

华电国际 (600027.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 3.32元

市场数据(人民币)**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	89,314	93,654	91,916	93,756	96,337
营业收入增长率	13.05%	4.86%	-1.86%	2.00%	2.75%
归母净利润(百万元)	1,726	3,407	4,523	5,306	5,366
归母净利润增长率	301.18%	97.44%	32.76%	17.32%	1.12%
摊薄每股收益(元)	0.175	0.345	0.459	0.538	0.544
每股经营性现金流净额	1.80	2.15	2.59	2.60	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.29%	5.54%	7.37%	8.16%	7.75%
P/E	27.15	10.62	6.87	5.85	5.79
P/B	0.89	0.59	0.51	0.48	0.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019年公司实现营业收入936.54亿元,同比增长4.86%;归母净利润34.07亿元,同比增长97.44%。公司业绩符合预期。

经营分析

- **量价齐升拉动公司营业收入稳健增长:**公司营收增长主要源于发电量和电价的增长。2019年公司发电量2151.09亿千瓦时,同比增长2%。公司平均上网电价414.49元/兆瓦时,同比增长2%。电价的提升则受益于增值税下调和市场化电价折价收窄。4月1日增值税由16%下降到13%,公司不含税电价明显提升。2019年公司市场化交易电量占比54%,同比增加9.78pct。近年公司结算电价和市场化电量占比不断上升,电力供需结构改善。
- **煤价下行费用降低,公司盈利大幅增长:**在营业收入增长基础上,公司营业成本下降。2019年公司供电煤耗为295克/千瓦时,比去年同期下降4克/千瓦时,同时QHD Q5500动力煤全年均价同比下跌60元/吨至587元/吨。受益于煤价下行、供电煤耗下降,在火电发电量同比增长2.06%的情况下,公司19年燃料成本仅增长0.79%,单位燃料成本有所下降。此外,近年来公司财务费用持续下降,19年财务费用比上年同期下降3%,主要系资本支出下降、有息负债规模减少等因素综合影响。在收入端发电量、电价上升,成本端燃料成本和财务费用下降的综合作用下,19年归母净利增长97%。
- **煤价长期下行将有望助推业绩改善,高分红低估值具备防御属性:**2019年动力煤产量、进口量同比增长6%、4%,煤炭固定资产投资完成额同比增长30%,且受疫情影响需求下滑,煤炭长期供给宽松加剧。预计2020年煤价中枢540元/吨,公司将从煤价下跌中充分受益。2019年公司分红率从之前的40%左右大幅提升至50%,随着火电企业盈利修复,现金流充裕,未来有望维持高分红比例,在当前经济趋弱条件下稳健的业绩更具防御性。

投资建议

- 我们预测公司2020-2022年的营收为919/938/963亿元,对应归母净利润分别为45/53/54亿元,对应EPS为0.46/0.54/0.55元,对应PE为7/6/6倍,维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超出预期;电价大幅下降;利用小时数大幅下降;限售股解禁。

图表 1：公司 2020 年业绩预测关键假设

火电发电量同比	1%
火电电价同比	-3%
公司入炉煤价下跌 (元/吨)	50
秦皇岛平仓均价下跌 (元/吨)	45

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司 2020 年业绩敏感性测算

火电发电量同比	1%	0%	-5%	0%
火电电价同比	-3%	-5%	0%	0%
公司入炉煤价下跌 (元/吨)	50	0	0	11
秦皇岛平仓均价下跌 (元/吨)	45	0	0	10
归母净利润同比	33%	-63%	-18%	21%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司营业指标

装机容量 (兆瓦)						
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E
煤机	兆瓦	39000	40225	43235	43435	44435
燃机	兆瓦	4427	5118	6874	7324	7774
水电	兆瓦	1979	2123	2185	2353	2539
风电	兆瓦	3197	3427	3675	4075	4125
太阳能	兆瓦	241	417	596	696	796
利用小时						
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E
煤机	小时	4502	4849	4512	4342	4334
燃机	小时	1533	1603	2053	2003	2003
水电	小时	3405	3486	3973	3730	3851
风电	小时	1816	1895	1695	1795	1745
太阳能	小时	1433	1318	1337	1328	1332
发电量						
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E
火电	亿千瓦时	1789	1959	1999	2024	2055
水电	亿千瓦时	67	69	84	87	90
风电	亿千瓦时	58	65	60	63	63
太阳能	亿千瓦时	3	6	9	9	10
上网电量						
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E
火电	亿千瓦时	1666	1789	1864	1887	1917
水电	亿千瓦时	66	69	83	86	90
风电	亿千瓦时	57	64	59	62	63
太阳能	亿千瓦时	3	5	9	9	10
电价						
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E
火电	元/兆瓦时	343	357	368	357	357

水电	元/兆千瓦时	226	231	216	216	223	216
风电	元/兆千瓦时	434	487	490	490	489	490
太阳能	元/兆千瓦时	877	890	758	758	1203	1360
营业收入							
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
火电	百万元	57102	63931	68603	67363	68413	70036
水电	百万元	1489	1582	1791	1862	2000	1935
风电	百万元	2478	3114	2873	3036	3045	3073
太阳能	百万元	295	483	652	711	1210	1496
供热	百万元	4026	4912	5711	5403	5943	6537
售煤	百万元	12804	13397	12842	12500	12000	12000
其它业务	百万元	813	946	1183	1040	1144	1259
总收入	百万元	79007	88365	93654	91916	93756	96337
营业成本							
项目	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
燃料成本	百万元	39641	44980	45950	41634	42419	43634
煤炭销售成本	百万元	12314	12413	11738	11797	11325	11325
折旧及摊销	百万元	10194	9989	11546	11796	12046	12296
职工薪酬	百万元	4611	5309	6020	5908	6026	6192
维护、保养及检查费用	百万元	2638	3366	3809	3738	3813	3918
其他生产费用	百万元	1278	1392	1182	1500	1550	1600
总成本	百万元	70677	77450	80244	76373	77179	78965
燃料费用	百万元	39641	44980	45950	41634	42419	43634
煤电燃料费用	百万元	35522	39940	37756	33625	33902	34610
气电燃料费用	百万元	4119	5040	8194	8009	8516	9024

来源: wind, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	79,007	89,314	93,654	91,916	93,756	96,337
增长率	13.0%	4.9%	-1.9%	2.0%	2.8%	
主营业务成本	-70,677	-78,281	-80,482	-76,373	-77,179	-78,965
%销售收入	89.5%	87.6%	85.9%	83.1%	82.3%	82.0%
毛利	8,330	11,032	13,172	15,543	16,577	17,372
%销售收入	10.5%	12.4%	14.1%	16.9%	17.7%	18.0%
营业税金及附加	-901	-1,123	-1,119	-1,103	-1,125	-1,156
%销售收入	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,677	-1,888	-1,719	-2,114	-2,250	-2,408
%销售收入	2.1%	2.1%	1.8%	2.3%	2.4%	2.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润(EBIT)	5,752	8,021	10,334	12,326	13,202	13,808
%销售收入	7.3%	9.0%	11.0%	13.4%	14.1%	14.3%
财务费用	-5,044	-5,360	-5,189	-5,235	-5,351	-5,130
%销售收入	6.4%	6.0%	5.5%	5.7%	5.7%	5.3%
资产减值损失	-772	-121	-782	-986	-481	-434
公允价值变动收益	0	-17	-10	0	0	0
投资收益	978	911	781	700	700	700
%税前利润	75.4%	28.4%	14.1%	9.8%	8.3%	7.8%
营业利润	1,299	3,620	5,493	7,125	8,441	9,305
营业利润率	1.6%	4.1%	5.9%	7.8%	9.0%	9.7%
营业外收支	-2	-415	43	20	35	-300
税前利润	1,298	3,206	5,537	7,145	8,476	9,005
利润率	1.6%	3.6%	5.9%	7.8%	9.0%	9.3%
所得税	-522	-898	-1,098	-1,429	-1,695	-1,801
所得税率	40.2%	28.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	776	2,308	4,439	5,716	6,780	7,204
少数股东损益	346	583	1,032	1,193	1,474	1,838
归属于母公司的净利润	430	1,726	3,407	4,523	5,306	5,366
净利率	0.5%	1.9%	3.6%	4.9%	5.7%	5.6%

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,482	6,741	6,588	12,455	13,153	14,047
应收款项	12,020	12,858	14,038	12,435	12,702	13,068
存货	2,871	3,446	3,223	3,169	3,245	3,341
其他流动资产	2,678	2,972	2,751	2,982	2,936	3,035
流动资产	25,052	26,018	26,600	31,042	32,036	33,491
%总资产	11.6%	11.5%	11.6%	12.5%	12.8%	13.4%
长期投资	11,217	11,618	12,303	12,572	12,962	13,392
固定资产	162,583	170,476	170,577	179,087	179,043	176,940
%总资产	75.2%	75.3%	74.2%	72.2%	71.7%	70.7%
无形资产	14,533	14,901	17,311	17,578	17,941	18,399
非流动资产	191,227	200,411	203,276	216,957	217,767	216,761
%总资产	88.4%	88.5%	88.4%	87.5%	87.2%	86.6%
资产总计	216,279	226,429	229,876	247,999	249,803	250,251
短期借款	48,414	41,340	37,353	47,791	38,838	26,804
应付款项	24,568	24,545	22,829	22,060	22,299	22,743
其他流动负债	7,335	10,536	7,141	11,946	13,537	14,992
流动负债	80,317	76,422	67,324	81,796	74,674	64,539
长期贷款	62,209	66,755	64,624	69,844	71,844	74,444
其他长期负债	18,331	16,210	18,873	16,244	18,045	20,008
负债	160,857	159,387	150,821	167,884	164,564	158,991
普通股股东权益	41,759	52,396	61,510	61,378	65,028	69,211
其中：股本	9,863	9,863	9,863	9,863	9,863	9,863
未分配利润	15,489	16,606	18,553	20,814	23,468	26,151
少数股东权益	13,663	14,646	17,545	18,737	20,211	22,049
负债股东权益合计	216,279	226,429	229,876	247,999	249,803	250,251

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.044	0.175	0.345	0.459	0.538	0.544
每股净资产	4.234	5.312	6.236	6.223	6.593	7.017
每股经营现金净流	1.295	1.797	2.147	2.589	2.603	2.743
每股股利	0.136	0.018	0.066	0.229	0.269	0.272
回报率						
净资产收益率	1.03%	3.29%	5.54%	7.37%	8.16%	7.75%
总资产收益率	0.20%	0.76%	1.48%	1.82%	2.12%	2.14%
投入资本收益率	1.93%	3.13%	4.29%	4.72%	5.07%	5.36%
增长率						
主营业务收入增长率	24.72%	13.05%	4.86%	-1.86%	2.00%	2.75%
EBIT增长率	-50.43%	39.46%	28.83%	19.27%	7.11%	4.59%
净利润增长率	-87.14%	301.18%	97.44%	32.76%	17.32%	1.12%
总资产增长率	2.93%	4.69%	1.52%	7.88%	0.73%	0.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.2	38.3	39.4	40.0	40.5	41.0
存货周转天数	14.5	14.7	15.1	15.3	15.5	15.6
应付账款周转天数	90.8	82.6	80.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	641.6	588.4	599.7	657.9	657.5	644.3
偿债能力						
净负债/股东权益	204.25%	162.33%	133.93%	145.37%	129.01%	110.56%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.5	2.0	2.4	2.5	2.7
资产负债率	74.37%	70.39%	65.61%	67.70%	65.88%	63.53%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金净流	12,770	17,724	21,178	25,533	25,670	27,054
资本开支	-13,913	-17,200	-14,938	-21,029	-13,594	-13,078
投资	-745	169	-204	-319	-490	-540
其他	571	548	356	700	700	700
投资活动现金净流	-14,087	-16,483	-14,786	-20,648	-13,384	-12,918
股权募资	509	9,479	9,428	-2,126	996	1,500
债权募资	9,937	-4,914	-8,125	11,216	-4,153	-6,473
其他	-8,090	-6,808	-8,129	-8,108	-8,432	-8,269
筹资活动现金净流	2,356	-2,242	-6,827	982	-11,588	-13,243
现金净流量	1,039	-1,001	-435	5,868	698	894

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	7	17
增持	0	0	2	6	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.46	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-31	买入	3.63	4.50~4.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；

中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH