

证券研究报告—动态报告

公用事业

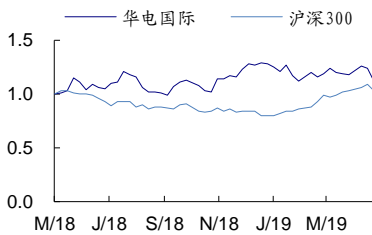
华电国际(600027)
增持

电力

2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	9,863/6,996
总市值/流通(百万元)	40,833/28,962
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12 个月最高/最低(元)	4.99/3.37

相关研究报告:

《华电国际-600027-2018 年年报点评: 量价齐升, 全年业绩大幅改善》——2019-03-28
 《华电国际-600027-2018 年三季报点评: 电量强劲, 电价增长, 业绩持续修复》——2018-10-31
 《华电国际: 机组 07 年集中投产但业绩平平》——2008-03-26
 《华电国际: 拟发 53 亿可分离债用于陆续收购集团资产, 二次融资规模较大》——2008-02-14
 《华电国际: 未来有望受益于新机组投产与两税合并》——2007-03-26

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师: 吴行健

E-MAIL: wuxingjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

成本改善不及预期, 期待煤价弹性释放

● 扣非后净利润增速约为 10%, 业绩略低于市场预期

营业收入 233.80 亿, +4.04%; 归母净利润为 7.74 亿, +12.60%; 扣非后归母净利润为 7.22 亿, +9.78%, 不及市场预期。经营活动产生的现金流为 62.58 亿, +16.61%。

● 用电需求良好, 售电量、上网电价同比正增长

2019Q1 发电量为 519.92 亿千瓦时, +8.11%; 上网电量 484.79 亿千瓦时, +8.30%。发电量及上网电量同比增长的主要原因是新投产机组的电量贡献, 以及服务区域电力需求旺盛和发电机组利用小时数增长。2019Q1 市场化交易电量约为 211 亿千瓦时, 交易电量比例为 43.61%, 较去年同期的 30.52% 上升 13.09 个 pct。但市场电折价幅度有所收窄, 2019Q1 平均上网电价为 415.79 元/兆瓦时, 同比增加 2.62 元/兆瓦时

● 毛利率改善程度不及预期, 费用率稳中有降

公司 2019Q1 毛利率为 13.35%, 同比提升 1.35 个 pct, 幅度低于可比公司华能国际 (提升 4.82 个 pct)。费用率管控良好为 7.10%, 较去年下滑 0.27 个 pct, 主要是由于财务费用为 13.08 亿, +0.54%, 财务费用率下滑 0.19 个 pct。投资收益为 1.28 亿, -36.32%, 主要原因是参股煤矿收益减少的影响。一季度少数股东损益为 3.28 亿, +204.05%, 主要原因是单位间股比及利润同比完成不均衡形成的结构性差异的影响。资产负债率为 69.84% 较 2018 年末 70.40% 继续下降 0.54 个 pct。

● 投资建议: 用电需求良好叠加煤价走弱, 看好火电盈利持续修复

从今年用电需求来看, 1 月用电增速为 3.0%, 2 月为 7.2%, 3 月继续上升至 7.5%, 持续保持上升态势, 好于市场预期; 1-3 月用电增速为 5.5% 与全年预期持平。预计全年增值税率的下调 (16% 下调至 13%) 利好售电收入的增加, 有望对冲市场电的持续让利; 煤价面临实体经济需求增速放缓, 全年整体中枢或同比下行, 上述因素均利好火电业绩继续回升。预计 2019-2021 年归母净利润 28.5/35.6/41.4 亿元; 摊薄 EPS 为 0.29/0.36/0.42 元, 对应 PE 14.3/11.5/9.9x。

● 风险提示: 电力需求超预期减弱, 煤价超预期上涨。
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	79,007	88,365	93,643	97,772	102,069
(+/-%)	24.7%	11.8%	6.0%	4.4%	4.4%
净利润(百万元)	430	1695	2852.79	3560.72	4136.53
(+/-%)	-87.1%	294.2%	68.3%	24.8%	16.2%
摊薄每股收益(元)	0.04	0.17	0.29	0.36	0.42
EBIT Margin	7.3%	9.0%	10.9%	12.0%	12.4%
净资产收益率(ROE)	1.0%	3.3%	5.3%	6.4%	7.1%
市盈率(PE)	94.9	24.1	14.3	11.5	9.9
EV/EBITDA	12.6	11.1	9.8	8.7	8.0
市净率(PB)	0.98	0.78	0.76	0.73	0.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

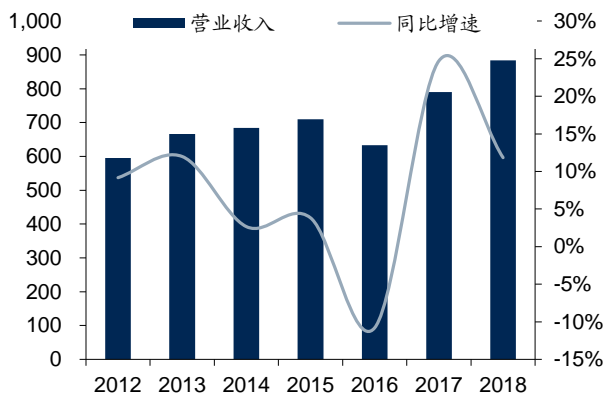
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

用电需求旺盛，电量保持超8%增长。2019年一季度累计发电量为519.92亿千瓦时，比2018年同期增长约8.11%；上网电量484.79亿千瓦时，+8.30%。发电量及上网电量同比增长的主要原因是新投产机组的电量贡献，以及服务区域电力需求旺盛和发电机组利用小时数增长。其中，火电发电量491.73亿千瓦时，同比增长9.2%；风电发电量15.19亿千瓦时，同比降20%，水电发电量11.27亿千瓦时，同比增长7.23%。

市场交易电比例扩大，折价收窄。2019Q1市场化交易电量约为211亿千瓦时，交易电量比例为43.61%，较去年同期的30.52%上升13.09个pct。但市场电折价幅度有所收窄，2019Q1平均上网电价为415.79元/兆瓦时，同比增长2.62元/兆瓦时。

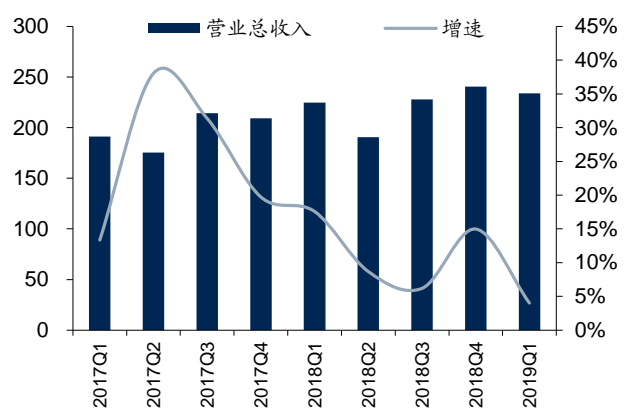
毛利率改善程度不及预期，费用率稳中有降。公司2019Q1毛利率为13.35%，同比提升1.35个pct，幅度低于可比公司华能国际（提升4.82个pct）。费用率为7.10%，较去年下滑0.27个pct，主要是由于财务费用为13.08亿，+0.54%，财务费用率下滑0.19个pct。投资收益为1.28亿，-36.32%，主要原因是参股煤矿收益减少的影响。一季度少数股东损益为3.28亿，+204.05%，主要原因是单位间股比及利润同比完成不均衡形成的结构性差异的影响。资产负债率为69.84%较2018年末70.40%继续下降0.54个pct。

图 1：营业收入及增速（单位：亿元、%）



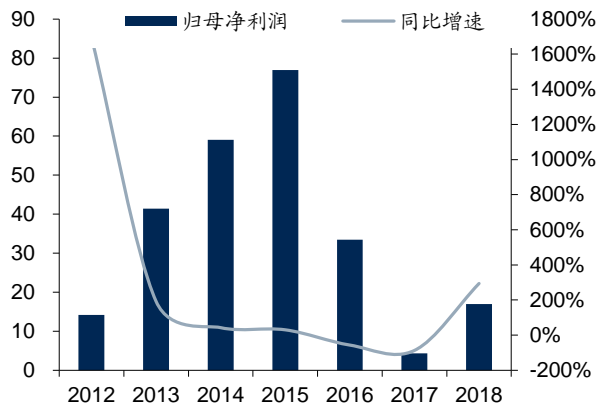
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



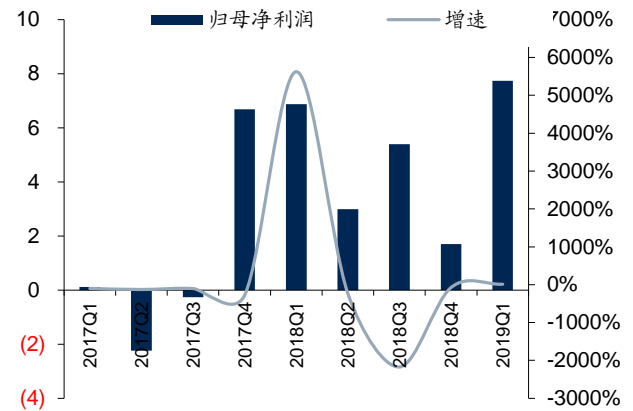
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 单季归母净利润及同比增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 用电需求良好叠加煤价走弱, 看好火电盈利持续修复。从用电需求来看, 1-3 月的用电量同比增速保持上升态势: 1 月增速为 3.0%, 2 月上升至 7.2%, 3 月继续上升至 7.5%; 1-3 月份, 全国全社会用电量 16795 亿千瓦时, 同比增长 5.5%, 与全年用电量增速持平; 预计全年电量增速较去年略有下行但仍保持在较好水平; 增值税率的下调利好售电收入的增加, 有望对冲市场电的持续让利; 煤价面临实体经济需求增速放缓, 全年整体中枢或同比下行, 上述因素均利好火电业绩继续回升。预计 2019-2021 年归母净利润 28.5/35.6/41.4 亿元; 摊薄 EPS 为 0.29/0.36/0.42 元, 对应 PE14.3/11.5/9.9x。

表 1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600011	华能国际	增持	6.48	101,724	0.09	0.30	0.42	70.7	21.9	15.3
600027	华电国际	增持	4.14	40,833	0.17	0.29	0.36	24.1	14.3	11.5
000966	长源电力	买入	5.69	6,306	0.19	0.48	0.68	29.9	11.9	8.4
600900	长江电力	增持	16.56	364,320	1.03	1.04	1.06	16.1	15.9	15.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6678	6875	7012	6855	营业收入	88365	93643	97772	102069
应收款项	11802	12691	13418	13824	营业成本	77450	80286	82882	86122
存货净额	3441	3920	3676	3889	营业税金及附加	1112	1077	1124	1174
其他流动资产	3679	4319	4209	4451	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	25659	27863	28374	29077	管理费用	1872	2052	2069	2085
固定资产	169439	174367	177489	178948	财务费用	5322	5520	5711	5758
无形资产及其他	13839	13285	12732	12178	投资收益	911	900	920	1020
投资性房地产	5005	5005	5005	5005	资产减值及公允价值变动	(138)	(600)	(650)	(680)
长期股权投资	11084	11884	12415	12947	其他收入	187	0	0	0
资产总计	225026	232404	236015	238156	营业利润	3569	5008	6256	7271
短期借款及交易性金融负债	40611	43028	42978	40624	营业外净收支	(413)	20	20	20
应付款项	19170	21468	21927	22608	利润总额	3156	5028	6276	7291
其他流动负债	15752	16002	16340	16841	所得税费用	884	1257	1569	1823
流动负债合计	75534	80497	81244	80073	少数股东损益	576	918	1146	1331
长期借款及应付债券	74160	74160	74160	74160	归属于母公司净利润	1695	2853	3561	4137
其他长期负债	8732	8932	9032	9132					
长期负债合计	82892	83092	83192	83292	现金流量表 (百万元)				
负债合计	158426	163590	164436	163365	净利润	1695	2853	3561	4137
少数股东权益	14569	15108	15781	16563	资产减值准备	(651)	9	6	4
股东权益	52031	53706	55798	58227	折旧摊销	10052	10681	11803	12832
负债和股东权益总计	225026	232404	236015	238156	公允价值变动损失	138	600	650	680
					财务费用	5322	5520	5711	5758
					营运资本变动	3656	749	529	426
					其它	990	531	667	778
					经营活动现金流	15880	15422	17216	18857
					资本开支	(18741)	(15664)	(15028)	(14422)
					其它投资现金流	99	0	0	0
					投资活动现金流	(18905)	(16464)	(15560)	(14953)
					权益性融资	9479	0	0	0
					负债净变化	4474	0	0	0
					支付股利、利息	(6588)	(1177)	(1470)	(1707)
					其它融资现金流	(3029)	2416	(50)	(2353)
					融资活动现金流	2221	1239	(1520)	(4060)
					现金净变动	(804)	197	137	(157)
					货币资金的期初余额	7482	6678	6875	7012
					货币资金的期末余额	6678	6875	7012	6855
					企业自由现金流	677	3437	6077	8353
					权益自由现金流	2121	1713	1744	1682

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032