

华电国际（600027.SH）

高弹性火电龙头，业绩触底静待盈利回升

● 覆盖 14 省/市的全国火电龙头，华电集团常规能源平台

公司为我国火力发电龙头之一，发电资产覆盖全国 14 个省/市。截至 2018 年 2 季度，公司拥有 57 家已投运的控股发电厂，控股装机规模 4928.5 万千瓦，公司火电装机约占全国火电装机规模的 4%。公司火电装机占全国火电装机的 3.9%，居 A 股上市公司第 3。山东是公司装机占比最大的核心服务区域，公司超过 40% 的煤机位于山东，其次是湖北、安徽、宁夏等区域。2018 年上半年，公司实现营业收入 415.37 亿元，同比增长 13.34%；实现归母净利润 9.86 亿元，同比扭亏为盈。

● 高弹性源于成本端高波动，行业触底反弹首选品种

公司主要服务区域山东、湖北内陆电厂较多，离沿海港口及煤炭产区较远因素，动力煤采购价格高、波动大，导致公司度电燃料成本偏高、波动放大效应明显。根据敏感性测算，若公司除税标煤单价下降 1%，将增加税前利润 3.96 亿元，业绩提升 30.6%（2017 年业绩基准），远高于其他可比火电公司。且公司自身煤炭采购成本同比波动高于行业平均，意味若行业平均燃料采购成本下降 1%，公司采购成本降幅或更大，将进一步放大公司业绩弹性。

● 估值底部、静待盈利回升，攻守兼备

考虑公司服务区域火电盈利能力仍较弱，我们认为，大范围标杆电价下调的空间有限，公司上网电价有望保持平稳；未来煤炭优质产能逐步释放，供给有望温和扩张，带动煤价中枢逐步下行，点火价差或持续扩张，叠加利用小时稳中有升，盈利能力有望持续修复。从估值看，公司历史最低 PB 大约在 0.8X（A 股）、0.4X（H 股），当前 PB 估值处于底部区间 0.89X（A 股）、0.52（H 股）。伴随公司盈利能力回升，有望享受估值、股息双升。

● 高弹性火电龙头，给予“买入”评级

预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.19、0.34、0.50 元，按最新收盘价计算对应 PE 为 19、11、7 倍。公司火电资产服务区域负荷高、覆盖区域广，业绩对煤价弹性极高，为火电行业触底反弹首选品种。公司近 5 年分红率维持在 40% 左右，给予“买入”评级。

● 风险提示

煤炭价格上涨风险；电力供需形势恶化；电价下调风险；新机组投产不及预期；利用小时下滑风险；资产负债率偏高。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	63,346.05	79,006.84	84,248.66	88,179.63	91,471.98
增长率(%)	-10.80%	24.72%	6.63%	4.67%	3.73%
EBITDA(百万元)	21,977.80	15,987.74	21,356.62	23,799.12	26,171.29
净利润(百万元)	3,344.44	430.36	1,905.47	3,364.70	5,011.12
增长率(%)	-56.53%	-87.13%	342.76%	76.58%	48.93%
EPS（元/股）	0.339	0.044	0.193	0.341	0.508
市盈率（P/E）	14.60	85.03	19.00	10.76	7.22
市净率（P/B）	1.15	0.88	0.83	0.77	0.70
EV/EBITDA	6.31	9.37	6.27	5.03	3.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

3.82 元

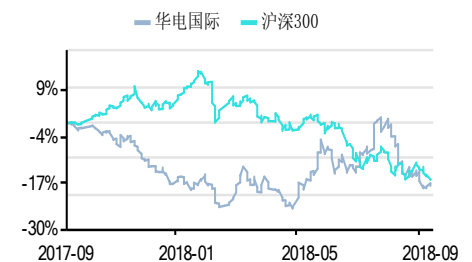
前次评级

买入

报告日期

2018-09-12

相对市场表现



分析师： 蒋昕昊 S0260517120003



010-59136627



jiangxinhao@gf.com.cn

分析师： 郭 鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究：

华电国际（600027.SH）：业 2018-09-03

绩扭亏触底反弹，成本端有望

持续改善带动盈利修复

华电国际（600027.SH）：高 2018-04-14

煤价、煤矿关停计提资产减值

致使业绩大幅下滑 87%

目录索引

华电国际：高弹性火电龙头，业绩触底静待盈利回升	5
覆盖 14 省/市的全国火电龙头，华电集团常规能源平台	5
核心服务区域用电负荷好、区位优势强，利用小时稳中有升	7
电价总体平稳、煤价中枢或逐步下行，带动点火价差回升	12
高弹性源于成本端高波动，行业触底反弹首选品种	16
分红稳健、估值底部，攻守兼备	18
高弹性火电龙头，给予“买入”评级	20

图表索引

图 1: 公司 1994 年-2018 年发展历程	5
图 2: 1999 年-2018 年上半年装机容量年复合增长 13%	5
图 3: 2018Q2 公司营收同比增长 13.34%	6
图 4: 2018Q2 公司归母净利润同比扭亏为盈	6
图 5: 2018 年 Q2 毛利率上升 3.59 个百分点	6
图 6: 2018Q2 年化 ROE 为 4.58%	6
图 7: 公司股权结构 (截至 2018 年中报持股 1% 以上主要股东)	7
图 8: 公司火电装机容量居 A 股上市公司第 3	7
图 9: 公司约 88% 装机容量为火电 (%)	7
图 10: 公司主要火电服务区域分布	8
图 11: 公司风电机组主要在宁夏、山东、河北等消纳能力较好的风电大省	8
图 12: 公司风电机组所在区域消纳较好	8
图 13: 公司 60 万千瓦级煤电机组占火电机组 51%	9
图 14: 大容量机组平均利用小时更高	9
图 15: 2017 年公司各省煤电装机利用小时 (小时, 万千瓦)	9
图 16: 公司与可比公司全厂利用小时 (小时)	10
图 17: 公司利用小时同比 (小时)	10
图 18: 2018Q1 公司各区域利用小时同比 (小时)	10
图 19: 影响火电公司盈利的关键因素	12
图 20: 公司 2017 年电力业务收入、成本构成	13
图 21: 主要火电公司 2017 年 ROE (扣非/平均, %)	13
图 22: 公司核心服务区域燃煤标杆电价处于全国平均水平	14
图 23: 公司上网电价处于中游水平 (元/千瓦时)	14
图 24: 2017-2018Q1 全国煤电市场化交易电价走势 (元/千瓦时)	14
图 25: 华电国际上网电价、单位燃料成本及点火价差情况	15
图 26: 主要火电公司点火价差 (元/千瓦时)	15
图 27: 公司 2007-2017 年资产负债率 (%)	16
图 28: 山东、湖北及全国电煤价格指数 (元/吨)	16
图 29: 山东、湖北煤价同比变动远高全国 (%)	16
图 30: 公司点火价差同比变动弹性较大 (%)	17
图 31: 公司扣非 ROE 展现较高波动性 (%)	17
图 32: 公司当前处理历史估值底部, 静待盈利回升	19
图 33: 公司过去 5 年分红率稳定在 40% 左右 (%)	19

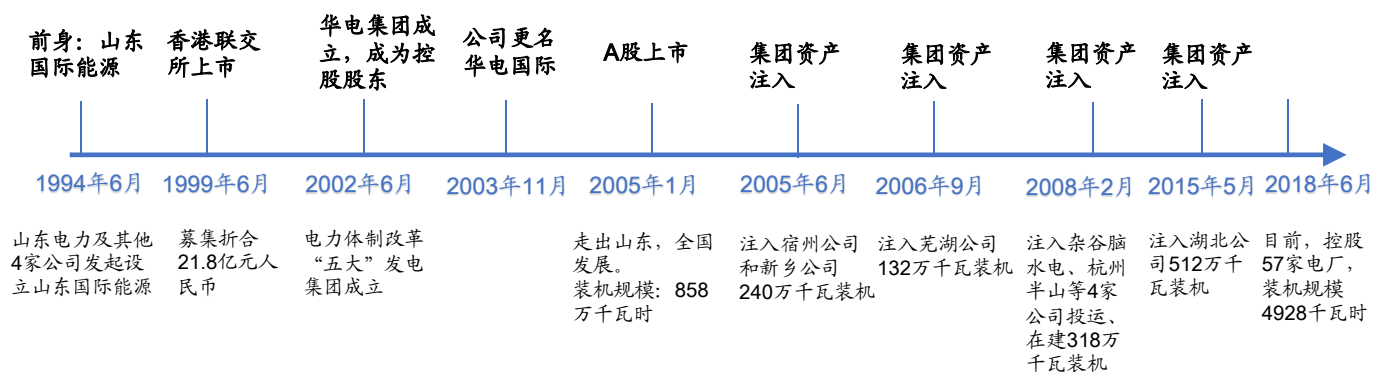
表 1: 公司拥有 57 家已投运的控股发电厂, 控股装机规模 4928.5 万千瓦	10
表 2: 公司固定资产折旧政策	16
表 3: 主要火电企业煤价敏感性测算	18
表 4: 主要火电企业利用小时敏感性测算	18
表 5: 主要火电企业电价敏感性测算	18
表 6: 公司电价、煤价、利用小时业绩弹性测算 (基于 2018 年预测业绩)	20
表 7: 公司归母净利润对煤价、利用小时的敏感性测算矩阵	20
表 8: 可比公司估值表	21

华电国际：高弹性火电龙头，业绩触底静待盈利回升

覆盖 14 省/市的全国火电龙头，华电集团常规能源平台

公司为我国火力发电龙头之一，发电资产覆盖全国14个省/市。截至2018年2季度，公司拥有57家已投运的控股发电厂，控股装机规模4928.5万千瓦，公司火电装机约占全国火电装机规模的4%。公司为五大发电集团之一中国华电集团（“华电集团”）的子公司，定位为常规能源发电资产的最终整合平台。公司分别于1999年和2005年在H股和A股完成上市。

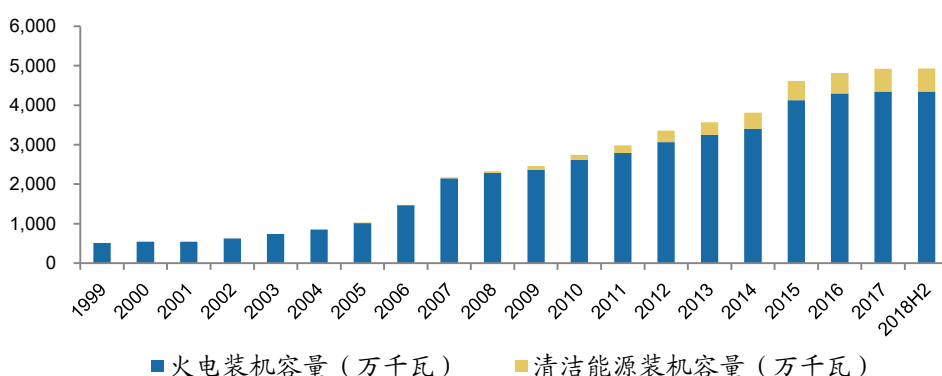
图1：公司1994年-2018年发展历程



数据来源：公司A/H招股说明书，公司公告，广发证券发展研究中心

公司前身为1994年6月成立的山东国际能源，控股邹县和十里泉2家发电厂。2002年电力体制改革华电集团成立，成为公司控股股东，公司此后更名华电国际。公司立足山东、加快全国发展战略，多次收购注入华电集团及其他公司优质发电资产，从1999年H股上市至2018年6月底，公司装机容量年复合增长13%。

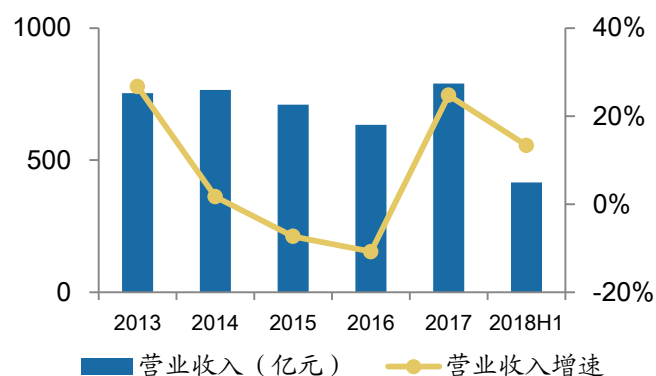
图2：1999年-2018年上半年装机容量年复合增长13%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2018年上半年，公司实现营业收入415.37亿元，同比增长13.34%；实现归母净利润9.86亿元，同比扭亏为盈。上半年公司上网电量894.69亿千瓦时，同比增长8.01%；平均税前上网电价408.22元/兆瓦时，同比上升2.92%。受益公司服务区域电力需求旺盛及去年7月标杆电价上调，量价齐升带动收入增长，上半年毛利率同比上升3.59个百分点至12.40%。

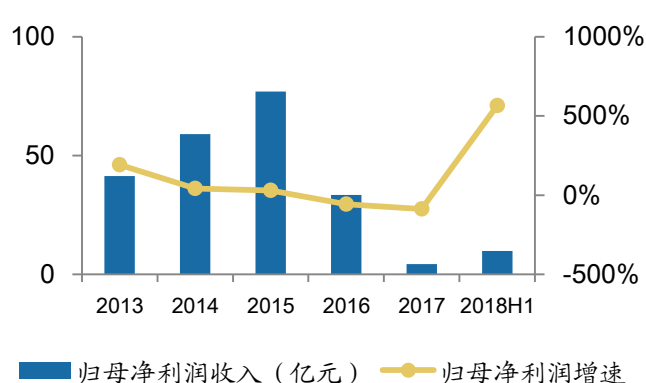
图3：2018Q2公司营收同比增长13.34%



数据来源：公司各期财报，广发证券发展研究中心

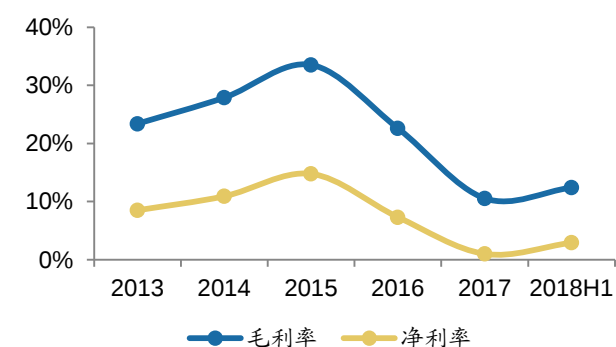
注：2013-2015年同比数据均为重述后数据

图4：2018Q2公司归母净利润同比扭亏为盈



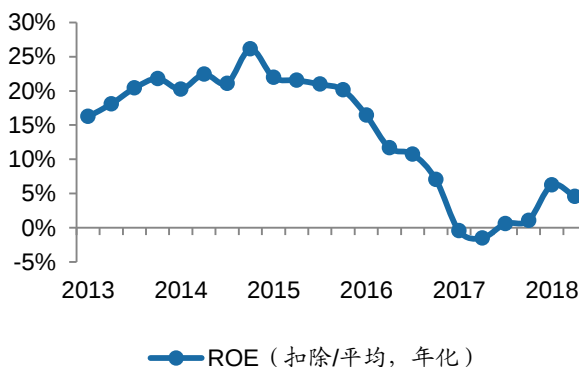
数据来源：公司各期财报，广发证券发展研究中心

图5：2018年Q2毛利率上升3.59个百分点



数据来源：公司各期财报，广发证券发展研究中心

图6：2018Q2年化ROE为4.58%

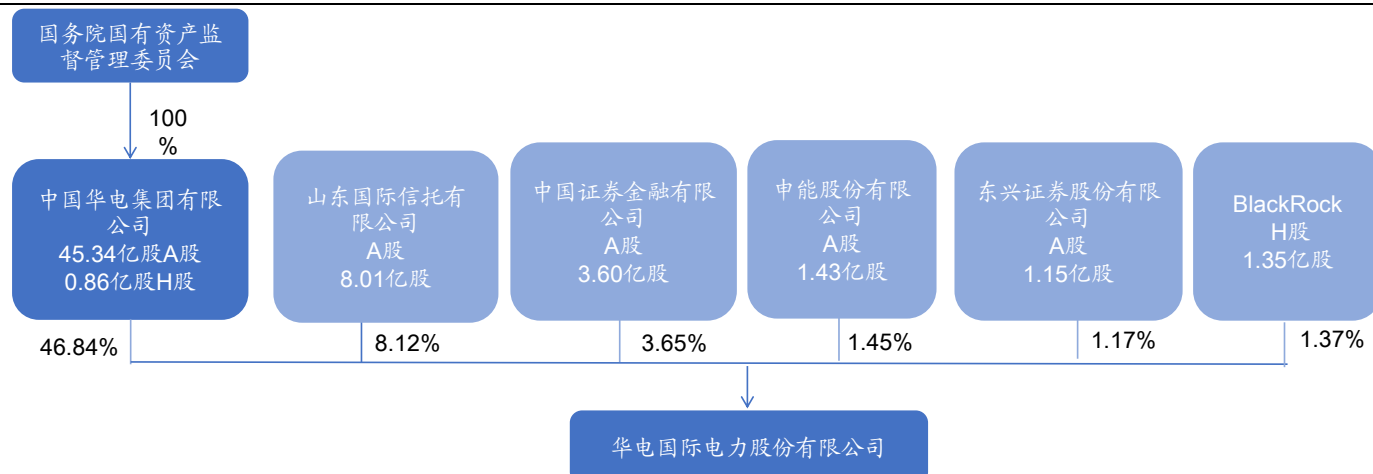


数据来源：公司各期财报，广发证券发展研究中心

华电集团直接间接持有公司46.84%股权

公司发行总股本98.63亿股，其中A股81.46亿股、H股17.17亿股。中国华电国际集团有限公司（“华电集团”）为公司控股股东，直接持有公司A股45.34亿股（占45.97%），通过中国华电香港有限公司（华电集团全资子公司）间接持有公司H股0.86亿股（占0.87%），合计持有公司46.84%股权。公司实际控制人为国务院国有资产管理委员会。

图7：公司股权结构（截至2018年中报持股1%以上主要股东）

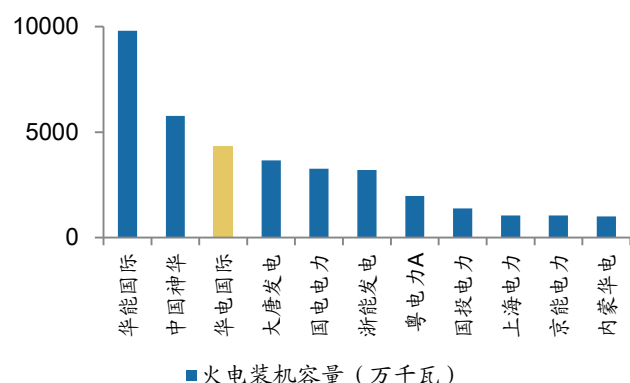


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

核心服务区域用电负荷好、区位优势强，利用小时稳中有升

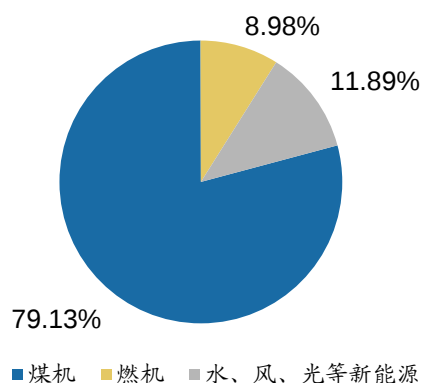
公司作为全国火电龙头，核心发电资产为火力发电资产，4928.5万千瓦的总控股装机容量中，燃煤机组3900万千瓦，占比79.13%；燃气机组442.7万千瓦，占比8.98%。水电、风电、太阳能等可再生能源机组共585.84万千瓦，占比11.89%。公司火电装机容量占全国火电装机的3.9%，居A股上市公司第3。

图8：公司火电装机容量居A股上市公司第3



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：公司约88%装机容量为火电（%）

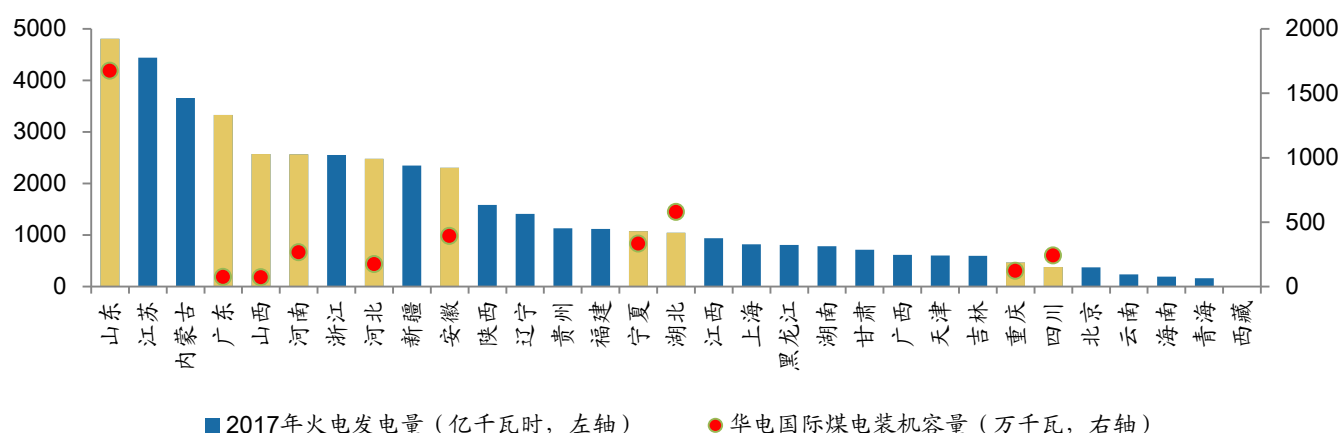


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从分布区域看，山东是公司装机占比最大的核心服务区域。公司煤电板块超过40%装机容量位于山东，装机容量占山东地区装机14.01%。山东作为传统经济强省，2017年GDP全国第3，全省发电量、用电量排名全国前3，良好的下游需求支撑公司在山东区域利用小时。

除山东外，公司主要煤电资产分布在内陆地区，如湖北、安徽、宁夏等区域。湖北为传统水电大省，水、火装机占比持平，公司在湖北火电装机位居全省第2，区域竞争力优势明显。2017年安徽火电发电量位居全国第10，需求负荷较好。山东、湖北、安徽及宁夏4大服务区域装机占公司总装机65%。公司91%的燃气装机分布于经济实力强、用电负荷饱满的浙江省，占浙江全省燃气装机的33%。

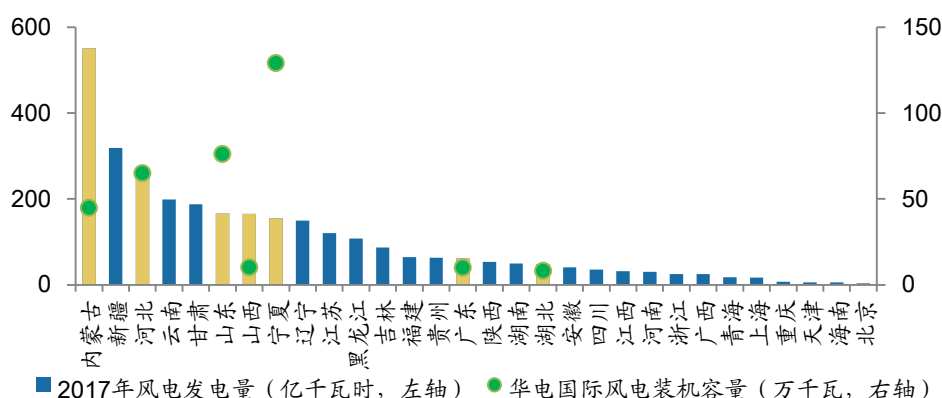
图10: 公司主要火电服务区域分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

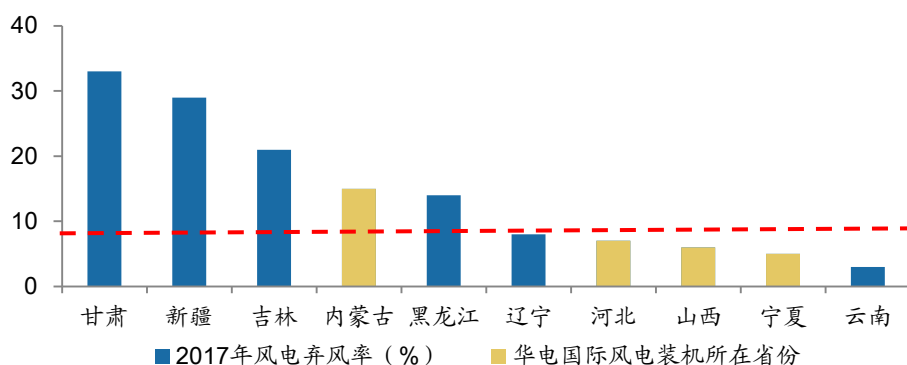
公司可再生能源发电资产, 主要是风电, 装机容量358.89万千瓦, 占公司可再生能源装机61.3%。公司风电机组主要在宁夏、山东、河北等消纳能力较好的风电大省, 2017年弃风率在7%以下; 在弃风率较高的内蒙古, 公司风电占比较低(占公司可再生能源装机13%)。考虑受今年降低弃风率的限制政策影响, 内蒙已解除红色预警, 公司整体风电负荷持续优化。

图11: 公司风电机组主要在宁夏、山东、河北等消纳能力较好的风电大省



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

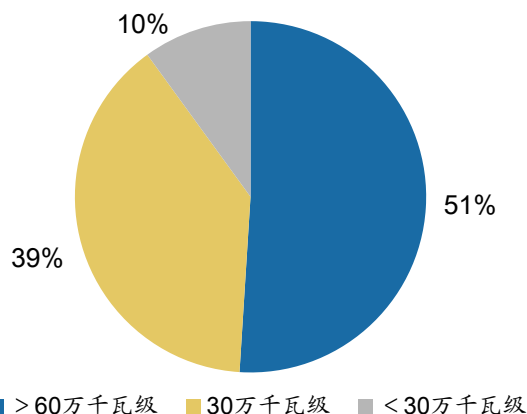
图12: 公司风电机组所在区域消纳较好



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

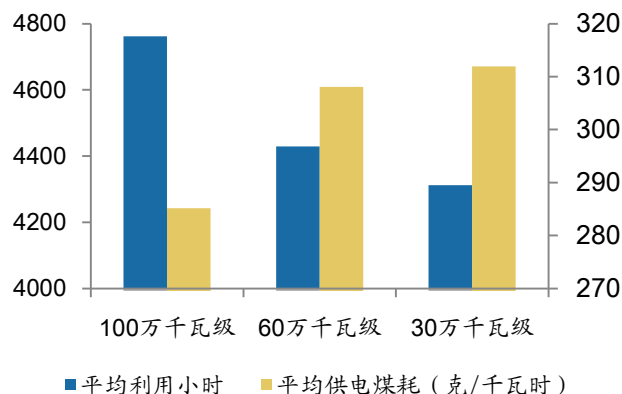
从装机规模看，公司大容量机组占比较高，效率优势明显。公司火电机组中，30万千瓦及以上机组占90%以上，60万千瓦及以上机组约占51%，高于全国平均水平（全国60万千瓦以上机组占44.7%）。由于大容量机组一般承担基荷、腰荷，且能耗和排放较低，通常情况下利用小时更高。

图13：公司60万千瓦级煤电机组占火电机组51%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

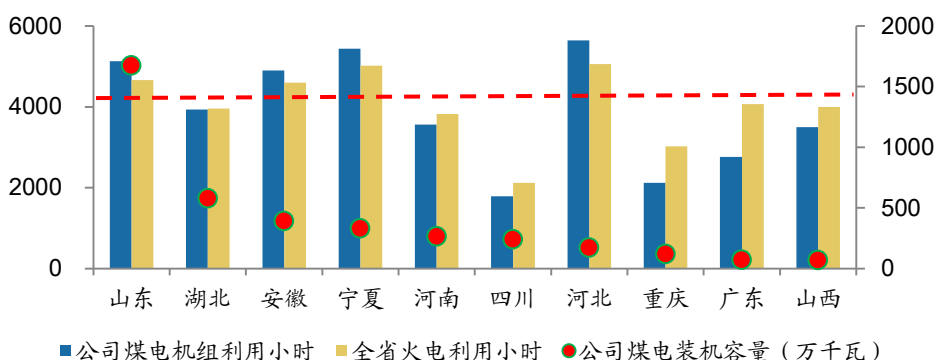
图14：大容量机组平均利用小时更高



数据来源：中电联，广发证券发展研究中心

受益核心服务区域用电负荷较高、大机组占比高，公司利用小时较高。公司主要服务地区山东、湖北、安徽的火电利用小时排名全国前列，且公司在山东、安徽、宁夏等核心地区的利用小时均优于当地平均水平，而四川、重庆火电机组受水电挤压较大整体利用小时较低。

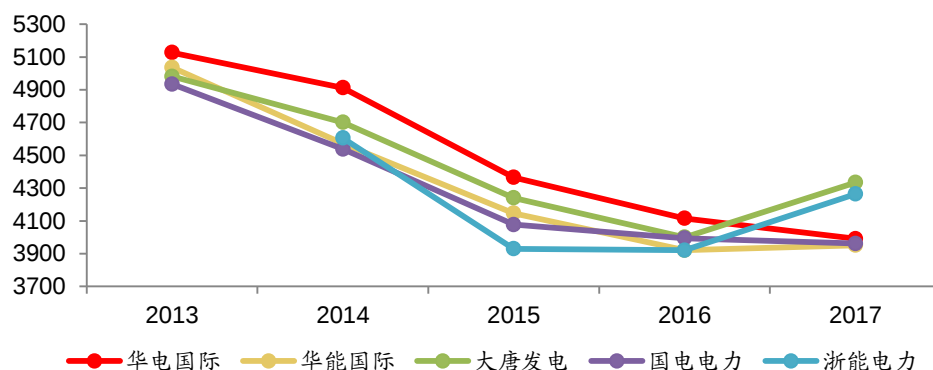
图15：2017年公司各省煤电装机利用小时（小时，万千瓦）



数据来源：中电联，公司公告，广发证券发展研究中心

注：测算时对2017年投产的新机组进行了调整；红色虚线为2017年全国平均利用小时

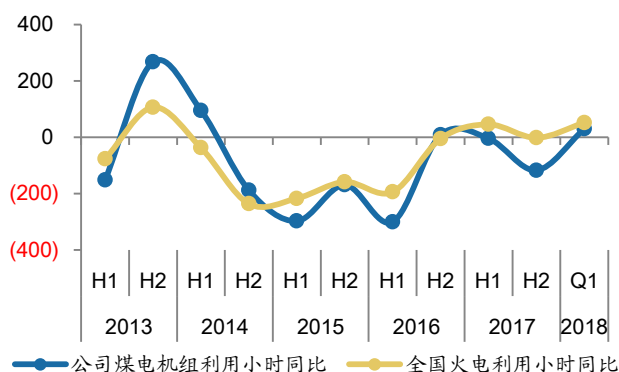
图16: 公司与可比公司全厂利用小时 (小时)



数据来源: 中电联, 广发证券发展研究中心

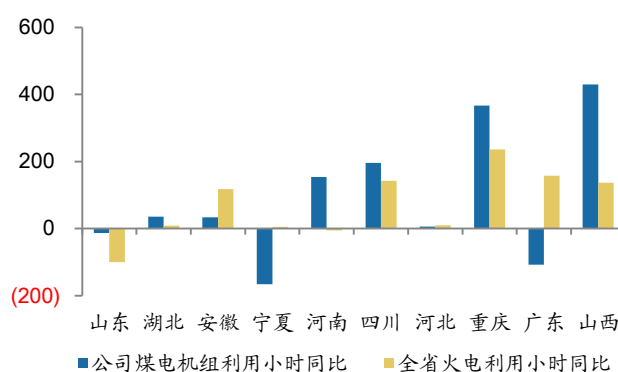
山东受需求增速放缓、新能源装机增速较快挤占火电出力等因素影响, 截至2018年7月, 山东省累计火电发电量同比下滑3.3%, 利用小时承压。由于公司机组所在当地区域需求较好, 山东全省2018Q1利用小时下滑100小时情况下, 公司利用小时小幅下滑13小时, 承受一定压力。

图17: 公司利用小时同比 (小时)



数据来源: Wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图18: 2018Q1公司各区域利用小时同比 (小时)



数据来源: Wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

全国火电累计利用小时从2017年2月开始, 已经连续19个月保持同比增长, 受益今年上半年需求较旺, 公司整体利用小时1季度开始回升。考虑当前新建火电受限、公司新增装机低速增长, 且用电需求保持稳健增长, 我们认为公司局部地区出力承压的情况下, 整体利用小时将或将稳中有升。

表 1: 公司拥有 57 家已投运的控股发电厂, 控股装机规模 4928.5 万千瓦

序号	发电厂/公司名称	省份	装机类型	本公司拥有权益	可控装机容量 (MW)	权益装机容量 (MW)
1	邹县发电厂	山东	火电	100%	2,575	2,575
2	十里泉发电厂	山东	火电	100%	2,120	2,120
3	莱城发电厂	山东	火电	100%	1,200	1,200
4	朔州热电分公司	山东	火电	100%	700	700
5	邹县公司	山东	火电	69%	2,000	1,380
6	莱州公司	山东	火电	75%	2,000	1,500

7	潍坊公司	山东	火电	45%	2,002	901
8	青岛公司	山东	火电	55%	1,220	671
9	淄博公司	山东	火电	100%	950	950
10	章丘公司	山东	火电	87.50%	925	809
11	滕州公司	山东	火电	93.26%	930	867
12	龙口公司	山东	火电	84.31%	880	742
13	灵武公司	宁夏	火电	65%	3,320	2,158
14	四川广安	四川	火电	80%	2,400	1,920
15	新乡公司	河南	火电	90%	1,320	1,188
16	漯河电厂	河南	火电	75%	660	495
17	渠东公司	河南	火电	90%	660	594
18	宿州电厂	安徽	火电	97%	1,260	1,222
19	安徽华电芜湖发电	芜湖	火电	65%	1,320	858
20	六安电厂	安徽	火电	95%	1,320	1,254
21	杭州半山公司	浙江	火电	64%	2,416	1,546
22	杭州下沙热电	浙江	火电	56%	246	138
23	江东热电	浙江	火电	70%	961	672
24	浙江龙游	浙江	火电	100%	406	406
25	石家庄热电公司	河北	火电	82%	475	390
26	石家庄裕华公司	河北	火电	100%	600	600
27	石家庄鹿华公司	河北	火电	90%	660	594
28	坪石发电公司	广东	火电	100%	725	725
29	天津福源热电	天津	火电	100%	400	400
30	湖北公司	湖北	火电	82.56%	5,876	4,852
31	奉节发电厂	重庆	火电	100%	1,200	1,200
32	泸定水电公司	四川	水电	100%	920	920
33	杂谷脑水电公司	四川	水电	64%	591	378
34	理县星河电力	四川	水电	100%	67	67
35	四川凉山水洛河电力开发	四川	水电	57%	370	211
36	河北水电公司	河北	水电	100%	77	77
37	蒙东能源公司	内蒙古	风电	100%	399	399
38	科左中旗风电公司	内蒙古	风电	100%	50	50
39	宁夏新能源公司	宁夏	风电	100%	1,312	1,312
40	沽源风电	河北	风电	100%	291	291
41	康保风电	河北	风电	100%	330	330
42	蔚州风电	河北	风电	100%	99	99
43	莱州风电	山东	风电	55%	41	22
44	莱州风力	山东	风电	100%	48	48
45	莱州风能	山东	风电	55%	100	55
46	昌邑风电公司	山东	风电	100%	98	98
47	龙口风电公司	山东	风电	65%	99	65

48	枣庄新能源公司	山东	风电	100%	60	60
49	龙口东宜风电公司	山东	风电	100%	30	30
50	山东新能源公司	山东	风电	100%	316	316
51	徐闻风电公司	广东	风电	100%	99	99
52	夏县风电	山西	风电	100%	100	100
53	尚德太阳能公司	宁夏	风电	60%	10	6
54	塞北新能源	河北	风电	100%	4	4
55	宁波新能源公司	浙江	风电	100%	10	10
56	湖州新能源公司	浙江	风电	100%	15	15
57	宿州生物质能公司	安徽	生物质能	78%	25	20

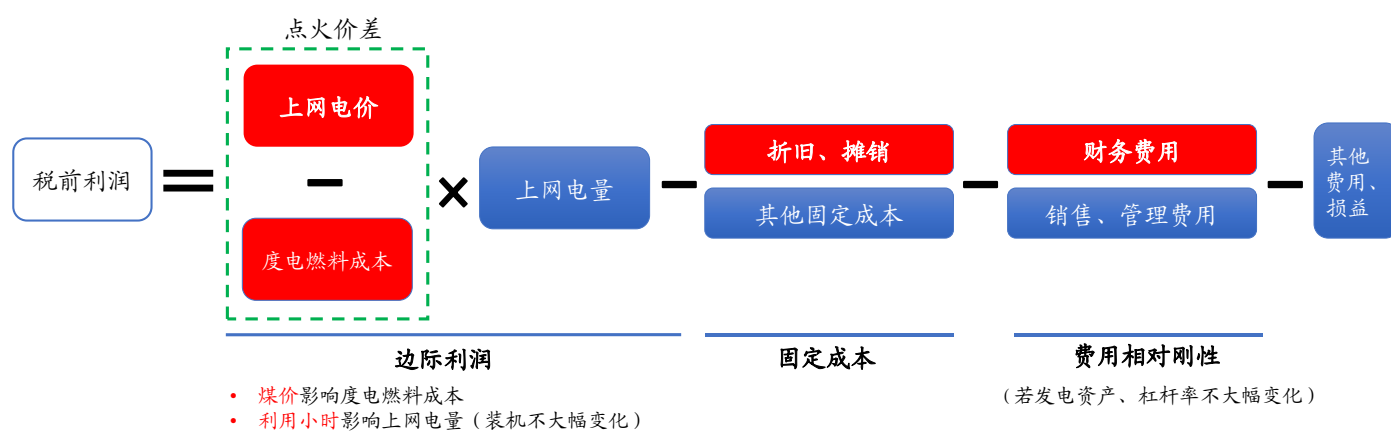
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

电价总体平稳、煤价中枢或逐步下行，带动点火价差回升

影响火电企业盈利能力的核心要素是：电价、煤价、利用小时。点火价差（电价-度电燃料成本）决定火电企业的边际利润。利用小时意味着发电资产的产能利用率。相对燃料成本而言，折旧摊销及其他成本可视为固定成本，且费用相对刚性。

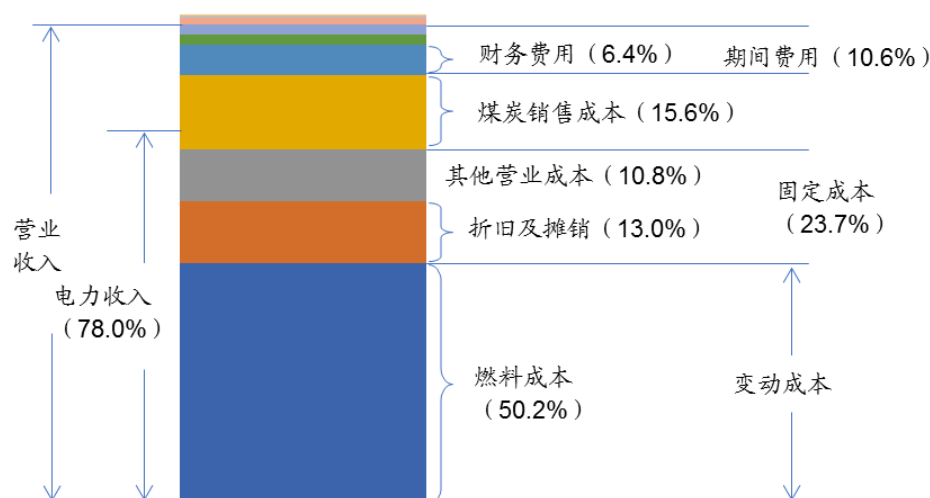
从华电国际2017年收入、成本结构看，燃料成本占营收50%、折旧摊销占13%、财务费用占6.4%，对业绩影响大。

图19：影响火电公司盈利的关键因素



数据来源：广发证券发展研究中心

图20: 公司2017年电力业务收入、成本构成

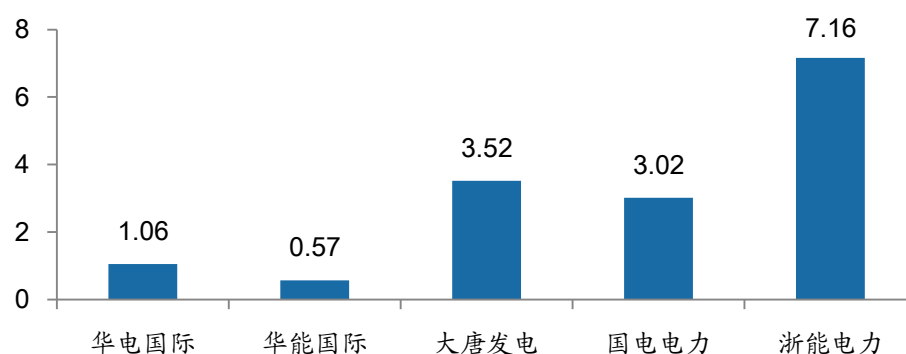


数据来源: 公司2017年年报, 广发证券发展研究中心

2017年火电行业受煤价持续高位运行影响, 业绩触底, “四大电”及浙能电力等ROE均回落至4%以下, 火电行业大面积亏损。受益2017年7月上调火电标杆电价加之利用小时持续回升, 2018年上半年公司年化ROE回升至4.58%。

考虑公司服务区域火电盈利能力仍较弱, 我们认为, 大范围标杆电价下调的空间有限, 公司上网电价有望保持平稳; 未来煤炭优质产能逐步释放, 供给有望温和扩张, 带动煤价中枢逐步下行, 点火价差或持续扩张, 叠加利用小时稳中有升, 盈利能力有望持续修复。

图21: 主要火电公司2017年ROE (扣非/平均, %)



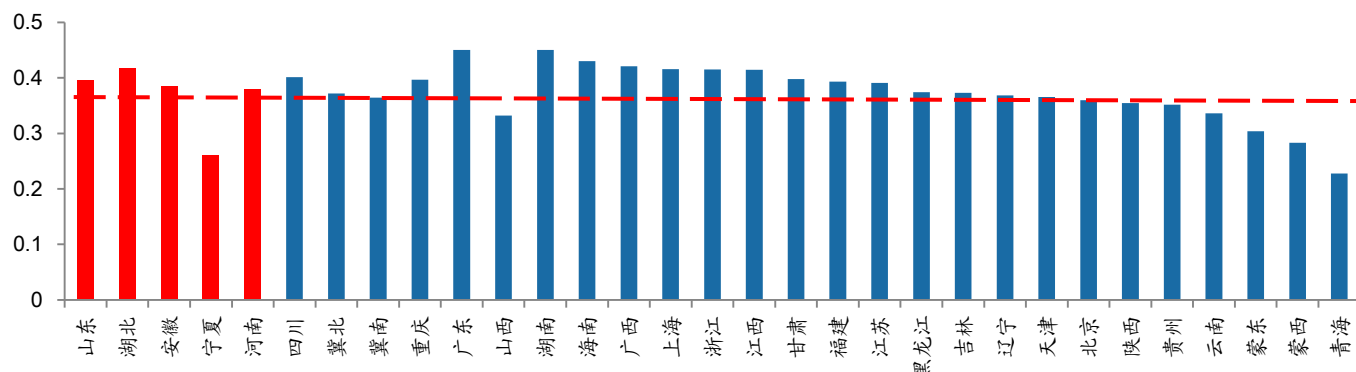
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

市场电折让收窄、标杆电价下调空间有限, 电价总体平稳

公司核心服务区域山东、湖北、安徽等地区燃煤标杆电价处于全国平均水平, 分别为0.395、0.416、0.384元/千瓦时; 宁夏大部地处鄂尔多斯盆地煤产区, 电价及煤炭成本均较低, 标杆电价0.260元/千瓦时。虽然各地政府今年需完成降低一般工商业用电价格10%任务, 但考虑发改委多次促降电价文件中均未提及下调发电企业上网电价。我们认为, 考虑公司服务区域火电盈利能力较弱, 大范围标杆电价下调的空间有限, 公司上网电价有望保持平稳。

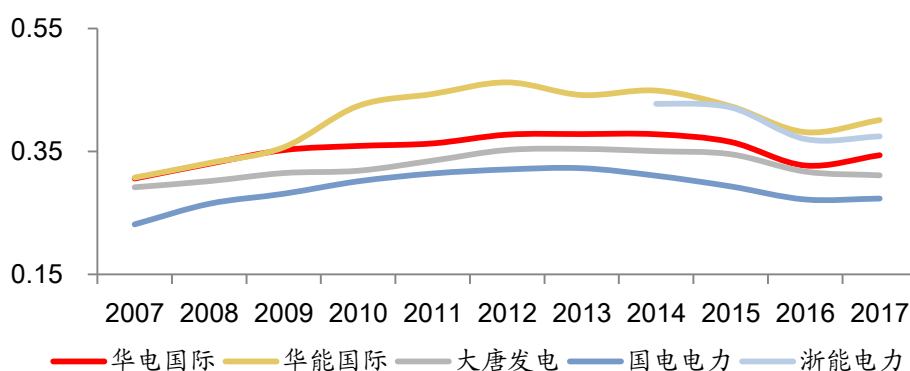
受主要服务区域宁夏、安徽、山东等地的市场化交易率偏高影响，2017年公司市场化交易电量比例约37%，高于全国平均水平（27%）。由于当前煤价仍高位运行且上半年需求较旺，煤电市场化电价折价持续收窄。考虑公司市场电比例较高，折价收窄有助于电价提升。

图22：公司核心服务区域燃煤标杆电价处于全国平均水平



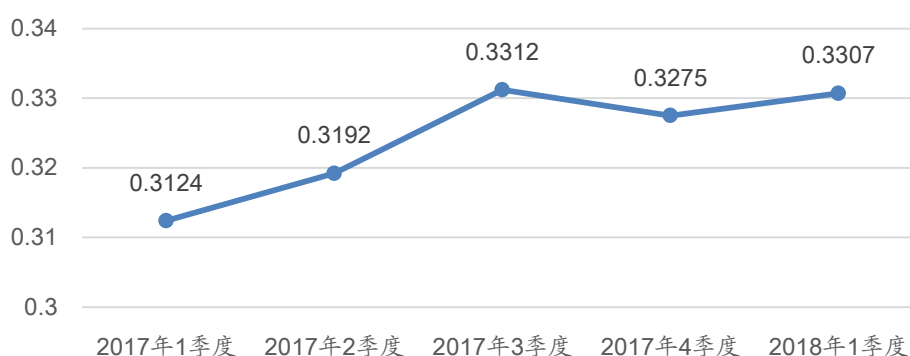
数据来源：各地发改委，广发证券发展研究中心；红线为全国平均燃煤标杆电价，红色柱状为公司核心服务省份标杆电价

图23：公司上网电价处于中游水平（元/千瓦时）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图24：2017-2018Q1全国煤电市场化交易电价走势（元/千瓦时）



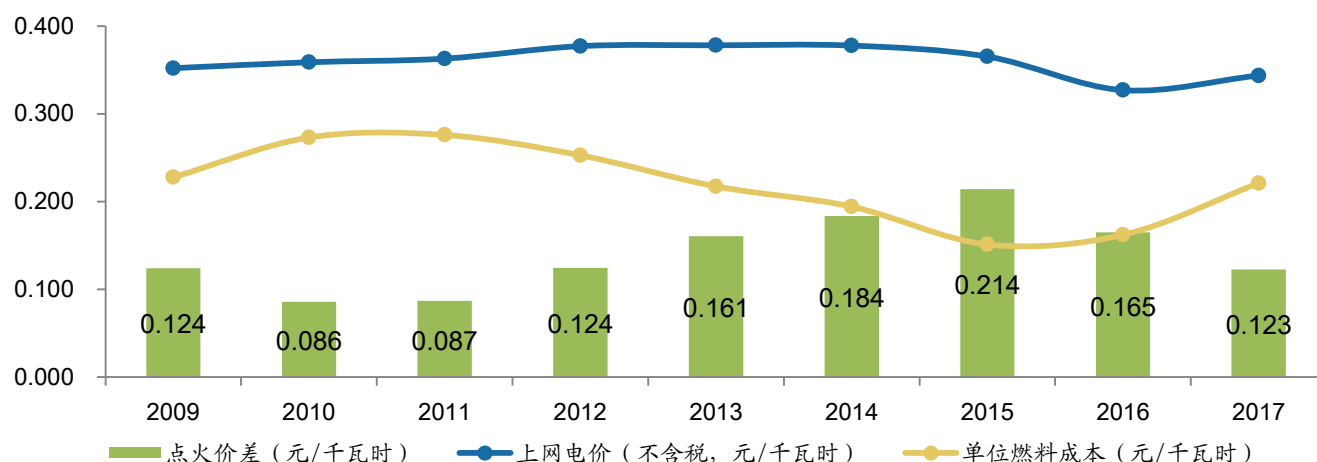
数据来源：中电联，广发证券发展研究中心

需求转弱、供给有望温和扩张，煤价中枢或逐步下行

除宁夏外，公司电厂分布区域内陆居多、沿海电厂较少，离主要能源基地较远、下水煤采购比例较低，导致公司度电燃料成本偏高，且波动性较大。2017年煤价持续高位运行，使公司点火价差大幅收窄至0.123元/千瓦时。

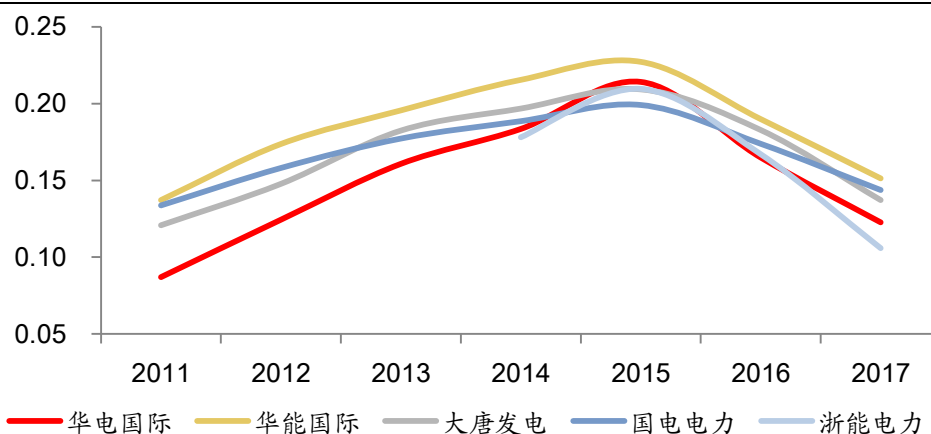
展望今年下半年，短期煤炭供给释放弹性相对较小，而用电需求进入7月快速回落，7月、8月六大电煤炭日耗增速同比7.32%、-4.15%，旺季日耗呈持续下滑趋势。我们认为，上半年去杠杆因素开始逐渐在实体经济层面有所反映，预计下半年用电需求或环比走弱，动力煤价格压力较大。未来考虑优质产能逐步释放，煤炭供给有望温和扩张，带动煤价中枢逐步下行。

图25：华电国际上网电价、单位燃料成本及点火价差情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图26：主要火电公司点火价差（元/千瓦时）

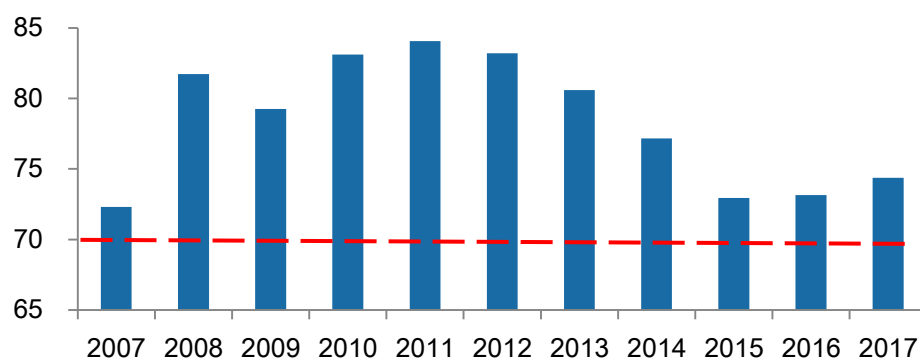


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

财务费用、折旧摊销有望边际改善

根据国资委《中央企业资产负债率分类管控工作方案》去年的标准，国有工业企业资产负债率预警线为65%，重点监管线为70%。公司作为央企“华电集团”的核心子公司，2018Q2资产负债率75.41%，仍高于国资委对资产负债率的监管红线。考虑当前国资委加快央企去杠杆的要求，我们预计公司杠杆率有望下降，带动财务费用改善，提升公司盈利能力。

图27: 公司2007-2017年资产负债率 (%)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

根据我们测算, 公司拥有约673万千瓦的火电机组于1993-2000年投产, 占当前装机容量14%。按照公司折旧政策, 未来相当规模的机组有望或将计提完折旧, 有利于度电利润的提升。

表2: 公司固定资产折旧政策

类别	折旧年限 (年)	残值率 (%)	年折旧率 (%)
房屋及建筑物	20 - 45	3 - 5	2.1 - 4.9
发电机组	5 - 20	3 - 5	4.8 - 19.4
其他	5 - 10	3 - 5	9.5 - 19.4

数据来源: 公司2017年年报, 广发证券发展研究中心

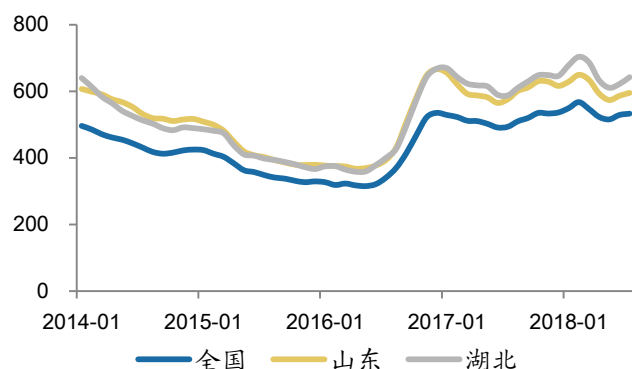
高弹性源于成本端高波动, 行业触底反弹首选品种

公司主要服务区域山东、湖北内陆电厂较多, 离沿海港口及煤炭产区较远因素, 动力煤采购价格高、波动较大, 导致公司度电燃料成本偏高、波动放大效应明显。2017年公司燃料成本占总收入50%, 成本波动对公司点火价差、业绩影响极大, 展现较大弹性。

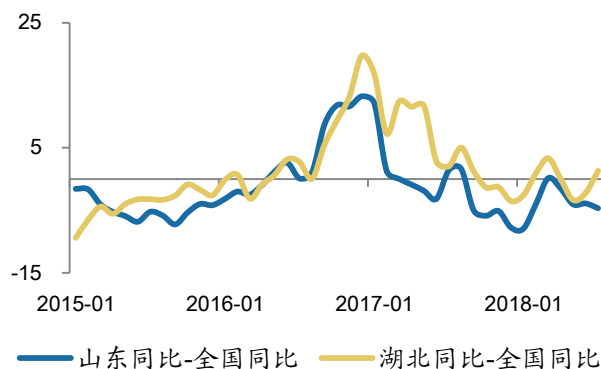
从电煤价格指数看, 山东、湖北电煤价格明显高于全国平均水平。2018年7月山东、湖北电煤价格指数分别高于全国平均水平62、110元/吨。无论在煤价上涨、下跌阶段, 山东、湖北地区煤价同比变动幅度也较全国平均水平高10-15个百分点左右, 导致公司度电燃料成本具有放大煤价波动的趋势。例如, 在2015年至2016年上半年, 动力煤价格持续下跌, 山东、湖北煤价跌幅高于全国5-7个百分点左右; 而在2016年下半年后, 动力煤价格持续上涨, 山东、湖北煤价涨幅高于全国13-20个百分点。

图28: 山东、湖北及全国电煤价格指数 (元/吨)

图29: 山东、湖北煤价同比变动远高全国 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



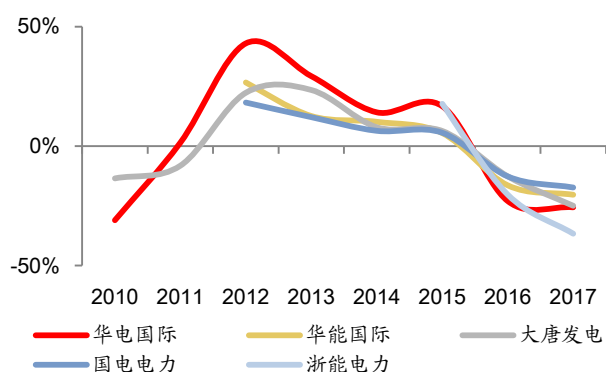
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

横向比较看, 公司点火价差同比变动弹性明显高于其他主要火电企业, 2012年动力煤进入下行周期, 公司当年点火价差同比提升43%, 大幅高于行业平均; 而2016-2017年, 动力煤价格大幅上升, 公司点火价差迅速探底, 跌幅大幅行业平均。

公司ROE (扣非/平均) 相比其他火电企业呈现明显波动性。公司在2014-2015年煤价触底时, ROE维持在20%以上, 显著高于其他企业8-15%的ROE水平; 而在2008年、2011年、2017年, 煤价高企时, 其他火电企业保持微亏、小幅亏损, 公司盈利能力大幅低于同行, ROE分别为-21.95%、-5.4%、1.06%。

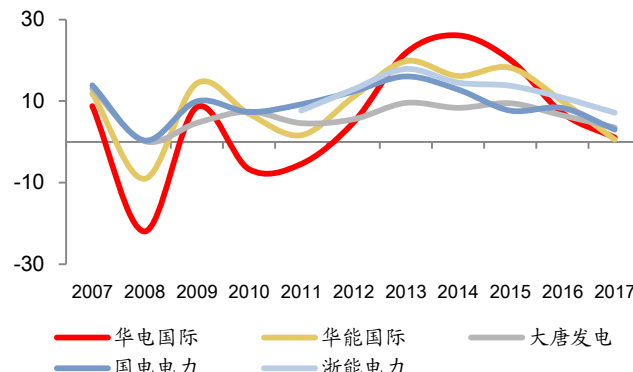
导致业绩高波动的另一个原因是, 占主营收入16%的售煤业务过去5年持续亏损, 资产质量较差, 但其井巷等煤矿资产仍需计提折旧、占用资金和支付人员维护费用, 增加公司度电固定成本, 导致的低基数效应。

图30: 公司点火价差同比变动弹性较大 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 公司扣非ROE展现较高波动性 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们对华电国际、华能国际、大唐发电、国电电力、浙能电力5家主要火电企业进行煤价、利用小时、电价的敏感性测算, 以各公司2017年经营数据及业绩为基准。我们认为当前在电价水平总体平稳, 若煤价下行、利用小时回升, 公司成本端高弹性将使公司业绩具备极高弹性。考虑2017年火电行业亏损面较大, 部分公司所得税率、少数股东权益变化较大, 为避免该因素导致弹性测算失真, 我们使用税前利润测算业绩弹性。

华电国际对煤价敏感性极高, 若公司除税标煤单价下降1%, 将增加税前利润3.96亿元, 业绩提升30.6%, 远高于其他公司。根据我们此前分析, 公司自身燃料采购成本波动性高于行业平均, 意味着若行业平均单位燃料采购成本下降1%, 公司单位燃料采购成本降幅或更高, 将进一步放大公司业绩弹性。

表3: 主要火电企业煤价敏感性测算

公司	除税标煤单 价变动 (元/吨)	除税标煤单价 变动比例 (%)	税前利率影响 (亿元)	2017 年利润总额 (亿元)	业绩弹性 (%)
华电国际	-7.9	-1%	3.96	12.98	30.6%
华能国际	-7.6	-1%	8.41	37.20	22.6%
大唐发电	-6.2	-1%	2.90	33.28	8.7%
国电电力	-5.9	-1%	2.37	37.84	6.3%
浙能电力	-8.6	-1%	2.77	55.31	5.0%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司对利用小时敏感性较高, 若利用小时提升1%, 约提升41小时, 将增加税前利润1.69亿元, 提升业绩13.02%, 弹性略高于华能国际, 显著高于大唐、国电及浙能。受监管严控火电装机政策影响, 公司新增火电机组放缓, 用电需求保持稳健增长, 利用小时将有望持续回升。

表4: 主要火电企业利用小时敏感性测算

公司	利用小时 变动 (小时)	利用小时 变动比例 (%)	税前利率影响 (亿元)	2017 年利润总额 (亿元)	业绩弹性 (%)
华电国际	41	1%	1.69	12.98	13.02%
华能国际	41	1%	4.37	37.20	11.75%
大唐发电	47	1%	2.17	33.28	6.53%
国电电力	45	1%	1.54	37.84	4.07%
浙能电力	43	1%	1.54	55.31	2.79%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司对电价敏感性极高, 若公司含税上网电价提升1%, 约上升0.4分/千瓦时, 将增加税前利润5.66亿元, 提升业绩43.61%, 弹性显著高于其他公司。但电价主要受政策影响, 考虑当前降低终端用电成本要求及火电整体较差盈利性, 我们认为当前电价上调、下调空间均有限。

表5: 主要火电企业电价敏感性测算

公司	含税上网电价 变动 (元/吨)	上网电价 变动比例 (%)	税前利率影响 (亿元)	2017 年利润总额 (亿元)	业绩弹性 (%)
华电国际	0.004	1%	5.66	12.98	43.61%
华能国际	0.004	1%	12.74	37.20	34.24%
大唐发电	0.004	1%	5.03	33.28	15.10%
国电电力	0.003	1%	3.33	37.84	8.80%
浙能电力	0.003	1%	3.06	55.31	5.54%

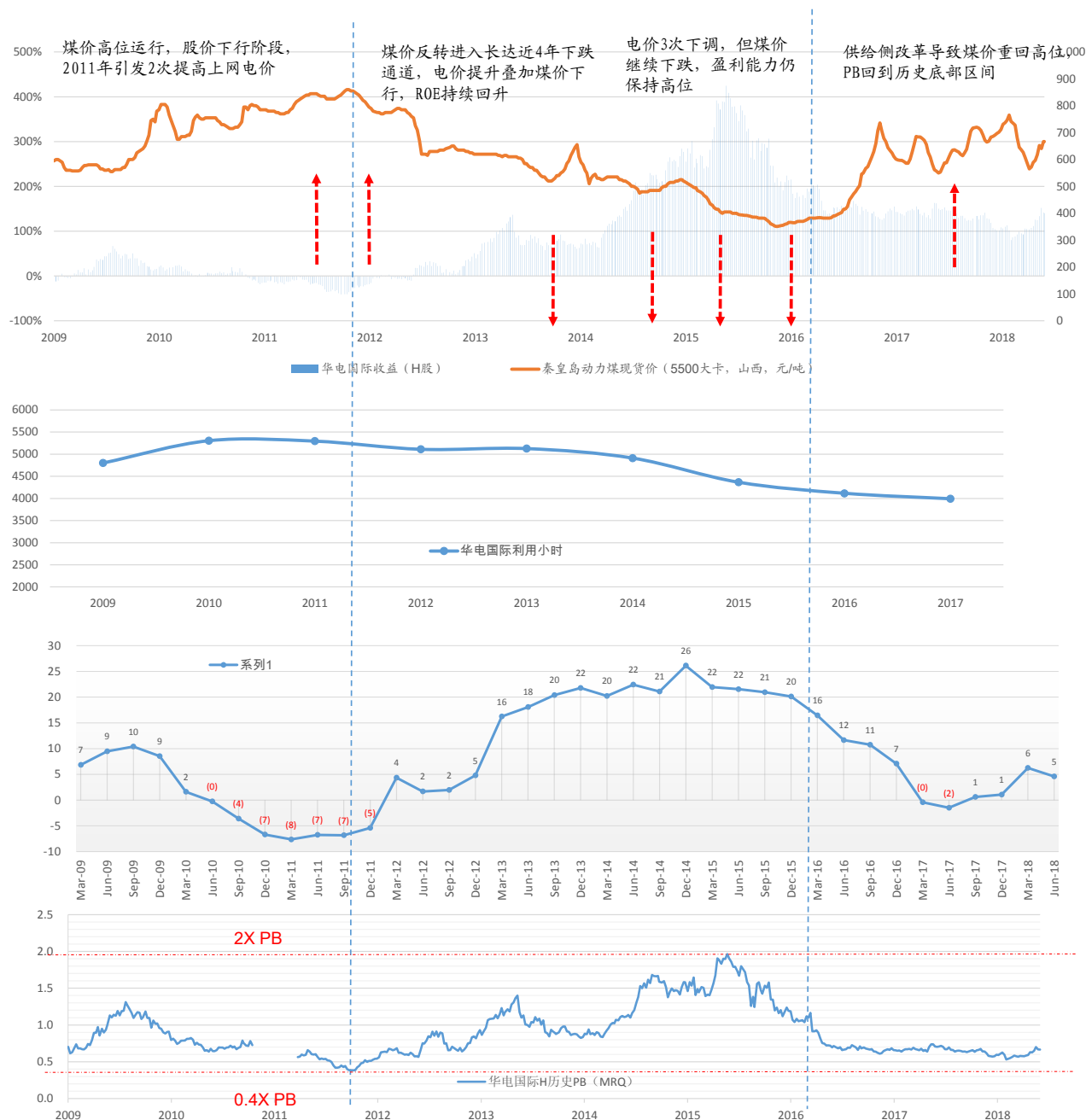
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

分红稳健、估值底部, 攻守兼备

公司近5年分红率维持在40%左右, 分红情况稳定。从估值看, 公司历史最低PB大

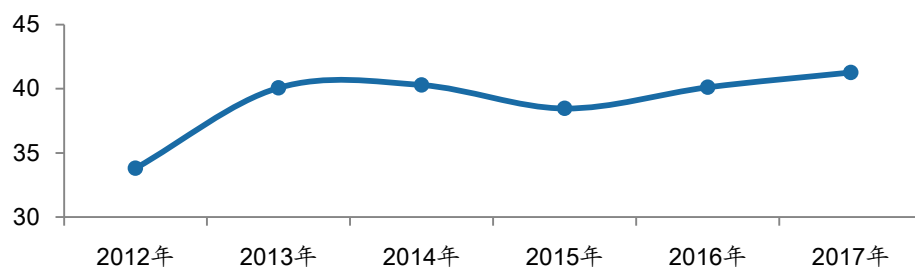
约在0.8X（A股）、0.4X（H股），当前PB估值处于底部区间0.89X（A股）、0.52（H股）。伴随公司盈利能力回升，有望享受估值、股息双升。（以9月12日收盘价计算）

图32：公司当前处理历史估值底部，静待盈利回升



数据来源：Wind，公司公告，广发证券发展研究中心

图33：公司过去5年分红率稳定在40%左右（%）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

高弹性火电龙头，给予“买入”评级

预计公司2018-2020年EPS为0.19、0.34、0.50元，按最新收盘价计算对应PE为19、11、7倍。公司火电资产服务区域负荷高、覆盖区域广，业绩对煤价弹性极高，为火电行业触底反弹首选品种。长期看好煤价中枢逐步下行叠加利用小时回升，公司业绩有望持续回升，给予“买入”评级。

核心假设：

- 电价：考虑全国范围大幅下调电价空间有限，假设全年平均上网电价与2018年二季度水平持平，为407元/兆瓦时，。
- 利用小时：考虑火电装机仍处于严格控制，而用电需求保持稳健增长，利用小时处于持续提升阶段，假设2018-2020年火电利用小时分别增加180、150、100小时。
- 煤价：当前产量、环保、运力等因素，煤炭供给弹性有限，考虑进入7月份后旺季用电需求增速同比、环比均有所回落，动力煤价格承压，我们假设2018年公司单位燃料成本同比略上涨0.7%；长期看考虑煤炭优质产能释放等因素，假设2019-2020年单位燃料成本每年下降2%。

表6：公司电价、煤价、利用小时业绩弹性测算（基于2018年预测业绩）

变动	单位	变动比例	税前利润影响 (亿元)	归母净利润 影响金额 (亿元)	2018E 利润总额 (亿元)	2018E 归母净利润 (亿元)	业绩弹性 (%)
含税上网电价	0.003 (元/千瓦时)	1.0%	5.25	2.80	35.77	19.05	14.7%
除税标煤单价	8 (元/吨)	1.0%	-4.24	-2.26	35.77	19.05	-11.8%
利用小时	43 (小时)	1.0%	1.91	1.02	35.77	19.05	5.3%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心；注：以2018年盈利预测数据和业绩为基准

表7：公司归母净利润对煤价、利用小时的敏感性测算矩阵

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

归母净利润（亿元）		煤价变化（元/吨，%）										
		-40	-32	-24	-16	-8	0	8	16	24	32	40
利用小时 （小时）	利用小时变 动（%）	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
-129	-3%	27.29	25.04	22.78	20.52	18.27	16.01	13.75	11.49	9.24	6.98	4.72
-86	-2%	28.31	26.05	23.79	21.54	19.28	17.02	14.77	12.51	10.25	8.00	5.74
-43	-1%	29.32	27.07	24.81	22.55	20.30	18.04	15.78	13.53	11.27	9.01	6.75
0	0%	30.34	28.08	25.83	23.57	21.31	19.05	16.80	14.54	12.28	10.03	7.77
43	1%	31.36	29.10	26.84	24.58	22.33	20.07	17.81	15.56	13.30	11.04	8.79
86	2%	32.37	30.11	27.86	25.60	23.34	21.09	18.83	16.57	14.31	12.06	9.80
129	3%	33.39	31.13	28.87	26.61	24.36	22.10	19.84	17.59	15.33	13.07	10.82

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心；注：以 2018 年盈利预测数据和业绩为基准

表 8：可比公司估值表

股票代码	股票名称	市值	股价	EPS（元/股）		PE		PB（LF）
		（亿元）	（元/股）	2018E	2019E	2018E	2019E	
600027.SH	华电国际	364.93	3.70	0.19	0.34	19	11	0.86
600011.SH	华能国际	1068.59	7.03	0.26	0.38	27	19	1.41
601991.SH	大唐发电	597.77	3.23	0.18	0.21	18	15	1.32
600795.SH	国电电力	493.22	2.51	0.17	0.22	15	12	0.95
600023.SH	浙能电力	677.31	4.98	0.40	0.50	13	10	1.14

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：市值、股价截至2018年9月10日；华能国际EPS为广发盈利预测，其余为WIND一致预测；PB按最近一期季报净资产计算

风险提示

煤炭价格上涨风险；电力供需形势恶化；电价下调风险；新机组投产不及预期；利用小时下滑风险；资产负债率偏高。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	21061	25052	30776	30318	31160
货币资金	6464	7482	12630	11819	12291
应收及预付	8645	11492	11681	12051	12405
存货	2737	2871	3307	3266	3281
其他流动资产	3214	3206	3158	3182	3182
非流动资产	189051	191227	183347	172507	161027
长期股权投资	9394	10820	10820	10820	10820
固定资产	140053	140172	126534	114181	101827
在建工程	17913	19414	26714	28214	29714
无形资产	14840	14533	14111	13719	13295
其他长期资产	6851	6288	5168	5573	5370
资产总计	210112	216279	214123	202825	192187
流动负债	74154	80317	77693	61871	44724
短期借款	14406	31697	38156	22951	5638
应付及预收	28212	25071	31644	31557	31458
其他流动负债	31537	23550	7893	7363	7628
非流动负债	79500	80519	78434	78524	78479
长期借款	59694	62209	62209	62209	62209
应付债券	11053	10058	10058	10058	10058
其他非流动负债	8752	8252	6166	6257	6212
负债合计	153654	160836	156126	140395	123203
股本	9863	9863	9863	9863	9863
资本公积	13151	13150	13150	13150	13150
留存收益	19481	18569	20475	23839	28850
归属母公司股东权益	42495	41582	43487	46852	51863
少数股东权益	13815	13663	14211	15180	16623
负债和股东权益	210112	216279	214123	202825	192187

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	63346	79007	84249	88180	91472
营业成本	49034	70677	72680	74020	74844
营业税金及附加	991	901	1060	1120	1138
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1716	1677	1789	1872	1942
财务费用	4913	5044	5042	4783	4095
资产减值损失	1088	772	800	800	800
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	324	978	637	647	651
营业利润	5928	914	3515	6231	9304
营业外收入	684	284	464	462	459
营业外支出	220	286	402	377	355
利润总额	6391	1298	3577	6317	9408
所得税	1766	522	1123	1983	2954
净利润	4626	776	2454	4333	6454
少数股东损益	1281	346	549	969	1443
归属母公司净利润	3344	430	1905	3365	5011
EBITDA	21978	15988	21357	23799	26171
EPS (元)	0.34	0.04	0.19	0.34	0.51

现金流量表

单位: 百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	22132	12789	26253	21109	23267
净利润	4626	776	2454	4333	6454
折旧摊销	10373	10236	12637	12631	12623
营运资金变动	1619	-2715	7421	-970	-203
其它	5515	4492	3741	5114	4392
投资活动现金流	-15634	-14087	-5068	-1759	-1088
资本支出	-16740	-13913	-5705	-2405	-1739
投资变动	612	-343	637	647	651
其他	494	168	0	0	0
筹资活动现金流	-9378	2356	-16038	-20161	-21706
银行借款	62060	75598	6459	-15205	-17313
股权融资	605	509	0	0	0
其他	-10843	-8090	-5599	-5046	-4347
现金净增加额	-2879	1058	5148	-811	472
期初现金余额	9585	6464	7482	12630	11819
期末现金余额	6705	7522	12630	11819	12291

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	-10.8	24.7	6.6	4.7	3.7
营业利润增长	-57.2	-84.6	284.3	77.3	49.3
归属母公司净利润增长	-56.5	-87.1	342.8	76.6	48.9
获利能力(%)					
毛利率	22.6	10.5	13.7	16.1	18.2
净利率	7.3	1.0	2.9	4.9	7.1
ROE	7.9	1.0	4.4	7.2	9.7
ROIC	6.1	2.2	4.1	5.7	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	73.1	74.4	72.9	69.2	64.1
净负债比率	1.6	2.0	1.7	1.3	1.0
流动比率	0.28	0.31	0.40	0.49	0.70
速动比率	0.24	0.27	0.35	0.43	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.37	0.39	0.42	0.46
应收账款周转率	9.06	10.37	9.70	9.80	9.85
存货周转率	20.47	25.20	21.98	22.67	22.81
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.04	0.19	0.34	0.51
每股经营现金流	2.24	1.30	2.66	2.14	2.36
每股净资产	4.31	4.22	4.41	4.75	5.26
估值比率					
P/E	14.6	85.0	19.0	10.8	7.2
P/B	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.3	9.4	6.3	5.0	3.9

广发公用事业行业研究小组

- 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: 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。
- 蒋昕昊: 斯坦福大学环境流体力学硕士, 3 年国家开发银行工作经历, 2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁: 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。

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。
- 谨慎增持: 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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,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股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或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。

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,并不代表广发证券或其附属机构的立场。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,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。