

# 业绩低于预期，看好火电龙头转型

华泰研究

年报点评

2021年3月26日 | 中国内地

公用环保/公用事业

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

4.83

研究员

SAC No. S0570517050002  
SFC No. BEB090

王玮嘉

wangweijia@htsc.com  
+86-21-28972079

研究员

SAC No. S0570519090003  
SFC No. BQR122

黄波

huangbo@htsc.com  
+86-755-82493570

联系人

SAC No. S0570120080110

惠普

huiyu@htsc.com

## 下调盈利预测，看好碳中和背景下火电龙头的新能源转型之路

2020年华能国际营收/归母净利为1,694/45.7亿元，同比-2.4%/+191.5%（基于19年重述数据），低于华泰预测（1,732/96亿元），主要由大幅计提资产减值损失61.1亿元导致。20年公司售电量3,799亿千瓦时，同比-2.1%；市场电比例+2pct至58.3%，平均上网结算电价为413.63元/兆瓦时（同比-0.8%）；新增装机643万千瓦（风光占52.3%），高于公司20年年初指引614.7万千瓦。我们下调2021-22归母净利润至69.0/70.9亿元（前值107.5/110.8亿元）以反映煤炭价格假设的上调，给予公司21年11x目标PE，下调目标价至4.83元（前值6.08元），维持“增持”评级。

## 剔除减值影响，20年归母净利略高于预期

华能国际20年计提的资产减值主要缘由系部分电厂受当地煤炭供给紧张、环保要求、新能源竞争等因素影响经营不及预期。剔除资产减值后归母净利润为106.8亿元，略高于我们的预测（96亿元）。主营业务方面，华能国际20年售电量3,799亿千瓦时（火电占比89.9%），同比下降2.1%，主要系1Q20售电量受疫情影响同比减少17.9%导致；但是公司20年售电单位燃料成本同比-6.3%至209.1元/兆瓦时，除国内煤价中枢20年总体下滑（秦皇岛：动力煤Q5500同比-1.9%至576.7元/吨）外，还得益于公司采用煤炭中长协合同的保供稳价能力。

## 展望未来，公司将加大新能源装机力度

截至20年底，华能国际控股装机容量11,336万千瓦，煤电装机占比79.4%，风电光伏装机占比9.4%。2020年风电光伏已贡献净利润28.0亿元（约占总发电净利润23.4%），未来会进一步增长。根据公司指引，21年华能国际将新增风电光伏装机合计834万千瓦；十四五期间，公司将控制煤电机组装机在9,400万千瓦以内，5年年均新增风电光伏装机800-1,100万千瓦，截至2025年，新能源装机占总装机比例将达到34%-45%，力争50%。在碳中和背景下，我们看好公司装机结构优化。

## 下调盈利预测，维持“增持”评级

根据公司指引，21年煤价中枢将上移，我们预计全年煤价（610元/吨）或将高于我们此前的预测（548元/吨）。我们下调2021-22盈利预测，预计归母净利润为69.0/70.9亿元（前值107.5/110.8亿元）以反映煤炭价格假设的上调，同时我们引入23年归母净利79.5亿元。参考同类公司21年的wind一致预期PE均值10x，我们看好公司碳中和背景下转型的决心，给予21年11x目标PE，目标价4.83元，维持“增持”评级。

风险提示：电价调整风险，煤价上行风险，未来潜在的减值。

## 经营预测指标与估值

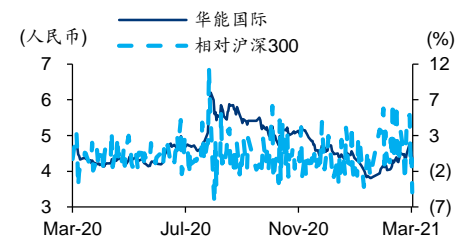
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	173,485	169,439	182,749	194,545	207,094
+/-%	2.13	(2.33)	7.86	6.45	6.45
归属母公司净利润(人民币百万)	1,686	4,565	6,897	7,085	7,949
+/-%	17.21	170.68	51.08	2.72	12.20
EPS(人民币,最新摊薄)	0.11	0.29	0.44	0.45	0.51
ROE(%)	1.86	4.15	5.57	5.57	6.10
PE(倍)	40.03	14.79	9.79	9.53	8.49
PB(倍)	0.68	0.55	0.54	0.53	0.51
EV EBITDA(倍)	6.04	5.42	5.00	4.74	4.30

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	4.83
收盘价(人民币 截至3月25日)	4.30
市值(人民币百万)	67,502
6个月平均日成交额(人民币百万)	196.45
52周价格范围(人民币)	3.81-6.20
BVPS(人民币)	7.75

## 股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测调整与可比公司

图表1: 关键指标调整

关键指标	单位	新			旧			变化(+/-)		
		2020A	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
营业收入	百万元	169,439	182,749	194,545	173,193	181,563	190,183	-2%	1%	2%
电力及热力	百万元	161,538	174,848	186,644	167,969	176,340	184,959	-4%	-1%	1%
港口服务	百万元	198	198	198	175	175	175	13%	13%	13%
运输服务	百万元	52	52	52	49	49	49	6%	6%	6%
其他业务	百万元	7,651	7,651	7,651	5,000	5,000	5,000	53%	53%	53%
毛利率	%	17.40%	18.60%	18.20%	17.60%	18.30%	17.90%	-0.2pct	0.3pct	0.3pct
资产减值损失	百万元	6113.7	6358	6768.4	1168.6	1225.1	1283.3	423.16%	418.98%	427.42%
销售费用率	%	0.09%	0.10%	0.10%	0.07%	0.10%	0.10%	0.02pct	0pct	0pct
管理费用率	%	2.92%	2.92%	2.92%	2.62%	2.62%	2.62%	0.3pct	0.3pct	0.3pct
研发费用率	%	0.39%	0.39%	0.39%	0.67%	0.65%	0.66%	-0.28pct	-0.26pct	-0.27pct
财务费用率	%	5.20%	4.90%	4.60%	5.50%	5.50%	5.30%	-0.3pct	-0.6pct	-0.7pct
净利润率	%	2.70%	3.80%	3.60%	5.50%	5.90%	5.80%	-2.8pct	-2.1pct	-2.2pct
归母净利润	百万元	4,565	6,897	7,085	9,603	10,749	11,083	-52%	-36%	-36%

资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

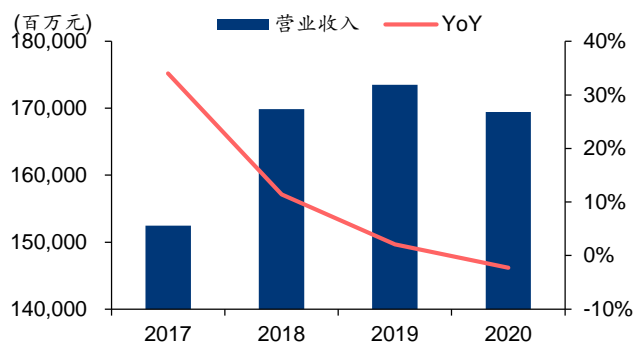
图表2: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
		2021/3/25	2021/3/25	21E	22E	21E	22E	21E	22E
内蒙华电	600863 CH	2.48	14,405	10	9	1.1	1.1	10%	10%
国投电力	600886 CH	9.61	66,942	11	10	1.4	1.3	13%	13%
建投能源	000600 CH	5.81	10,409	9	9	0.8	0.7	8%	8%
平均值			<b>30,586</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
华能国际	600011 CH	4.30	67,502	10	10	0.5	0.5	5%	6%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

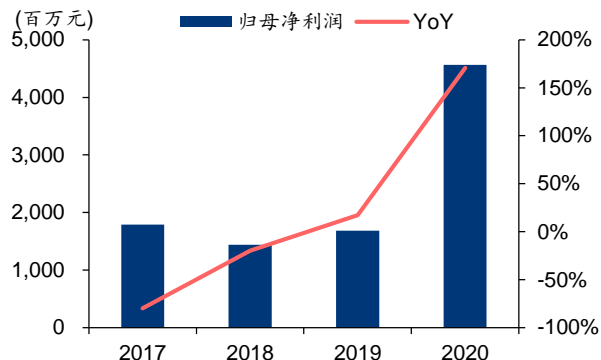
主要经营指标变化

图表1: 公司营业收入及同比增速(右轴)



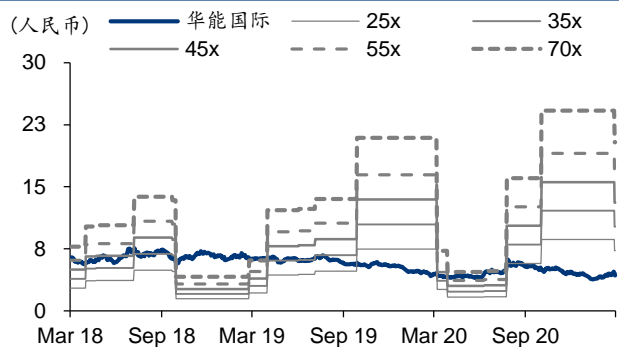
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润及同比增速(右轴)



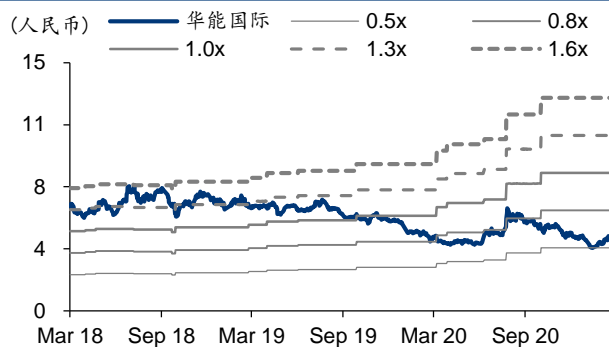
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 华能国际 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 华能国际 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	60,775	66,138	74,898	87,384	87,201
现金	13,306	13,872	19,050	28,203	24,531
应收账款	25,352	28,634	30,883	32,876	34,997
其他应收账款	1,953	2,098	2,263	2,409	2,564
预付账款	1,022	1,555	1,653	1,770	1,884
存货	8,883	6,602	7,019	7,515	7,997
其他流动资产	10,258	13,376	14,030	14,610	15,227
<b>非流动资产</b>	352,821	372,068	374,985	376,268	376,191
长期投资	20,616	22,225	22,225	22,225	22,225
固定投资	240,550	243,702	248,682	251,295	251,989
无形资产	13,949	14,091	14,229	14,365	14,498
其他非流动资产	77,706	92,051	89,849	88,384	87,479
<b>资产总计</b>	413,597	438,206	449,884	463,652	463,391
<b>流动负债</b>	141,620	154,048	182,830	191,972	181,003
短期借款	67,119	66,311	91,374	97,272	82,838
应付账款	12,532	14,596	15,517	16,614	17,680
其他流动负债	61,969	73,141	75,939	78,086	80,485
<b>非流动负债</b>	154,687	142,682	119,783	119,823	124,980
长期借款	115,365	112,077	99,178	99,218	104,375
其他非流动负债	39,323	30,605	20,605	20,605	20,605
<b>负债合计</b>	296,308	296,730	302,613	311,795	305,983
少数股东权益	18,730	19,777	21,501	23,272	25,259
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	18,455	18,552	18,552	18,552	18,552
留存公积	38,894	39,435	91,520	94,336	97,899
归属母公司股东权益	98,559	121,699	125,770	128,585	132,149
<b>负债和股东权益</b>	413,597	438,206	449,884	463,652	463,391

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	37,324	42,050	42,706	43,979	46,032
净利润	1,686	4,565	6,897	7,085	7,949
折旧摊销	20,499	20,853	21,937	23,147	24,319
财务费用	10,709	8,836	8,955	9,007	8,743
投资损失	(1,381)	(1,812)	(1,711)	(1,711)	(1,711)
营运资金变动	(782.92)	1,337	135.91	(87.93)	(23.20)
其他经营现金	6,594	8,272	6,492	6,539	6,755
<b>投资活动现金</b>	(29,034)	(42,067)	(27,911)	(27,488)	(27,299)
资本支出	31,496	42,667	29,605	29,182	28,993
长期投资	(260.63)	873.88	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(2,201)	(1,474)	(1,694)	(1,694)	(1,694)
<b>筹资活动现金</b>	(11,328)	1,519	(9,617)	(7,338)	(22,405)
短期借款	6,081	(808.21)	25,063	5,898	(14,435)
长期借款	(14,184)	(3,287)	(12,900)	39.95	5,158
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	117.56	97.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,343)	5,518	(21,781)	(13,276)	(13,128)
现金净增加额	(3,038)	1,502	5,178	9,153	(3,672)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	173,485	169,439	182,749	194,545	207,094
营业成本	148,172	139,881	148,707	159,218	169,436
营业税金及附加	1,833	1,795	1,936	2,061	2,194
营业费用	116.89	147.61	159.21	169.48	180.42
管理费用	4,554	4,946	5,334	5,679	6,045
财务费用	10,709	8,836	8,955	9,007	8,743
资产减值损失	(5,812)	(6,114)	(6,358)	(6,768)	(7,205)
公允价值变动收益	(19.49)	1.57	1.57	1.57	1.57
投资净收益	1,413	1,694	1,711	1,711	1,711
<b>营业利润</b>	4,639	9,628	13,241	13,599	15,264
营业外收入	391.30	284.98	299.23	314.19	329.90
营业外支出	217.65	1,099	217.65	228.53	239.96
<b>利润总额</b>	4,813	8,814	13,322	13,685	15,354
所得税	2,435	3,110	4,701	4,829	5,418
<b>净利润</b>	2,378	5,704	8,621	8,856	9,936
少数股东损益	691.45	1,139	1,724	1,771	1,987
归属母公司净利润	1,686	4,565	6,897	7,085	7,949
EBITDA	39,199	42,832	47,806	49,776	53,536
EPS (人民币, 基本)	0.11	0.29	0.44	0.45	0.51

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.13	(2.33)	7.86	6.45	6.45
营业利润	27.15	107.53	37.53	2.71	12.24
归属母公司净利润	17.21	170.68	51.08	2.72	12.20
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	14.59	17.44	18.63	18.16	18.18
净利率	0.97	2.69	3.77	3.64	3.84
ROE	1.86	4.15	5.57	5.57	6.10
ROIC	5.79	6.38	6.78	6.83	7.44
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	71.64	67.71	67.26	67.25	66.03
净负债比率 (%)	69.00	71.65	74.28	74.00	72.37
流动比率	0.43	0.43	0.41	0.46	0.48
流动比率	0.37	0.39	0.37	0.42	0.44
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.42	0.40	0.41	0.43	0.45
应收账款周转率	6.94	6.28	6.14	6.10	6.10
应付账款周转率	11.85	10.31	9.88	9.91	9.88
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.29	0.44	0.45	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	2.38	2.68	2.72	2.80	2.93
每股净资产(最新摊薄)	6.28	7.75	8.01	8.19	8.42
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	40.03	14.79	9.79	9.53	8.49
PB (倍)	0.68	0.55	0.54	0.53	0.51
EV EBITDA (倍)	6.04	5.42	5.00	4.74	4.30

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司