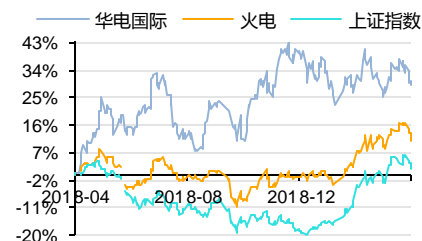
6个月目标价：**4.8元**

股价(2019-04-25) **4.37元**

交易数据

总市值(百万元)	43,101.21
流通市值(百万元)	30,571.40
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	0.17	-19.14	27.0
绝对收益	2.82	0.92	27.18

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：归母净利润大增近300%，继续看好优质火电龙头/邵琳琳	2019-03-28
华电国际：三季报点评：电力板块量价齐升，低估值高弹性标的/邵琳琳	2018-10-31
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

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將制造业增值税率从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 4.8 元。我们预计公司2019年-2021年的收入增速分别为8.5%、6.8%、5.4%，净利润分别为28.3亿元、39.5亿元和50.3亿元。

■ **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	95,876.1	102,395.7	107,925.0
净利润	430.1	1,695.4	2,831.8	3,952.6	5,034.1
每股收益(元)	0.04	0.17	0.287	0.401	0.51
每股净资产(元)	4.23	5.28	5.47	5.70	6.00

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	100.2	25.4	15.2	10.9	8.6
市净率(倍)	1.0	0.83	0.80	0.77	0.73
净利润率	0.5%	1.9%	3.0%	3.9%	4.7%
净资产收益率	1.0%	3.3%	5.3%	7.0%	8.5%
股息收益率	0.4%	0.0%	2.6%	3.7%	4.7%
ROIC	2.7%	3.9%	4.6%	6.3%	6.6%

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	95,876.1	102,395.7	107,925.0	成长性					
减:营业成本	70,676.8	77,449.8	81,015.3	85,193.2	89,038.2	营业收入增长率	24.7%	11.8%	8.5%	6.8%	5.4%
营业税费	900.8	1,111.9	1,206.4	1,288.4	1,358.0	营业利润增长率	-78.1%	174.7%	71.3%	36.0%	25.7%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-87.1%	294.2%	67.0%	39.6%	27.4%
管理费用	1,677.3	1,871.7	2,221.3	2,372.4	2,500.5	EBITDA 增长率	-23.7%	15.8%	15.8%	10.6%	6.4%
财务费用	5,043.8	5,322.3	5,527.4	5,486.1	4,835.5	EBIT 增长率	-45.0%	46.1%	33.7%	18.5%	10.8%
资产减值损失	771.8	120.7	660.0	660.0	660.0	NOPLAT 增长率	-51.7%	68.8%	-23.8%	18.5%	10.8%
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%	12.3%	5.3%	-14.2%
投资和汇兑收益	978.1	911.2	911.2	911.2	911.2	净资产增长率	-1.8%	20.2%	4.4%	5.5%	6.5%
营业利润	1,299.3	3,569.4	6,113.8	8,313.9	10,453.7	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%	15.5%	16.8%	17.5%
利润总额	1,297.7	3,156.1	5,700.5	7,956.6	10,059.0	营业利润率	1.6%	4.0%	6.4%	8.1%	9.7%
减:所得税	521.8	884.3	1,821.3	2,542.2	3,213.9	净利润率	0.5%	1.9%	3.0%	3.9%	4.7%
净利润	430.1	1,695.4	2,831.8	3,952.6	5,034.1	EBITDA/营业收入	20.5%	21.2%	22.7%	23.5%	23.7%
						EBIT/营业收入	7.5%	9.9%	12.1%	13.5%	14.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	634	574	523	463	414
						流动营业资本周转天数	-111	-62	-85	-75	-69
						流动资产周转天数	105	103	142	177	178
						应收帐款周转天数	39	42	42	42	42
						存货周转天数	13	13	13	12	12
						总资产周转天数	971	899	879	842	781
						投资资本周转天数	687	678	602	540	489
						投资回报率					
						ROE	1.0%	3.3%	5.3%	7.0%	8.5%
						ROA	0.4%	1.0%	1.6%	2.3%	2.9%
						ROIC	2.7%	3.9%	4.6%	6.3%	6.6%
						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%	5.8%	5.4%	4.5%
						三费/营业收入	8.5%	8.1%	8.1%	7.7%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	74.4%	70.4%	71.4%	68.9%	66.4%
						负债权益比	290.2%	237.9%	250.0%	221.6%	197.6%
						流动比率	0.31	0.34	0.52	0.59	0.50
						速动比率	0.28	0.29	0.49	0.55	0.46
						利息保障倍数	1.18	1.64	2.11	2.52	3.16
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.11	0.16	0.20
						分红比率	41.3%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	0.4%	0.0%	2.6%	3.7%	4.7%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,482.2	6,678.1	28,762.8	30,718.7	32,377.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	9,920.7	10,669.6	11,670.9	12,188.8	12,959.3
应收票据	1,348.7	1,132.5	2,126.1	1,083.5	2,277.0
预付帐款	222.4	322.2	543.9	204.1	582.5
存货	2,871.2	3,441.3	3,540.9	3,474.6	3,946.4
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	243,328.9	235,766.8	232,492.0
短期债务	31,697.1	26,586.9	30,462.8	37,720.5	44,495.2
应付帐款	20,788.9	22,988.8	32,311.6	20,669.1	34,823.0
应付票据	1,346.6	574.0	3,700.0	0.1	3,590.7
其他流动负债	26,484.7	25,384.0	28,843.4	27,627.1	27,974.1
长期借款	62,209.2	66,682.7	60,367.5	58,877.3	26,197.9
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	173,808.4	162,448.6	154,376.6
少数股东权益	13,662.6	14,568.6	15,616.0	17,077.9	18,888.9
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	34,746.8	37,082.6	40,068.8
股东权益	55,421.5	66,599.6	69,520.5	73,318.2	78,115.4

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	775.9	2,271.8	2,831.8	3,952.6	5,034.1
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	5,527.4	5,486.1	4,835.5
投资损失	-978.1	-911.2	-911.2	-911.2	-911.2
少数股东损益	345.8	576.4	1,047.4	1,461.9	1,811.0
营运资金的变动	-15,850.3	5,969.1	11,548.1	-15,718.7	15,143.7
经营活动产生现金流量	12,789.2	17,806.0	30,079.0	4,492.3	36,196.7
投资活动产生现金流量	-14,087.5	-16,465.2	-1,679.1	-1,046.3	-1,858.4
融资活动产生现金流量	2,356.5	-2,119.3	-6,315.2	-1,490.1	-32,679.5

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.04	0.17	0.287	0.401	0.51
BVPS(元)	4.23	5.28	5.47	5.70	6.00
PE(X)	100.2	25.4	15.2	10.9	8.6
PB(X)	1.0	0.83	0.80	0.77	0.73
P/FCF	22.0	-3.4	1.8	24.9	27.8
P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.7	8.8	6.4	6.0	4.7
CAGR(%)	91.1%	44.4%	-5.7%	91.1%	44.4%
PEG	1.1	0.6	-2.7	0.1	0.2
ROIC/WACC	0.5	0.7	0.8	1.1	1.1
REP	2.1	1.5	1.2	0.9	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
	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