

华电国际 (600027)

证券研究报告

2021年03月31日

燃料成本优化明显，当前股息率达 6.8%

事件：公司公告 2020 年年报，全年实现营业收入 907.4 亿元，同比降低 3.1%；实现归母净利润 41.8 亿，同比增加 22.7%。

点评

量价两端均有下滑，下半年边际改善明显。发电量方面，受新冠疫情及山东等地跨区域送电影响，末端电力需求受到一定压制，公司发电机组利用小时下滑明显，全年平均利用小时 3644 小时，同比减少 333 小时，其中煤电机组同比减少 470 小时。在利用小时走低作用下，2020 年公司完成发电量 2073 亿千瓦时，同比下滑 3.6%，其中火电发电量同比下滑 5.1%。电价方面，全年平均上网电价 404.4 元/兆瓦时，同比下降 2.43%，主要原因在于市场化交易占比的持续提升，2020 全年交易电量比例 59.6%，同比抬升 5.9 个百分点。在量价双弱的背景下，全年收入同比下滑 3.11%。另一方面，随着疫情压制作用的弱化，全年看收入端边际持续改善，其中发电量全年降幅相对上半年收窄 5.04 个百分点，带动收入降幅实现 2.8 个百分点的收窄。

燃料成本优化明显，毛利率同比抬升 2 个百分点。利润率方面，全年实现毛利率 16.16%，同比抬升 2.1 个百分点，核心原因在于煤价整体走低带来的成本优化。公司全年燃料成本 413.9 亿，同比降低 9.9%，单位火电发电量对应的燃料成本为 218.2 元/兆瓦时，同比降低 14.3%。虽下半年动力煤价有所抬升，公司全年仍维持了成本端的显著优化。

采矿权资产计提减值约 13 亿，拖累 Q4 业绩同比下滑 38.8%。公司四季度计提资产减值损失 15.9 亿，其中主要为无形资产减值计提。由于煤炭生产运营效率低于预期，公司对部分煤矿的采矿权资产计提无形资产减值准备，确认减值损失 13.04 亿。在资产减值的影响下，四季度归母净利润同比下滑 38.8%至 5.47 亿，致使全年净利率相比较上半年下滑 1.29 个百分点，归母净利润同比增速相较上半年放缓 20.8 个百分点至 22.7%。

清洁能源装机快速增长，风电装机为主体。公司积极响应碳中和大方向，全年新增装机 195.8 万千瓦（不考虑关停的 75 兆瓦煤电）全部为清洁能源项目，其中风电 128.7 万千瓦，占比 65.8%，光伏 8 万千瓦，占比 4.1%。截至年末，公司控股装机中的可再生能源装机达 794.8 万千瓦，同比增加 22.2%，占总装机比例提升 2.1 个百分点至 13.6%。

盈利预测与估值：预计 2021 至 2023 年公司实现营业收入 986/1007/1031 亿，归母净利润 49.8/50.7/53.7 亿，对应 PE 为 7.3/7.2/6.8 倍。分红方面，公司 2020 年分红比例提升至 75.6%，每 10 股派息 2.5 元，当前股价对应股息率 6.8%，维持“买入”评级。

风险提示：电价下调的风险，煤价上行的风险，宏观经济下行的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	93,654.43	90,744.02	98,550.02	100,675.50	103,101.09
增长率(%)	5.99	4.86	8.60	2.16	2.41
EBITDA(百万元)	23,584.33	22,027.09	22,058.04	22,834.07	23,827.76
净利润(百万元)	3,406.92	4,179.45	4,980.83	5,069.45	5,372.82
增长率(%)	100.95	22.70	19.17	1.78	5.98
EPS(元/股)	0.35	0.42	0.51	0.51	0.54
市盈率(P/E)	10.71	8.73	7.33	7.20	6.79
市净率(P/B)	0.59	0.51	0.72	0.67	0.62
市销率(P/S)	0.39	0.40	0.37	0.36	0.35
EV/EBITDA	6.48	6.73	7.72	7.06	6.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.51 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,145.74
流通 A 股股本(百万股)	8,145.74
A 股总市值(百万元)	28,591.56
流通 A 股市值(百万元)	28,591.56
每股净资产(元)	4.81
资产负债率(%)	60.37
一年内最高/最低(元)	4.55/3.01

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

王茜 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005
wangqian@tfzq.com

许杰 联系人
xujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《华电国际-季报点评:Q3 业绩符合预期，毛利率环比小幅回落》2020-10-29
- 2 《华电国际-半年报点评:上半年归母净利润+43.49%，Q2 毛利率创近年新高》2020-08-21
- 3 《华电国际-公司点评:Q2 量跌价缩，煤价大幅下行有望推动业绩增长》2020-07-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,587.79	6,679.08	7,884.00	8,054.04	8,248.09
应收票据及应收账款	12,261.88	10,137.50	13,889.34	5,200.03	14,349.27
预付账款	526.38	842.65	144.12	995.94	260.93
存货	3,222.59	2,347.47	4,241.44	2,395.93	4,482.10
其他	3,904.31	4,691.36	5,066.28	4,080.43	5,312.90
流动资产合计	26,502.96	24,698.06	31,225.19	20,726.37	32,653.27
长期股权投资	11,759.93	12,006.55	12,006.55	12,006.55	12,006.55
固定资产	153,871.71	156,043.23	166,387.88	172,398.26	175,595.07
在建工程	16,704.99	22,409.05	13,481.43	8,136.86	4,912.11
无形资产	13,270.80	11,886.37	11,468.38	11,050.40	10,632.41
其他	7,668.65	7,409.98	6,611.98	7,200.97	7,074.31
非流动资产合计	203,276.08	209,755.18	209,956.23	210,793.03	210,220.45
资产总计	229,875.60	234,611.12	241,285.73	231,638.99	243,000.99
短期借款	24,066.73	20,778.71	51,376.84	56,979.69	62,736.13
应付票据及应付账款	17,671.97	17,501.28	21,363.93	17,782.44	22,597.92
其他	25,584.94	20,849.43	26,349.85	24,381.51	24,619.58
流动负债合计	67,323.64	59,129.42	99,090.62	99,143.64	109,953.62
长期借款	64,623.53	64,402.76	51,165.11	35,356.23	29,778.83
应付债券	10,485.67	10,495.40	9,486.21	10,155.76	10,045.79
其他	8,387.75	7,618.55	8,246.16	8,084.15	7,982.96
非流动负债合计	83,496.95	82,516.71	68,897.48	53,596.14	47,807.57
负债合计	150,820.59	141,646.13	167,988.10	152,739.78	157,761.20
少数股东权益	17,544.57	20,876.01	22,488.92	24,189.62	26,051.76
股本	9,862.98	9,862.98	9,862.98	9,862.98	9,862.98
资本公积	13,327.31	13,542.74	13,542.74	13,542.74	13,542.74
留存收益	35,269.13	37,304.12	40,945.73	44,846.61	49,325.06
其他	3,051.02	11,379.15	(13,542.74)	(13,542.74)	(13,542.74)
股东权益合计	79,055.01	92,964.99	73,297.63	78,899.21	85,239.79
负债和股东权益总计	229,875.60	234,611.12	241,285.73	231,638.99	243,000.99

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,438.54	5,776.74	4,980.83	5,069.45	5,372.82
折旧摊销	11,697.85	11,284.11	9,060.95	9,832.18	10,495.92
财务费用	5,189.38	4,443.65	4,721.67	4,705.59	4,463.13
投资损失	(780.54)	(566.68)	(752.80)	(752.80)	(752.80)
营运资金变动	(5,863.45)	(2,340.17)	3,966.24	4,751.77	(6,409.60)
其它	6,695.11	6,650.50	1,719.30	1,715.19	1,906.85
经营活动现金流	21,376.88	25,248.15	23,696.19	25,321.40	15,076.32
资本支出	13,183.30	18,703.85	9,432.39	10,242.01	10,151.20
长期投资	676.24	246.62	0.00	0.00	0.00
其他	(28,645.50)	(37,001.35)	(18,686.01)	(19,584.48)	(19,456.08)
投资活动现金流	(14,785.97)	(18,050.88)	(9,253.62)	(9,342.47)	(9,304.88)
债权融资	112,462.57	107,114.27	124,944.29	115,038.40	114,860.83
股权融资	2,425.71	4,690.96	(29,278.99)	(4,341.03)	(4,098.57)
其他	(121,715.05)	(118,969.60)	(108,902.94)	(126,506.25)	(116,339.66)
筹资活动现金流	(6,826.77)	(7,164.37)	(13,237.65)	(15,808.88)	(5,577.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(235.86)	32.90	1,204.92	170.04	194.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	93,654.43	90,744.02	98,550.02	100,675.50	103,101.09
营业成本	80,482.48	76,075.54	83,220.77	84,663.74	87,043.25
营业税金及附加	1,119.05	1,119.29	1,211.05	1,227.30	1,265.18
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,719.15	1,774.38	1,695.41	2,321.04	2,016.01
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	5,189.38	4,432.58	4,721.67	4,705.59	4,463.13
资产减值损失	(781.88)	1,597.27	200.00	200.00	200.00
公允价值变动收益	(9.69)	(1.25)	21.50	(14.33)	2.39
投资净收益	780.54	566.68	752.80	752.80	752.80
其他	(337.88)	(1,585.07)	(1,548.60)	(1,476.93)	(1,510.38)
营业利润	5,493.27	6,764.61	8,275.42	8,296.29	8,868.71
营业外收入	264.27	560.04	313.36	379.22	417.54
营业外支出	220.97	280.60	343.56	281.71	301.96
利润总额	5,536.58	7,044.05	8,245.22	8,393.80	8,984.30
所得税	1,098.03	1,267.32	1,566.59	1,594.82	1,707.02
净利润	4,438.54	5,776.74	6,678.63	6,798.98	7,277.28
少数股东损益	1,031.62	1,597.29	1,697.80	1,729.53	1,904.46
归属于母公司净利润	3,406.92	4,179.45	4,980.83	5,069.45	5,372.82
每股收益(元)	0.35	0.42	0.51	0.51	0.54

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.99%	4.86%	8.60%	2.16%	2.41%
营业利润	53.90%	23.14%	22.33%	0.25%	6.90%
归属于母公司净利润	100.95%	22.70%	19.17%	1.78%	5.98%
获利能力					
毛利率	14.06%	16.16%	15.55%	15.90%	15.57%
净利率	3.64%	4.61%	5.05%	5.04%	5.21%
ROE	5.54%	5.80%	9.80%	9.27%	9.08%
ROIC	5.02%	5.16%	5.64%	5.71%	6.02%
偿债能力					
资产负债率	65.61%	60.37%	69.62%	65.94%	64.92%
净负债率	133.93%	108.04%	159.71%	135.60%	125.07%
流动比率	0.40	0.42	0.32	0.21	0.30
速动比率	0.35	0.38	0.27	0.19	0.26
营运能力					
应收账款周转率	8.17	8.10	8.20	10.55	10.55
存货周转率	28.11	32.58	29.91	30.34	29.98
总资产周转率	0.41	0.39	0.41	0.43	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.42	0.51	0.51	0.54
每股经营现金流	2.17	2.56	2.40	2.57	1.53
每股净资产	6.24	7.31	5.15	5.55	6.00
估值比率					
市盈率	10.71	8.73	7.33	7.20	6.79
市净率	0.59	0.51	0.72	0.67	0.62
EV/EBITDA	6.48	6.73	7.72	7.06	6.83
EV/EBIT	12.86	13.79	13.09	12.40	12.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com