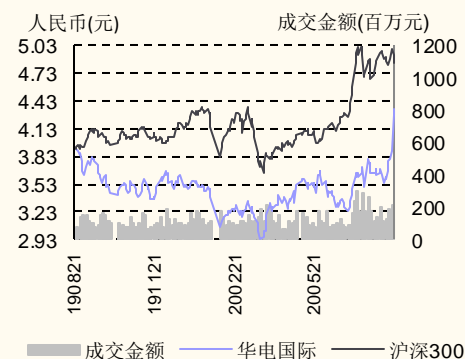


华电国际 (600027.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 4.35 元

煤价下行, 公司进入盈利收获期**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	98.63
已上市流通 A 股(亿股)	81.46
流通港股(亿股)	17.17
总市值(亿元)	429.04
年内股价最高最低(元)	4.35/3.55
沪深 300 指数	4679
上证指数	3364

**相关报告**

- 1.《强弹性利润 54% 增长, 煤价下行业绩持续增厚-华电国际季报点评》, 2020.4.30
- 2.《煤价下行奠定长期盈利空间-华电国际年报点评》, 2020.4.1
- 3.《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

杜旷舟 联系人

dukz@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	88,365	93,654	91,916	93,756	96,337
营业收入增长率	11.84%	5.99%	-1.86%	2.00%	2.75%
归母净利润(百万元)	1,695	3,407	4,529	5,352	5,414
归母净利润增长率	294.16%	100.95%	32.94%	18.16%	1.17%
摊薄每股收益(元)	0.172	0.345	0.459	0.543	0.549
每股经营性现金流净额	1.78	2.15	2.47	2.60	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.26%	5.54%	6.59%	7.50%	7.31%
P/E	27.63	10.62	9.47	8.02	7.92
P/B	0.90	0.59	0.62	0.60	0.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 2020H1 公司实现营业收入 415.31 亿元, 同比下降 5.91%; 归母净利润 23.86 亿元, 同比增长 43.49%。2020Q2 公司归母净利润 11.97 亿元, 同比增长 34%。公司业绩符合预期。

经营分析

- **疫情叠加山东外购电量增加导致公司发电量下降:** 2020H1 公司累计发电量为 929.76 亿千瓦时, 比上年同期降低约 8.66%; 上网电量完成 870.62 亿千瓦时, 比上年同期下降 8.53%。公司二季度完成发电量 420.56 亿千瓦时, 比上年同期下降 6.35%。公司发电量下降主要受到疫情与山东外购电量增加影响, 2020 年 1-6 月全社会累计用电量下降 1.28%; 山东累计用电量下降 2.07%, 输入电量累计增长 34.63%。此外, 2020H1 公司平均上网电价为 409.48 元/兆瓦时, 较上年同期下降约 0.54%, 在预期范围内。
- **煤价下行费用降低, 公司盈利大幅增长:** 2020H1 公司营业成本下降 9.01%, 主要原因为燃料成本下降。2020H1 秦皇岛 5500 动力煤均价 540 元/吨, 相比 2019H1 均价 601 元/吨下降 10%, 尤其 2020Q2 秦皇岛 5500 动力煤均价仅 520 元/吨, 相比 2019H1 均价 614 元/吨下降 15%, 显著节省燃料成本, 公司盈利大幅增加。目前 8 月动力煤价格在 560 元/吨左右企稳, 预计进入 9 月煤价有一定下行空间, 下半年整体上煤价无法继续维持二季度低位, 但相比去年仍有显著下降, 全年煤价中枢 520-540 元/吨。
- **公司进入盈利收获期业绩确定性强, 同时具备低估值和防御属性:** 煤炭行业目前仍处于供给宽松格局带来的价格下行通道内。火电企业估值长期处于历史低位, 2019 年公司分红率从之前的 40% 左右大幅提升至 50%, 未来有望维持高分红比例具有很好防御性。随着火电企业在 2020 年进入盈利收获期, 现金流充裕, 在当前经济趋弱、市场震荡调整背景下, 业绩确定性叠加低估值和防御属性, 更具投资价值。
- **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 45/55/54 亿元, 对应 EPS 为 0.46/0.54/0.55 元, 对应 PE 为 9/8/8 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。

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	88,365	93,654	91,916	93,756	96,337
增长率		11.8%	6.0%	-1.9%	2.0%	2.8%
主营业务成本	-70,677	-77,450	-80,482	-76,187	-77,054	-78,837
%销售收入	89.5%	87.6%	85.9%	82.9%	82.2%	81.8%
毛利	8,330	10,915	13,172	15,729	16,702	17,500
%销售收入	10.5%	12.4%	14.1%	17.1%	17.8%	18.2%
营业税金及附加	-901	-1,112	-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	-1,872	-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	7,932	10,334	12,512	13,327	13,936
%销售收入	7.3%	9.0%	11.0%	13.6%	14.2%	14.5%
财务费用	-5,044	-5,322	-5,189	-5,714	-5,670	-5,458
%销售收入	6.4%	6.0%	5.5%	6.2%	6.0%	5.7%
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	800	800	800
%税前利润	75.4%	28.9%	14.1%	11.2%	9.4%	8.8%
营业利润	1,299	3,569	5,493	7,132	8,497	9,365
营业利润率	1.6%	4.0%	5.9%	7.8%	9.1%	9.7%
营业外收支	-2	-413	43	20	35	-300
税前利润	1,298	3,156	5,537	7,152	8,532	9,065
利润率	1.6%	3.6%	5.9%	7.8%	9.1%	9.4%
所得税	-522	-884	-1,098	-1,430	-1,706	-1,813
所得税率	40.2%	28.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	776	2,272	4,439	5,722	6,826	7,252
少数股东损益	346	576	1,032	1,193	1,474	1,838
归属于母公司的净利润	430	1,695	3,407	4,529	5,352	5,414
净利率	0.5%	1.9%	3.6%	4.9%	5.7%	5.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	776	2,272	4,439	5,722	6,826	7,252
少数股东损益	346	576	1,032	1,193	1,474	1,838
非现金支出	11,008	10,173	12,480	12,808	13,502	14,530
非经营收益	3,720	4,272	4,190	4,879	4,911	5,002
营运资金变动	-2,734	828	70	946	444	266
经营活动现金净流	12,770	17,545	21,178	24,354	25,683	27,050
资本开支	-13,913	-17,182	-14,938	-21,029	-13,594	-13,078
投资	-745	169	-204	-319	-490	-540
其他	571	548	356	800	800	800
投资活动现金净流	-14,087	-16,465	-14,786	-20,548	-13,284	-12,818
股权募资	509	9,479	9,428	5,171	0	0
债权募资	9,937	-4,902	-8,125	5,176	-3,166	-4,979
其他	-8,090	-6,696	-8,129	-8,319	-8,523	-8,361
筹资活动现金净流	2,356	-2,119	-6,827	2,028	-11,689	-13,340
现金净流量	1,039	-1,040	-435	5,834	710	892

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,482	6,678	6,588	12,422	13,132	14,024
应收款项	12,020	12,580	14,038	12,435	12,702	13,068
存货	2,871	3,441	3,223	3,162	3,239	3,336
其他流动资产	2,678	2,960	2,751	2,981	2,935	3,034
流动资产	25,052	25,659	26,600	31,000	32,008	33,461
%总资产	11.6%	11.4%	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	169,439	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	14,896	17,311	17,578	17,941	18,399
非流动资产	191,227	199,366	203,276	216,957	217,767	216,761
%总资产	88.4%	88.6%	88.4%	87.5%	87.2%	86.6%
资产总计	216,279	225,026	229,876	247,957	249,775	250,222
短期借款	48,414	40,611	37,353	41,751	33,785	23,246
应付款项	24,568	24,412	22,829	22,006	22,263	22,706
其他流动负债	7,335	10,510	7,141	8,947	10,553	12,009
流动负债	80,317	75,534	67,324	72,704	66,601	57,960
长期贷款	62,209	66,683	64,624	69,844	71,844	74,444
其他长期负债	18,331	16,210	18,873	17,994	19,765	21,708
负债	160,857	158,426	150,821	160,542	158,210	154,112
普通股股东权益	41,759	52,031	61,510	68,678	71,354	74,061
其中：股本	9,863	9,863	9,863	9,863	9,863	9,863
未分配利润	15,489	16,557	18,553	20,817	23,493	26,200
少数股东权益	13,663	14,569	17,545	18,737	20,211	22,049
负债股东权益合计	216,279	225,026	229,876	247,957	249,775	250,222

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.044	0.172	0.345	0.459	0.543	0.549
每股净资产	4.234	5.275	6.236	6.963	7.234	7.509
每股经营现金净流	1.295	1.779	2.147	2.469	2.604	2.743
每股股利	0.136	0.018	0.066	0.230	0.271	0.274
回报率						
净资产收益率	1.03%	3.26%	5.54%	6.59%	7.50%	7.31%
总资产收益率	0.20%	0.75%	1.48%	1.83%	2.14%	2.16%
投入资本收益率	1.93%	3.12%	4.29%	4.72%	5.04%	5.33%
增长率						
主营业务收入增长率	24.72%	11.84%	5.99%	-1.86%	2.00%	2.75%
EBIT增长率	-50.43%	37.90%	30.28%	21.08%	6.52%	4.57%
净利润增长率	-87.14%	294.16%	100.95%	32.94%	18.16%	1.17%
总资产增长率	2.93%	4.04%	2.16%	7.87%	0.73%	0.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.2	38.6	39.3	40.0	40.5	41.0
存货周转天数	14.5	14.9	15.1	15.3	15.5	15.6
应付账款周转天数	90.8	83.2	80.4	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	641.6	590.6	599.7	657.9	657.5	644.3
偿债能力						
净负债/股东权益	204.25%	162.30%	133.93%	126.36%	114.60%	101.30%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.5	2.0	2.2	2.4	2.6
资产负债率	74.37%	70.40%	65.61%	64.75%	63.34%	61.59%

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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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
3	2020-04-30	买入	3.63	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