

2021 年 03 月 30 日

量价齐跌致营收下滑，成本下行增厚利润

华电国际(600027)

评级:	增持	股票代码:	600027
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	4.35/3.05
目标价格:		总市值(亿)	339.29
最新收盘价:	3.44	自由流通市值(亿)	280.21
		自由流通股数(百万)	8,145.74

事件概述

2021 年 3 月 30 日，公司发布 2020 年年度报告，全年公司实现营业收入 907.44 亿元，较上年同期减少 3.11%，实现归属上市公司股东的净利润 41.79 亿元，较上年同期增长 22.68%；EPS 为 0.33 元。

分析判断：

▶ 量价齐跌致使营收下滑，清洁能源表现亮眼。

2020 年全年公司实现营收 907.44 亿元，较上年同期减少 3.11%，主要是受新冠肺炎疫情影响用电需求减弱以及山东与安徽区域分别受跨区送电因素影响。公司全年发电量完成 2073.17 亿千瓦时，比去年同期降低 3.62%；上网电量完成 1945.54 亿千瓦时，比去年同期降低 3.42%，叠加公司全年的平均上网电价为 404.64 元/兆瓦时（含税），较上年同期下降 2.19%，量价齐跌，导致公司全年营收下滑。从发电类型来看，火电受到挤压最为严重，同比下降 5.10%，但清洁能源表现较为突出，水电、风电、光伏发电分别累计实现发电 102.40 亿千瓦时、64.10 亿千瓦时、9.48 亿千瓦时，分别同比增长 22.54%、7.66%、8.35%。清洁能源发电量上升，弥补了部分火电缺口，为参与后续市场竞争奠定了先发优势，保证公司在行业中始终保持领先水平，保障了公司业绩的稳定性。

▶ 全年成本下滑增厚利润，经营效率提升改善财务表现。

2020 年上半年，由于火电发电量减少和煤炭价格下行，公司燃料成本约为 185.02 亿元，同比减少 16.24%。下半年，随着进口减少、产地供应偏紧等因素共同影响，煤炭价格重拾上涨势头。但公司准确判断煤炭市场走势，优化采购策略，提前锁定了优质低价资源，有效降低了公司采煤均价，较好地控制了公司的燃料采购成本，全年公司燃料成本约为 413.94 亿元，同比减少 9.91%。成本大幅下滑，对公司利润形成积极影响。此外，由于公司效益增加，经营性活动现金流净额同比上升 18.11%，财务费用同比减少 33.07%，对公司利润形成一定贡献。综合以上因素，公司在全年营收负增长的情况下，实现归属于上市公司股东的净利润 41.79 亿元，同比增长 22.68%。

▶ 电力市场化交易规模扩大，持续推进新能源项目。

随着电力市场改革持续推进，发用电计划全面放开，中长期和现货市场扩容推广，电力市场竞争加剧，交易电量比重提高，整体拉低电价水平。2020 年公司市场化交易电量约为 1160.2 亿千瓦时，交易电量比例为 59.6%，上年同期比例为 53.7%，较上年同期数据增加 5.9 个百分点。公司本身市场化比例过半，受市场化政策影响较小。项目发展方面，公司积极作为，加快推进高质量发展，以清洁低碳、安全高效为方向，着力推进布局优化和结构调整。从 2020 年初至本报告日，公司共新增发电机组 1957.56 兆瓦，新增发电机组全部为清洁能源项目。在当前“碳达峰、碳中和”的政策背景下，清洁能源未来将成为新增装机的主力，公司抢先布局清洁能源领域，积极寻求转型，极大提升公司市场竞争力，利于公司未来可持续发展。

投资建议

公司作为中国最大型的综合性能能源公司之一，发电资产遍布全国十四个省、市、自治区，主要处于电力、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域，同时公司拥有丰富的电力生产管理经验。伴随我国能源电力需求增长，电力行业将迎来新的发展机遇。公司立足新发展阶段，业绩也将持续稳定增长。基于“碳达峰”、“碳中和”政策背景下，火电发电空间将进一步受挤压，新能源发电机组将发力，我们小幅下调 2021-2022 年营收预测，新增 2023 年预测，2021-2022 年营业收入分别从 984.26 亿元、995.96 亿元，下调至 960.25 亿元、981.24 亿元，2023 年营收为 1006.54 亿元，分别同比增长 5.8%、2.2%、2.6%；维持归母净利润不变，2021-2023 年分别为 53.85 亿元、58.71 亿元、61.32 亿元，分别同比增长 28.8%、9.0%、4.5%；EPS 分别为 0.55 元、0.60 元、0.62 元。维持“增持”评级。

风险提示

- 1) 市场化结算电价折价幅度高于预期；
- 2) 动力煤事件性上涨；
- 3) 公司新装机建设投产不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	93,654	90,744	96,025	98,124	100,654
YoY (%)	4.9%	-3.1%	5.8%	2.2%	2.6%
归母净利润(百万元)	3,407	4,179	5,385	5,871	6,132
YoY (%)	97.4%	22.7%	28.8%	9.0%	4.5%
毛利率 (%)	14.1%	16.2%	13.6%	13.6%	13.7%
每股收益 (元)	0.35	0.42	0.55	0.60	0.62
ROE	5.5%	5.8%	7.0%	7.0%	6.9%
市盈率	10.16	8.28	6.43	5.90	5.65

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouzhi11@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	90,744	96,025	98,124	100,654	净利润	5,777	7,255	7,932	8,309
YoY (%)	-3.1%	5.8%	2.2%	2.6%	折旧和摊销	11,566	10,309	10,289	10,296
营业成本	76,076	82,992	84,752	86,902	营运资金变动	2,703	369	360	432
营业税金及附加	1,119	1,176	1,200	1,233	经营活动现金流	25,248	22,305	22,823	23,207
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-18,385	-15,244	-16,152	-15,965
管理费用	1,774	1,865	1,892	1,950	投资	-124	0	0	0
财务费用	4,433	4,675	4,675	4,675	投资活动现金流	-18,051	-14,514	-15,439	-15,240
资产减值损失	-1,597	-735	-588	-479	股权募资	11,757	0	0	0
投资收益	567	730	713	726	债务募资	66,650	1,000	1,200	0
营业利润	6,765	8,800	9,545	10,068	筹资活动现金流	-7,164	-3,675	-3,475	-4,675
营业外收支	279	300	300	250	现金净流量	33	4,116	3,910	3,292
利润总额	7,044	9,100	9,845	10,318	主要财务指标				
所得税	1,267	1,845	1,914	2,009	成长能力				
净利润	5,777	7,255	7,932	8,309	营业收入增长率	-3.1%	5.8%	2.2%	2.6%
归属于母公司净利润	4,179	5,385	5,871	6,132	净利润增长率	22.7%	28.8%	9.0%	4.5%
YoY (%)	22.7%	28.8%	9.0%	4.5%	盈利能力				
每股收益	0.42	0.55	0.60	0.62	毛利率	16.2%	13.6%	13.6%	13.7%
资产负债表 (百万元)					净利率	6.4%	7.6%	8.1%	8.3%
货币资金	6,679	10,795	14,704	17,996	总资产收益率 ROA	1.8%	2.2%	2.3%	2.3%
预付款项	843	698	761	794	净资产收益率 ROE	5.8%	7.0%	7.0%	6.9%
存货	2,347	2,997	2,968	3,014	偿债能力				
其他流动资产	14,987	15,942	16,171	16,468	流动比率	0.42	0.50	0.56	0.61
流动资产合计	24,856	30,431	34,605	38,273	速动比率	0.37	0.44	0.50	0.55
长期股权投资	12,007	12,007	12,007	12,007	现金比率	0.11	0.18	0.24	0.29
固定资产	156,043	161,123	165,233	169,667	资产负债率	60.4%	59.0%	57.5%	55.8%
无形资产	11,886	10,774	9,784	8,911	经营效率				
非流动资产合计	209,755	214,264	219,846	225,295	总资产周转率	0.39	0.39	0.39	0.38
资产合计	234,611	244,695	254,451	263,567	每股指标 (元)				
短期借款	20,779	20,779	20,779	20,779	每股收益	0.42	0.55	0.60	0.62
应付账款及票据	17,501	19,028	19,316	19,877	每股净资产	7.31	7.86	8.45	9.07
其他流动负债	20,849	21,151	21,487	21,735	每股经营现金流	2.56	2.26	2.31	2.35
流动负债合计	59,129	60,958	61,582	62,390	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	64,403	65,403	66,603	66,603	估值分析				
其他长期负债	18,114	18,114	18,114	18,114	PE	8.28	6.43	5.90	5.65
非流动负债合计	82,517	83,517	84,717	84,717	PB	0.47	0.45	0.42	0.39
负债合计	141,646	144,475	146,299	147,107					
股本	9,863	9,863	9,863	9,863					
少数股东权益	20,876	22,746	24,807	26,983					
股东权益合计	92,965	100,220	108,152	116,460					
负债和股东权益合计	234,611	244,695	254,451	263,567					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。