

2020年01月19日

华电国际 (600027.SH)

2019年盈利有望翻番，看好低估值火电龙头

■2019年盈利翻番，符合预期：根据公告，公司2018年归母净利润为17.3亿元（重述后），EPS为0.16元（重述后）。预计2019年归母净利润同比增加15.5-19.0亿元，同比增加约90%-110%；扣非归母净利润同比增加15.2-18.6亿元，同比增加约90%-110%。公司业绩提升符合预期。

■新装机推动发电量提升，电价提升、煤价下行及管理费用下降等因素驱动业绩好转：根据公告，2019年前三季度公司完成发电量1582.4亿千瓦时，同比上涨2.0%；完成上网电量1480.2亿千瓦时，同比上涨2.1%，增长主因是新投产机组。公司前三季度平均上网电价为413.59元/兆瓦时，同比增长约2.0%，主要系增值税率由16%调至13%影响，同时，市场电折价收窄、新投产的燃气机组上网电价较高及浙江燃机电价同比上调等因素也助推电价上升。成本端，在煤价下行背景下，公司燃料成本持续下降，公司管理费用也大幅下降，从去年前三季度的13.9亿元降至今年的11.2亿元。2019年度的净利润增加的主要原因是发电量增加、煤价下降及增值税率调整的综合影响。

■公司装机区域布局优势明显，供需格局助盈利改善：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。根据公告，截至2019年6月底，公司控股装机5354.3万千瓦，同比增8.6%。公司旗下火电机组分布较多的省份（山东、湖北、安徽等）电力供需格局较好，机组利用小时数高于全国水平，发电业务量价齐升。同时，公司装机结构持续优化，清洁能源发电占比逐渐提高。截至目前，公司燃煤机组占总装机的76.4%，燃气装机442.7万千瓦，水电、风电、光伏等可再生能源装机624.6万千瓦，清洁能源占总装机的23.6%，同比上升2.8个百分点。

■继续看好煤价下行，静待后续业绩弹性体现：动力煤的传统淡季来临，四季度煤价稳步下行。根据煤炭市场网数据，截至2020年1月17日，秦港5500大卡动力煤现货价跌至556元/吨，长期处于570以内的绿色合理区间，同比显著下降。煤价的持续下跌，主要源于煤炭供应端的持续改善，进口量大幅增长。根据国家统计局数据，煤炭优质产能不断释放，2019年原煤产量37.5亿吨，同比增长4.2%；进口煤炭3.0亿吨，同比增长6.3%。考虑到目前电厂和港口动力煤库存偏高，宏观经济运行偏弱，煤价下行大势所趋。煤价淡季更淡趋势确立、公司燃煤机组约占控股装机76.4%，净利润对煤价敏感度高，看好公司盈利的持续修复。

■火电龙头优势尽显，多角度看好华电国际：目前公司PB仅为0.80，考虑到火电盈利处于改善通道，PB修复和ROE提升可期，有望在当

公司快报

证券研究报告

火电

投资评级 **增持-A**

维持评级

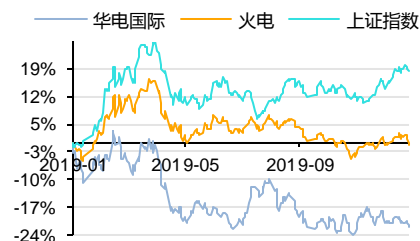
6个月目标价：**4.2元**

股价（2020-01-17）**3.59元**

交易数据

总市值(百万元)	35,408.09
流通市值(百万元)	25,114.72
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	3.49/4.78元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.46	-6.59	-39.6
绝对收益	-4.52	-1.91	-21.13

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoli@essence.com.cn

021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn

010-83321051

汪磊

报告联系人

wanglei4@essence.com.cn

相关报告

华电国际：三季度盈利大增48%，继续看好低估值火电龙头	2019-10-27
华电国际：电力业务量价齐升，盈利大幅改善	2019-08-25
华电国际：多维度看火电龙头的配置价值	2019-08-14
华电国际：一季报点评：业绩略低于预期，静待盈利持续改善	2019-04-26
华电国际：归母净利润大增近300%，继续看好优质火电龙头	2019-03-28

前时点展现出较强的防御属性。另一方面，公司机组主要分布在电热负荷中心（山东、湖北、安徽等），供需格局好，对煤价和利用小时数的弹性居前。同时，公司有望直接受益于浩吉铁路的投产，旗下机组标杆电价的规模及幅度不大，后续上网电价下调风险可控。在政府严控新增装机的背景下，后续资本开支较小，持续性分红有保障，股息率值得期待。

■ **投资建议：** 增持-A 投资评级，6 个月目标价 4.2 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 4.7%、4.0%、3.5%，净利润分别为 33.9 亿、43.8 亿、51.7 亿元，看好公司业绩的持续改善。

风险提示： 全社会用电量增长不及预期；煤炭持续高位运行；上网电价下行风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	79,006.8	88,365.1	92,480.7	96,136.4	99,482.4
净利润	430.1	1,695.4	3,390.9	4,375.5	5,168.6
每股收益(元)	0.04	0.17	0.344	0.444	0.52
每股净资产(元)	4.23	5.28	4.56	4.78	5.03

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	82.3	20.9	10.4	8.1	6.9
市净率(倍)	0.8	0.68	0.79	0.75	0.71
净利润率	0.5%	1.9%	3.7%	4.6%	5.2%
净资产收益率	1.0%	3.3%	7.5%	9.3%	10.4%
股息收益率	0.5%	1.8%	3.8%	6.2%	7.3%
ROIC	2.7%	3.9%	5.5%	7.4%	7.4%

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	92,480.7	96,136.4	99,482.4	成长性					
减:营业成本	70,676.8	77,449.8	76,329.2	77,466.9	80,193.3	营业收入增长率	24.7%	11.8%	4.7%	4.0%	3.5%
营业税费	900.8	1,111.9	1,109.1	1,152.9	1,193.0	营业利润增长率	-78.1%	174.7%	-100.4%	32.9%	12.0%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-87.1%	294.2%	-100.0%	29.0%	18.1%
管理费用	1,677.3	1,871.7	2,142.7	2,227.4	2,304.9	EBITDA 增长率	-23.7%	15.8%	-22.7%	11.2%	2.2%
财务费用	5,043.8	5,322.3	5,783.0	5,866.3	5,232.7	EBIT 增长率	-45.0%	46.1%	-48.6%	18.9%	3.3%
资产减值损失	771.8	120.7	660.0	660.0	660.0	NOPLAT 增长率	-51.7%	68.8%	-45.5%	18.9%	3.3%
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%	3.9%	11.2%	3.2%	-11.2%
投资和汇兑收益	978.1	911.2	737.8	737.8	737.8	净资产增长率	-1.8%	20.2%	-8.2%	7.2%	7.4%
营业利润	1,299.3	3,569.4	7,151.5	9,508.0	10,645.9	利润率					
加:营业外净收支	-1.6	-413.3	-167.8	-275.4	-285.5	毛利率	10.5%	12.4%	17.5%	19.4%	19.4%
利润总额	1,297.7	3,156.1	6,983.7	9,232.6	10,360.4	营业利润率	1.6%	4.0%	7.7%	9.9%	10.7%
减:所得税	521.8	884.3	1,956.8	2,586.9	2,902.9	净利润率	0.5%	1.9%	3.7%	4.6%	5.2%
净利润	430.1	1,695.4	3,390.9	4,375.5	5,168.6	EBITDA/营业收入	20.5%	21.2%	24.9%	26.6%	26.3%
						EBIT/营业收入	7.5%	9.9%	14.0%	16.0%	16.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	634	574	542	493	450
						流动营业资本周转天数	-111	-62	-84	-78	-69
						流动资产周转天数	105	103	142	179	179
						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	904	882	830
						投资资本周转天数	687	673	619	569	527
						投资回报率					
						ROE	1.0%	3.3%	7.5%	9.3%	10.4%
						ROA	0.4%	1.0%	2.1%	2.9%	3.3%
						ROIC	2.7%	3.9%	5.5%	7.4%	7.4%
						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%	6.3%	6.1%	5.3%
						三费/营业收入	8.5%	8.1%	8.6%	8.4%	7.6%
						偿债能力					
						资产负债率	74.4%	70.4%	74.5%	71.7%	69.0%
						负债权益比	290.2%	237.9%	291.5%	253.3%	222.3%
						流动比率	0.31	0.34	0.47	0.50	0.44
						速动比率	0.28	0.29	0.44	0.46	0.41
						利息保障倍数	1.18	1.64	2.24	2.62	3.03
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.07	0.14	0.22	0.26
						分红比率	41.3%	38.4%	40.0%	50.0%	50.0%
						股息收益率	0.5%	1.8%	3.8%	6.2%	7.3%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,482.2	6,678.1	27,744.2	28,840.9	29,844.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	9,920.7	10,669.6	10,830.9	11,519.5	11,626.3
应收票据	1,348.7	1,132.5	2,010.7	1,002.7	2,094.9
预付帐款	222.4	322.2	493.8	186.4	522.1
存货	2,871.2	3,441.3	3,137.1	3,242.2	3,441.6
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	7,930.4	7,831.9	7,874.7
资产总额	216,278.6	225,025.8	239,396.5	231,635.1	226,959.6
短期债务	31,697.1	26,586.9	40,236.8	48,481.2	56,223.8
应付帐款	20,788.9	22,988.8	29,112.9	19,062.9	30,916.8
应付票据	1,346.6	574.0	3,452.8	1,682.3	1,551.8
其他流动负债	26,484.7	25,384.0	28,739.1	27,543.4	27,852.8
长期借款	62,209.2	66,682.7	58,581.9	51,738.6	22,707.5
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	178,246.6	166,062.9	156,548.5
少数股东权益	13,662.6	14,568.6	16,204.7	18,474.9	20,763.8
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	35,082.3	37,234.3	39,784.3
股东权益	55,421.5	66,599.6	61,149.9	65,572.1	70,411.1

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	775.9	2,271.8	3,390.9	4,375.5	5,168.6
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	5,783.0	5,866.3	5,232.7
投资损失	-978.1	-911.2	-737.8	-737.8	-737.8
少数股东损益	345.8	576.4	1,636.1	2,270.2	2,288.9
营运资金的变动	-15,850.3	3,712.4	10,911.8	-12,836.1	9,830.7
经营活动产生现金流量	12,789.2	17,806.0	31,019.3	9,159.7	32,066.7
投资活动产生现金流量	-14,087.5	-16,465.2	-1,852.4	-1,219.7	-2,031.8
融资活动产生现金流量	2,356.5	-2,119.3	-8,100.8	-6,843.3	-29,031.1

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.04	0.17	0.344	0.444	0.52
BVPS(元)	4.23	5.28	4.56	4.78	5.03
PE(X)	82.3	20.9	10.4	8.1	6.9
PB(X)	0.8	0.68	0.79	0.75	0.71
P/FCF	18.1	-3.4	1.2	38.6	26.7
P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.7	8.7	6.1	5.6	4.7
CAGR(%)	104.6%	48.6%	2.8%	104.6%	48.6%
PEG	0.8	0.4	3.7	0.1	0.1
ROIC/WACC	0.5	0.7	0.9	1.3	1.3
REP	2.1	1.4	1.0	0.7	0.7

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
	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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@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