

华电国际(600027.SH)/华电国际电力股份(01071.HK)

受益电价升煤价降，19 年业绩增长 97%

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	3.16 元/2.14 港元
合理价值	3.9 元/2.9 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-03-27

核心观点:

- **电量、电价增长，燃料成本下行，2019 年业绩增长 97%**。公司发布 2019 年年报，2019 年实现收入 936.5 亿元，同比增长 4.86%；归母净利润 34.07 亿元，同比增长 97.44%，加权平均 ROE 提升至 6.46%。利润增长主要是发电量增长、平均上网电价提升、燃料成本下降所致。2019 年资产减值损失 7.82 亿元，拖累业绩。
- **量价齐升带动发电收入增长 5.7%**。2019 年公司总装机规模同比增长 9.8% (未重述口径)，主要是火电机组增长较多所致；利用小时数 3978 小时，同比减少 286 小时；控股售电量同比增长 2.09%；平均上网电价 414.49 元/兆瓦时，同比提升 1.16%。受益于上网电量增长和上网电价提升，公司 2019 年公司发电收入 739.2 亿元，同比增长 5.67%。
- **动力煤价格下跌，度电燃料成本同比下降 0.2%**。2019 年全国电煤价格指数同比下降 37 元/吨，降幅约 7.0%。2019 年公司度电燃料成本同比下降 0.2%，下降幅度较小主要是 2019 年燃机发电量同比大幅增长。
- **估值跌至历史新低，关注估值修复弹性**。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 43.9/51.0/56.9 亿元。公司为国内火电龙头企业，A 股和 H 股 PB 估值已经降低至 2005 年以来新低。当前动力煤价格较去年已有较大跌幅，尽管考虑到疫情对火电利用小时影响、火电企业电价下调压力，公司盈利仍有望回升。预计公司 2020 年 ROE 有望提升至 6.8%，参考可比公司估值，给予 A 股 2020 年 PB 0.6 倍，对应 A 股合理价值 3.9 元/股，考虑 AH 溢价因素，对应 H 股合理价值 2.9 港币/股，给予“买入”评级。
- **风险提示**。电价下调幅度超预期；疫情对全社会用电量影响超预期；煤价上涨的风险。

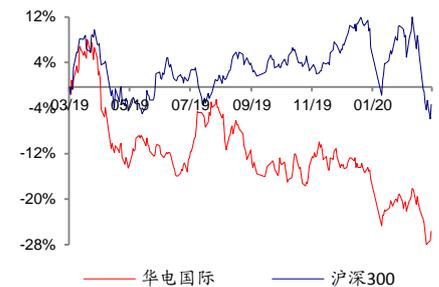
备注：本文如无特别指明，所用货币币种为人民币。

盈利预测：(币种：人民币)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	89,314	93,654	93,585	95,727	96,900
增长率(%)	13.0	4.9	-0.1	2.3	1.2
EBITDA(百万元)	18,167	22,032	21,185	22,545	23,053
归母净利润(百万元)	1,726	3,407	4,391	5,103	5,691
增长率(%)	301.2	97.4	28.9	16.2	11.5
EPS (元/股)	0.17	0.35	0.45	0.52	0.58
市盈率 (P/E)	27.15	10.62	7.08	6.09	5.46
市净率 (P/B)	0.89	0.59	0.48	0.46	0.44
EV/EBITDA	8.57	6.54	6.49	5.77	5.20

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

邱长伟



SAC 执证号: S0260517080016

SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究:

华电国际(600027.SH)/华电 2019-08-26

国际电力股份(01071.HK):H1
发电量价齐升，H2 期待燃料
成本下降贡献业绩弹性

华电国际(600027.SH)/华电 2019-05-15

国际电力股份(01071.HK):18
年收入端提振业绩增长，19
年 Q1 成本改善不及预期

目录索引

一、受益电价提升煤价下行，19 年业绩增长 97%.....	4
（一）电量、电价增长，燃料成本下行，2019 年业绩增长 97%	4
（二）量价齐升带动发电收入增长 5.7%.....	4
（三）动力煤价格下跌，度电燃料成本同比下降 0.2%.....	5
（四）资产减值损失大幅增加至 7.8 亿元	5
二、估值跌至历史新低，关注估值修复弹性.....	6
三、风险提示	8

图表索引

图 1: 2019 年公司收入增长 4.86%.....	4
图 2: 2019 年公司归母净利润增长 97.44%.....	4
图 3: 2019 年公司装机容量增长 9.8% (万千瓦)	4
图 4: 2019 年公司售电量增长 2.09% (亿千瓦时)	4
图 5: 2019 年公司上网电价提升.....	5
图 6: 2019 年公司发电收入增长 5.67%.....	5
图 7: 公司燃料成本占比约 60%.....	5
图 8: 公司 2019 年度电燃料成本下降 0.2%	5
图 9: 公司资产减值损失 (亿元)	6
图 10: 2020 年秦皇岛 5500 大卡动力煤价格比去年同期下跌达 80 元/吨左右	7
图 11: 华电国际 (A 股) PB band.....	8
图 12: 华电国际电力股份 (H 股) PB band.....	8
表 1: 公司盈利预测.....	6
表 2: 可比公司估值.....	7

本文如无特别指明，所用货币币种为人民币。

一、受益电价提升煤价下行，19年业绩增长97%

（一）电量、电价增长，燃料成本下行，2019年业绩增长97%

公司发布2019年年报，2019年公司实现收入936.5亿元，同比增长4.86%；归母净利润34.07亿元，同比增长97.44%，加权平均ROE提升至6.46%。收入利润增长主要是发电量增长（增长1.8%）、平均上网电价提升（提升1.16%）、燃料成本下降（度电燃料成本下降0.2%）。

图1：2019年公司收入增长4.86%



图2：2019年公司归母净利润增长97.44%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）量价齐升带动发电收入增长5.7%

2019年公司总装机规模5661.53万千瓦，同比增长9.8%（未重述口径），主要是燃煤机组新增301万千瓦、燃气机组新增175万千瓦所致。公司控股发电量2151亿千瓦时，同比增长1.84%；控股售电量2014亿千瓦时，同比增长2.09%。2019年利用小时数3978小时，同比减少286小时；其中燃煤机组利用小时数4512小时，同比减少337小时。

图3：2019年公司装机容量增长9.8%（万千瓦）

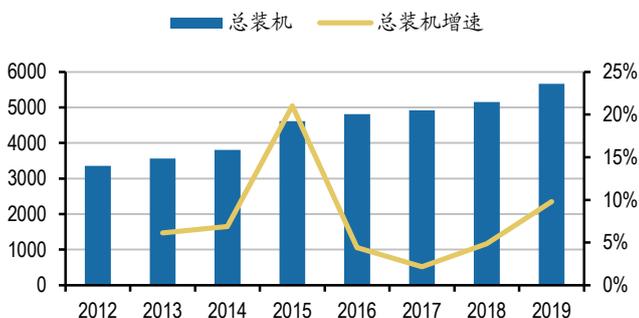


图4：2019年公司售电量增长2.09%（亿千瓦时）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

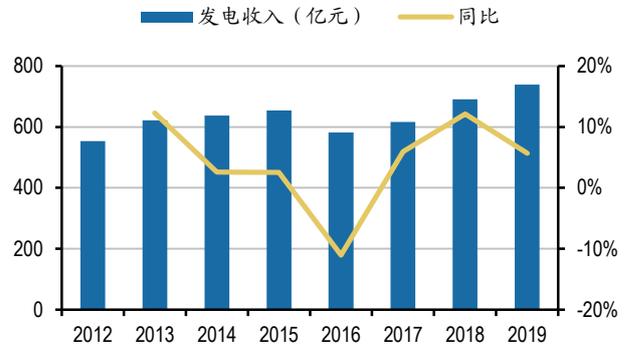
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019年公司平均上网电价414.49元/兆瓦时，同比提升1.16%（重述后口径），主要是交易电价价差收窄。2019年公司市场化交易电量1081.8亿千瓦时，占上网电量的54%，占比比2018年提升9.8个百分点。受益于上网电量增长和上网电价提升，公司2019年公司发电收入739.2亿元，同比增长5.67%。

图5：2019年公司上网电价提升



图6：2019年公司发电收入增长5.67%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）动力煤价格下跌，度电燃料成本同比下降0.2%

成本端：2019年全国电煤指数同比下降37元/吨，降幅约7.0%；山东电煤指数同比下降约45元/吨，降幅约7.5%（2019年公司40%的火电发电量来自山东省）。2019年公司度电燃料成本同比下降0.2%，下降幅度较小主要是2019年公司燃气机组发电量同比大幅增长。此外，由于2019年新增机组投产较多，公司折旧摊销、职工薪酬、维护保养等费用分别同比增长14.66%、12.49%、13.14%。

图7：公司燃料成本占比约60%

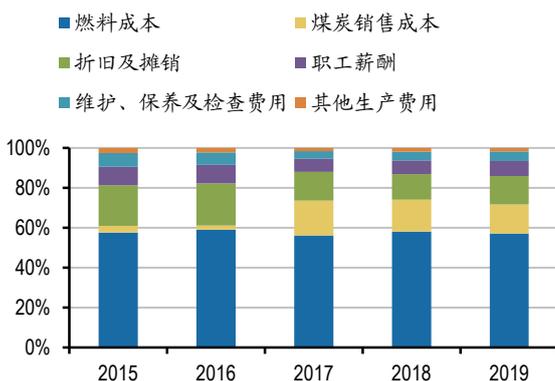
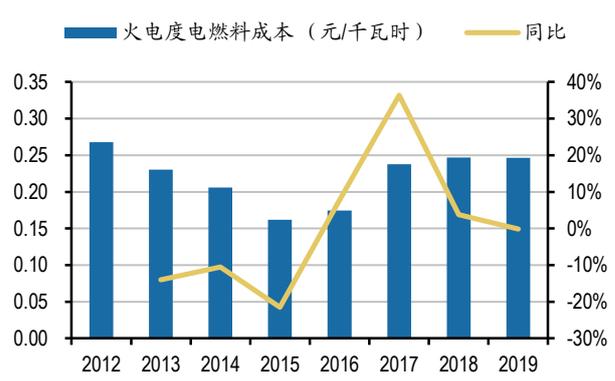


图8：公司2019年度电燃料成本下降0.2%



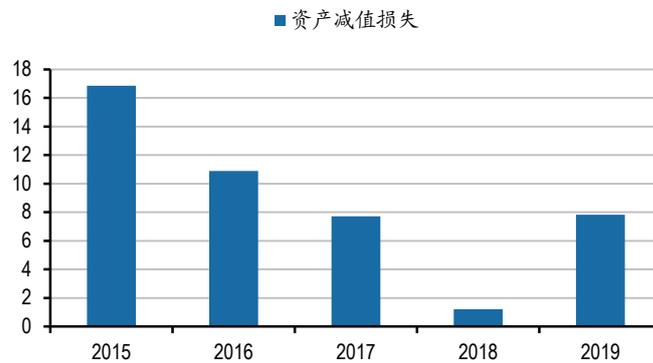
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）资产减值损失大幅增加至7.8亿元

费用方面，2019年管理费用同比下滑8.94%，主要是2018年发生煤矿拆迁补偿费用所致；2019年公司融资成本有所下降，财务费用同比下降3.19%。2019年资产减值损失7.82亿元，较2018年的1.21亿元同比大幅增长，主要是文汇公司煤矿项目无形资产减值4.47亿元、坪石发电厂商誉减值1.05亿元。

图9：公司资产减值损失（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、估值跌至历史新低，关注估值修复弹性

核心假设：

- 1.假设公司2020-2022年火电装机分别增长2000/1000/1000兆瓦；
- 2.受疫情影响，假设公司2020-2022年火电利用小时数分别同比减少250/0/0小时；
- 2.假设公司2020-2022年动力煤采购成本分别同比下降30/10/10元/吨；
- 3.假设公司2020-2022年火电平均上网电价分别同比下降5/3/3元/兆瓦时。

表1：公司盈利预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利用小时 (小时)	整体	3,937	4,163	3,978	3,745	3,723	3,717
利用小时 (小时)	火电	4,135	4,408	4,194	3,944	3,944	3,944
发电量 (亿千瓦时)	整体	1,917	2,099	2,151	2,180	2,255	2,303
同比		0.9%	9.5%	2.5%	1.3%	3.4%	2.1%
发电量 (亿千瓦时)	火电	1,789	1,959	1,999	2,015	2,074	2,114
含税上网电价(元/兆瓦时)	整体	398	407	414	408	404	400
含税上网电价(元/兆瓦时)	火电	397	406	416	411	408	405
营业收入 (亿元)	整体	790.07	883.65	936.54	935.85	957.27	969.00
同比		24.72%	11.84%	5.99%	-0.07%	2.29%	1.22%
营业收入 (亿元)	发电	616.34	691.11	739.19	735.64	754.07	762.64
营业收入 (亿元)	供热	40.26	49.12	57.11	59.96	62.96	66.11
营业收入 (亿元)	售煤	128.04	133.97	128.42	128.42	128.42	128.42
营业成本 (亿元)	整体	706.77	774.50	804.83	789.44	799.98	803.89
营业成本 (亿元)	发电	533.20	586.58	612.96	604.66	611.94	612.44
营业成本 (亿元)	供热	43.42	52.99	61.92	65.02	68.27	71.68
营业成本 (亿元)	售煤	128.60	131.67	127.56	117.38	117.38	117.38
毛利率	整体	10.54%	12.35%	14.06%	15.64%	16.43%	17.04%

毛利率	发电	13.49%	15.12%	17.08%	17.81%	18.85%	19.70%
毛利率	供热	-7.87%	-7.89%	-8.44%	-8.44%	-8.44%	-8.44%
毛利率	售煤	-0.44%	1.72%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中同比数据为未重述口径

预计公司2020-2022年净利润分别为43.9/51.0/56.9亿元。公司为国内火电龙头企业，A股和H股PB估值已经降低至2005年以来新低。当前动力煤价格较去年已有较大跌幅，尽管考虑到疫情对火电利用小时影响、火电企业电价下调压力，公司盈利仍有望回升。预计公司2020年ROE有望提升至6.8%，参考可比公司估值，给予A股2020年PB 0.6倍，对应A股合理价值3.9元/股，考虑AH溢价因素，对应H股合理价值2.9港币/股，给予“买入”评级。

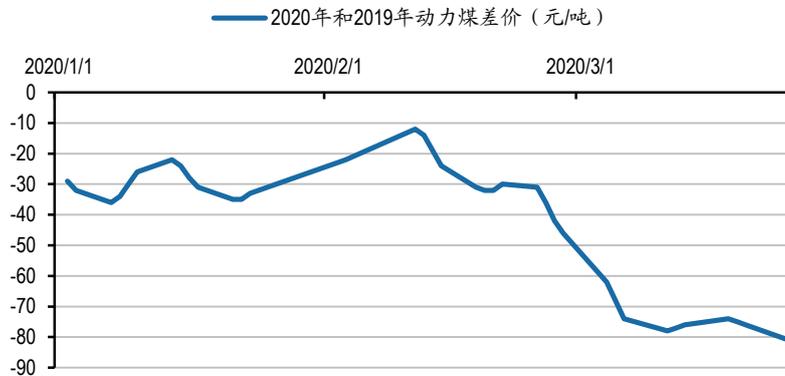
表2：可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元/股)	净利润(亿元)			PE			PB(LF)	ROE 2020E
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
600011.SH	华能国际	716	4.56	52.96	74.75	98.05	13.52	9.58	7.30	0.94	7.8%
600863.SH	内蒙华电	151	2.60	12.50	14.49	16.48	12.08	10.43	9.16	1.30	9.4%
600578.SH	京能电力	188	2.78	15.22	18.63	21.02	12.33	10.07	8.92	0.82	6.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

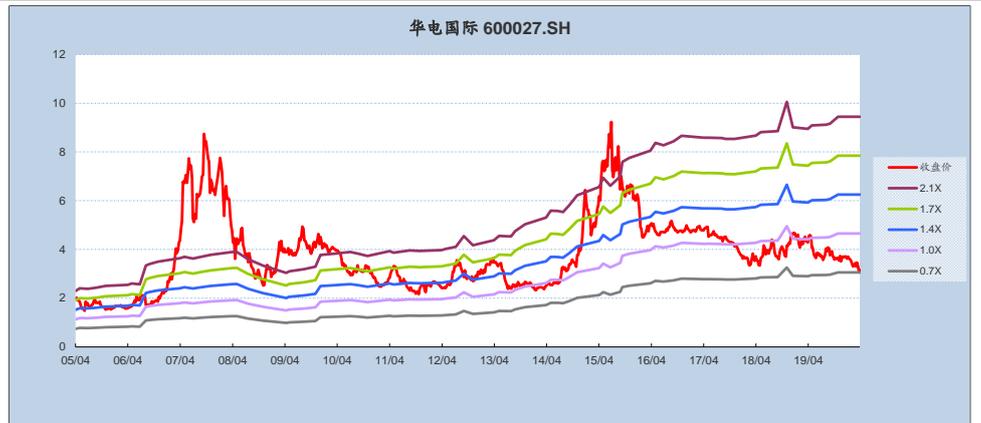
注：股价截至2020/3/26收盘；内蒙华电、京能电力盈利预测来自Wind一致预测

图10：2020年秦皇岛5500大卡动力煤价格比去年同期下跌达80元/吨左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11: 华电国际 (A股) PB band



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 华电国际电力股份 (H股) PB band



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、风险提示

电价下调幅度超预期; 疫情对全社会用电量影响超预期; 煤价上涨的风险。

资产负债表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	26,018	26,600	23,761	25,659	29,370	
货币资金	6,741	6,588	3,979	5,557	8,994	
应收及预付	11,085	12,788	12,357	12,519	12,890	
存货	3,446	3,223	3,281	3,350	3,309	
其他流动资产	4,746	4,001	4,144	4,233	4,177	
非流动资产	200,411	203,276	207,599	204,595	199,379	
长期股权投资	11,084	11,760	11,760	11,760	11,760	
固定资产	143,987	153,872	159,760	157,929	153,957	
在建工程	26,489	16,705	16,205	15,705	15,205	
无形资产	13,845	13,271	12,205	11,532	10,788	
其他长期资产	5,006	7,669	7,669	7,669	7,669	
资产总计	226,429	229,876	231,360	230,253	228,749	
流动负债	76,422	67,324	64,452	58,497	51,649	
短期借款	27,037	24,067	19,967	14,047	7,350	
应付及预收	19,286	17,672	18,992	18,840	18,641	
其他流动负债	30,099	25,585	25,493	25,610	25,658	
非流动负债	82,965	83,497	83,497	83,497	83,497	
长期借款	66,755	64,624	64,624	64,624	64,624	
应付债券	7,478	10,486	10,486	10,486	10,486	
其他非流动负债	8,732	8,388	8,388	8,388	8,388	
负债合计	159,387	150,821	147,949	141,994	135,145	
股本	9,863	9,863	9,863	9,863	9,863	
资本公积	13,476	13,327	13,327	13,327	13,327	
留存收益	19,762	21,942	24,893	28,152	31,700	
归属母公司股东权益	52,396	61,510	64,461	67,721	71,268	
少数股东权益	14,646	17,545	18,950	20,539	22,335	
负债和股东权益	226,429	229,876	231,360	230,253	228,749	

利润表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	89,314	93,654	93,585	95,727	96,900	
营业成本	78,281	80,482	78,944	79,998	80,389	
营业税金及附加	1,123	1,119	1,121	1,165	1,166	
销售费用	0	0	0	0	0	
管理费用	1,888	1,719	1,894	1,906	1,890	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	5,360	5,189	5,091	4,903	4,643	
资产减值损失	121	-782	250	250	250	
公允价值变动收益	-17	-10	0	0	0	
投资净收益	911	781	964	920	913	
营业利润	3,620	5,493	7,728	8,923	9,984	
营业外收支	-415	43	0	0	0	
利润总额	3,206	5,537	7,728	8,923	9,984	
所得税	898	1,098	1,932	2,231	2,496	
净利润	2,308	4,439	5,796	6,692	7,488	
少数股东损益	583	1,032	1,405	1,589	1,797	
归属母公司净利润	1,726	3,407	4,391	5,103	5,691	
EBITDA	18,167	22,032	21,185	22,545	23,053	
EPS (元人民币)	0.17	0.35	0.45	0.52	0.58	

现金流量表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	17,726	21,226	20,559	19,823	20,016	
净利润	2,308	4,439	5,796	6,692	7,488	
折旧摊销	10,145	11,698	9,560	9,887	9,598	
营运资金变动	839	117	1,458	-355	-426	
其它	4,433	4,972	3,745	3,599	3,357	
投资活动现金流	-16,483	-14,786	-13,141	-6,195	-3,706	
资本支出	-17,200	-14,938	-14,106	-7,116	-4,618	
投资变动	169	-204	0	0	0	
其他	548	356	964	920	913	
筹资活动现金流	-2,242	-6,827	-10,026	-12,050	-12,873	
银行借款	79,472	76,223	-4,100	-5,920	-6,697	
股权融资	9,479	9,428	0	0	0	
其他	-91,193	-92,478	-5,926	-6,130	-6,177	
现金净增加额	-737	-236	-2,609	1,578	3,437	
期初现金余额	7,439	6,701	6,588	3,979	5,557	
期末现金余额	6,701	6,466	3,979	5,557	8,994	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	13.0%	4.9%	-0.1%	2.3%	1.2%
营业利润增长	178.7%	51.7%	40.7%	15.5%	11.9%
归母净利润增长	301.2%	97.4%	28.9%	16.2%	11.5%
获利能力					
毛利率	12.4%	14.1%	15.6%	16.4%	17.0%
净利率	2.6%	4.7%	6.2%	7.0%	7.7%
ROE	3.3%	5.5%	6.8%	7.5%	8.0%
ROIC	3.2%	4.3%	4.5%	4.9%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	70.4%	65.6%	63.9%	61.7%	59.1%
净负债比率	237.7%	190.8%	177.4%	160.9%	144.4%
流动比率	0.34	0.40	0.37	0.44	0.57
速动比率	0.29	0.34	0.31	0.37	0.50
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.41	0.40	0.42	0.42
应收账款周转率	9.30	8.82	8.91	9.00	8.91
存货周转率	25.92	29.06	28.52	28.58	29.29
每股指标 (元人民币)					
每股收益	0.17	0.35	0.45	0.52	0.58
每股经营现金流	1.80	2.15	2.08	2.01	2.03
每股净资产	5.31	6.24	6.54	6.87	7.23
估值比率					
P/E	27.15	10.62	7.08	6.09	5.46
P/B	0.89	0.59	0.48	0.46	0.44
EV/EBITDA	8.57	6.54	6.49	5.77	5.20

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。