

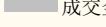
## 华电国际(600027.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 3.63元

## 市场数据(人民币)

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 98.63     |
| 已上市流通A股(亿股) | 69.96     |
| 流通港股(亿股)    | 17.17     |
| 总市值(亿元)     | 358.03    |
| 年内股价最高最低(元) | 3.63/3.38 |
| 沪深300指数     | 3867      |
| 上证指数        | 2822      |
| 人民币(元)      | 成交金额(百万元) |
| 4.31        | 300       |
| 4.13        | 250       |
| 3.95        | 200       |
| 3.77        | 150       |
| 3.59        | 100       |
| 3.41        | 50        |
| 3.23        | 0         |
| 3.05        |           |
| 190429      | 华电国际      |
| 190729      | 沪深300     |
| 191029      |           |
| 200129      |           |
| 200429      |           |

 成交金额  华电国际  沪深300

## 相关报告

- 《煤价下行奠定长期盈利空间-华电国际年报点评》, 2020.4.1
- 《燃煤、财务成本双降, 盈利改善估值有望回归-华电国际公司深度》, 2019.12.31

杜矿舟 联系人

dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人

lirong@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S113051910005

## 强弹性利润54%增长, 煤价下行业绩持续增厚

## 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  | 7.92   | 6.75   | 6.67   |
| P/B            | 0.89    | 0.59   | 0.58   | 0.55   | 0.52   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2020年一季度公司实现营业收入221.16亿元, 同比减少6.01%; 归母净利润11.89亿元, 同比增长54.44%。公司业绩符合预期。

## 经营分析

- **发电量下降电价上升, 营收小幅降低:** 一季度受新冠疫情冲击, 公司送电区域用电需求减弱, 累计发电量为465.53亿千瓦时, 比去年同期降低10.81%; 上网电量完成434.78亿千瓦时, 比去年同期降低10.67%。虽然公司平均含税上网电价为412.13元/兆瓦时, 比去年同期下降1.18%, 但受益于增值税从下调和市场化电价折价收窄, 公司平均不含税电价为364.72元/兆瓦时, 比去年同期提高1.44%。最终实现公司营业收入小幅下降。
- **公司对煤价弹性居同行前列, 煤价下行盈利大幅增长:** 同期秦皇岛Q5500动力煤均价下跌27.5元/吨, 跌幅4.67%。电煤价格的下降与发电量下降的双重因素直接导致公司一季度营业成本为184.68亿元, 同比下降9.51%。煤价下跌不仅抵消发电量下降的负面影响, 更实现公司归母净利润超50%大幅增长。根据我们之前的测算, 公司用煤成本对秦皇岛Q5500弹性为1.25, 在可比同业公司中位居前列, 一季度公司业绩也充分验证了我们的判断。
- **煤价长期下行助推业绩增厚, 高分红低估值具备防御属性:** 进入2020年二季度, 失去采暖需求支撑的煤价快速下跌, 秦皇岛Q5500已经跌破500元/吨。预计2020年煤价中枢520-540元/吨, 公司将从煤价下行中持续获取丰厚利润。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, 公司有维持高分红比例的基础, 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919.16/937.56/963.37亿元, 对应归母净利润分别为45.23/53.06/53.66亿元, 对应EPS为0.46/0.54/0.54元, 对应PE为8/7/7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; 煤价上升; 限售股解禁。

## 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          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>79,007</b>  | <b>89,314</b>  | <b>93,654</b>  | <b>91,916</b>  | <b>93,756</b>  | <b>96,337</b>  |
| 增长率                 | 13.0%          | 4.9%           | -1.9%          | 2.0%           | 2.8%           |                |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-70,677</b> | <b>-78,281</b> | <b>-80,482</b> | <b>-76,373</b> | <b>-77,179</b> | <b>-78,965</b> |
| %销售收入               | 89.5%          | 87.6%          | 85.9%          | 83.1%          | 82.3%          | 82.0%          |
| <b>毛利</b>           | <b>8,330</b>   | <b>11,032</b>  | <b>13,172</b>  | <b>15,543</b>  | <b>16,577</b>  | <b>17,372</b>  |
| %销售收入               | 10.5%          | 12.4%          | 14.1%          | 16.9%          | 17.7%          | 18.0%          |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-901</b>    | <b>-1,123</b>  | <b>-1,119</b>  | <b>-1,103</b>  | <b>-1,125</b>  | <b>-1,156</b>  |
| %销售收入               | 1.1%           | 1.3%           | 1.2%           | 1.2%           | 1.2%           | 1.2%           |
| <b>销售费用</b>         | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| %销售收入               | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| <b>管理费用</b>         | <b>-1,677</b>  | <b>-1,888</b>  | <b>-1,719</b>  | <b>-2,114</b>  | <b>-2,250</b>  | <b>-2,408</b>  |
| %销售收入               | 2.1%           | 2.1%           | 1.8%           | 2.3%           | 2.4%           | 2.5%           |
| <b>研发费用</b>         | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| %销售收入               | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>5,752</b>   | <b>8,021</b>   | <b>10,334</b>  | <b>12,326</b>  | <b>13,202</b>  | <b>13,808</b>  |
| %销售收入               | 7.3%           | 9.0%           | 11.0%          | 13.4%          | 14.1%          | 14.3%          |
| <b>财务费用</b>         | <b>-5,044</b>  | <b>-5,360</b>  | <b>-5,189</b>  | <b>-5,235</b>  | <b>-5,351</b>  | <b>-5,130</b>  |
| %销售收入               | 6.4%           | 6.0%           | 5.5%           | 5.7%           | 5.7%           | 5.3%           |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-772</b>    | <b>-121</b>    | <b>-782</b>    | <b>-986</b>    | <b>-481</b>    | <b>-434</b>    |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>       | <b>-17</b>     | <b>-10</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>投资收益</b>         | <b>978</b>     | <b>911</b>     | <b>781</b>     | <b>700</b>     | <b>700</b>     | <b>700</b>     |
| %税前利润               | 75.4%          | 28.4%          | 14.1%          | 9.8%           | 8.3%           | 7.8%           |
| <b>营业利润</b>         | <b>1,299</b>   | <b>3,620</b>   | <b>5,493</b>   | <b>7,125</b>   | <b>8,441</b>   | <b>9,305</b>   |
| 营业利润率               | 1.6%           | 4.1%           | 5.9%           | 7.8%           | 9.0%           | 9.7%           |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-2</b>      | <b>-415</b>    | <b>43</b>      | <b>20</b>      | <b>35</b>      | <b>-300</b>    |
| <b>税前利润</b>         | <b>1,298</b>   | <b>3,206</b>   | <b>5,537</b>   | <b>7,145</b>   | <b>8,476</b>   | <b>9,005</b>   |
| 利润率                 | 1.6%           | 3.6%           | 5.9%           | 7.8%           | 9.0%           | 9.3%           |
| <b>所得税</b>          | <b>-522</b>    | <b>-898</b>    | <b>-1,098</b>  | <b>-1,429</b>  | <b>-1,695</b>  | <b>-1,801</b>  |
| 所得税率                | 40.2%          | 28.0%          | 19.8%          | 20.0%          | 20.0%          | 20.0%          |
| <b>净利润</b>          | <b>776</b>     | <b>2,308</b>   | <b>4,439</b>   | <b>5,716</b>   | <b>6,780</b>   | <b>7,204</b>   |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>346</b>     | <b>583</b>     | <b>1,032</b>   | <b>1,193</b>   | <b>1,474</b>   | <b>1,838</b>   |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>430</b>     | <b>1,726</b>   | <b>3,407</b>   | <b>4,523</b>   | <b>5,306</b>   | <b>5,366</b>   |
| <b>净利率</b>          | 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          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>7,482</b>   | <b>6,741</b>   | <b>6,588</b>   | <b>12,455</b>  | <b>13,153</b>  | <b>14,047</b>  |
| <b>应收款项</b>     | <b>12,020</b>  | <b>12,858</b>  | <b>14,038</b>  | <b>12,435</b>  | <b>12,702</b>  | <b>13,068</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>2,871</b>   | <b>3,446</b>   | <b>3,223</b>   | <b>3,169</b>   | <b>3,245</b>   | <b>3,341</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>2,678</b>   | <b>2,972</b>   | <b>2,751</b>   | <b>2,982</b>   | <b>2,936</b>   | <b>3,035</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>25,052</b>  | <b>26,018</b>  | <b>26,600</b>  | <b>31,042</b>  | <b>32,036</b>  | <b>33,491</b>  |
| %总资产            | 11.6%          | 11.5%          | 11.6%          | 12.5%          | 12.8%          | 13.4%          |
| <b>长期投资</b>     | <b>11,217</b>  | <b>11,618</b>  | <b>12,303</b>  | <b>12,572</b>  | <b>12,962</b>  | <b>13,392</b>  |
| <b>固定资产</b>     | <b>162,583</b> | <b>170,476</b> | <b>170,577</b> | <b>179,087</b> | <b>179,043</b> | <b>176,940</b> |
| %总资产            | 75.2%          | 75.3%          | 74.2%          | 72.2%          | 71.7%          | 70.7%          |
| <b>无形资产</b>     | <b>14,533</b>  | <b>14,901</b>  | <b>17,311</b>  | <b>17,578</b>  | <b>17,941</b>  | <b>18,399</b>  |
| <b>非流动资产</b>    | <b>191,227</b> | <b>200,411</b> | <b>203,276</b> | <b>216,957</b> | <b>217,767</b> | <b>216,761</b> |
| %总资产            | 88.4%          | 88.5%          | 88.4%          | 87.5%          | 87.2%          | 86.6%          |
| <b>资产总计</b>     | <b>216,279</b> | <b>226,429</b> | <b>229,876</b> | <b>247,999</b> | <b>249,803</b> | <b>250,251</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>48,414</b>  | <b>41,340</b>  | <b>37,353</b>  | <b>47,791</b>  | <b>38,838</b>  | <b>26,804</b>  |
| <b>应付款项</b>     | <b>24,568</b>  | <b>24,545</b>  | <b>22,829</b>  | <b>22,060</b>  | <b>22,299</b>  | <b>22,743</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>7,335</b>   | <b>10,536</b>  | <b>7,141</b>   | <b>11,946</b>  | <b>13,537</b>  | <b>14,992</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>80,317</b>  | <b>76,422</b>  | <b>67,324</b>  | <b>81,796</b>  | <b>74,674</b>  | <b>64,539</b>  |
| <b>长期贷款</b>     | <b>62,209</b>  | <b>66,755</b>  | <b>64,624</b>  | <b>69,844</b>  | <b>71,844</b>  | <b>74,444</b>  |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>18,331</b>  | <b>16,210</b>  | <b>18,873</b>  | <b>16,244</b>  | <b>18,045</b>  | <b>20,008</b>  |
| <b>负债</b>       | <b>160,857</b> | <b>159,387</b> | <b>150,821</b> | <b>167,884</b> | <b>164,564</b> | <b>158,991</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>41,759</b>  | <b>52,396</b>  | <b>61,510</b>  | <b>61,378</b>  | <b>65,028</b>  | <b>69,211</b>  |
| 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         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>216,279</b> | <b>226,429</b> | <b>229,876</b> | <b>247,999</b> | <b>249,803</b> | <b>250,251</b> |

比率分析

|               | 2017    | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 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   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 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%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 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%   |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 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   |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 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          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>12,770</b>  | <b>17,724</b>  | <b>21,178</b>  | <b>25,533</b>  | <b>25,670</b>  | <b>27,054</b>  |
| 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            |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-14,087</b> | <b>-16,483</b> | <b>-14,786</b> | <b>-20,648</b> | <b>-13,384</b> | <b>-12,918</b> |
| 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         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>2,356</b>   | <b>-2,242</b>  | <b>-6,827</b>  | <b>982</b>     | <b>-11,588</b> | <b>-13,243</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>1,039</b>   | <b>-1,001</b>  | <b>-435</b>    | <b>5,868</b>   | <b>698</b>     | <b>894</b>     |

**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           | 0           | 4           | 10          |
| 增持 | 0           | 0           | 0           | 2           | 6           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>1.33</b> | <b>1.38</b> |

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 |
| 2  | 2020-04-01 | 买入 | 3.45 | N/A       |

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