中信证券 CITIC SECURITIES

业绩持续回升符合预期，股息率开始有吸引力

华电国际（600027）2020 年业绩快报点评丨2021.3.8

中信证券研究部

李想
首席公用分析师
S1010515080002

核心观点

公司全年业绩增长 23.4%至 42.04 亿元，基本符合预期，燃料成本以及融资成本下降是业绩增长主因；公司市场化电量已接近 60%，高占比意味相关影响已经接近尾声；电量修复及成本下行有望继续带动供公司盈利修复，灵武资产出售为业绩再添保障。维持 A/H 股 5.60 元/3.85 港元目标价，维持 A&H“买入”评级。

- **全年净利 42.04 亿元，基本符合预期。**2020 年公司实现营业收入 907.44 亿元（未经审计，下同），同比减少 3.11%；实现归母净利润 42.04 亿元，同比增长 23.4%；折算基本每股收益 0.33 元，同比增长 13.79%，公司全年业绩基本符合预期。分季度看，Q4 公司实现归母净利润 5.72 亿元，同比下滑 36%。

- **成本下行提振明显，2020 年 ROE 持续修复。**核心售电省份的湖北受疫情冲击严重&山东受外送电冲击，使得公司全年实现上网电量 1,945.54 亿千瓦时（-3.42%），表现低于全社会用电增速（+3.1%）；受市场化比例增加影响，公司全年平均含税上网电价为 404.4 元/兆瓦时（-2.43%）。由于电价相对较低的煤电电量占比下降，使得公司全年营收仅下降 3.11%。2020 年秦港 5,500 大卡动力煤均价为 568 元/吨（-3.4%），推动公司营业利润率改善 1.6 个百分点至 7.5%，盈利修复驱动公司全年 ROE 小幅改善 0.6 个百分点至 7.1%。

- **市场化交易冲击已基本消化完毕，预期改善且股息率正变得有吸引力。**火电行业 2020 年全电量进行市场化交易，推动公司 2020 年市场化交易电量比例提升至 59.63%（1,160 亿千瓦时），公司市场化交易电量规模未来将基本稳定，且电价风险已经基本释放完毕，有助于稳定市场对于公司的业绩预期和提升公司估值。随着盈利持续修复，公司股息率开始变得吸引力，当前 A/H 股价对应的 2020 年股息率约为 5%/9%（假设派息比例为 50%），在当前市场环境下具有较强吸引力。

- **盈利前景仍然向好，资产出售再添业绩保障。**展望 2021，经济修复带动电量需求前景向好，且近期现货煤价已回落至发改委“绿色区间”，我们预计全年煤价或前高后低，公司盈利前景仍值得期待。此外，在本轮西北五省煤电资产整合中，公司向集团出售宁夏灵武等资产有望实现出售收益约 9 亿元，为公司业绩增长再添保障。

- **风险因素：**煤炭价格大幅上涨；标杆上网电价下调；市场化电量的折价幅度扩大

- **投资建议：**考虑 2020 年全年业绩基本符合预期，我们维持公司 2021~2022 年 EPS0.56/0.61 元预测，A 股现价对应 2020~2022 年 PE 分别为 8/6/5 倍，港股现价对应 PE 分别为 4/3/3 倍，维持公司 A/H 股 5.60 元/3.85 港元目标价，维持 A&H“买入”评级。

华电国际	600027
评级	买入（维持）
当前价	3.30 元
目标价	5.60 元
总股本	9,863 百万股
流通股本	8,146 百万股
52 周最高/最低价	4.35/3.05 元
近 1 月绝对涨幅	3.45%
近 6 月绝对涨幅	-11.44%
近 12 月绝对涨幅	4.96%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	88,365	93,654	91,213	94,709	96,065
营业收入增长率	11.8	6.0	-2.6	3.8	1.4
净利润(百万元)	1,695	3,407	4,185	5,536	5,974
净利润增长率	66.7	101.0	22.8	32.3	7.9
每股收益 EPS(基本)(元)	0.16	0.29	0.42	0.56	0.61
净资产收益率 ROE%	3.3	5.5	6.5	8.2	8.5
PE	21	11	8	6	5
PB	0.76	0.72	0.68	0.64	0.60

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2021 年 3 月 5 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,365	93,654	91,213	94,709	96,065
营业成本	77,450	80,482	77,484	78,466	79,194
毛利率	12.35%	14.06%	15.05%	17.15%	17.56%
营业税金及附加	1,112	1,119	1,003	1,042	1,057
销售费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	1,872	1,719	1,824	1,894	1,921
管理费用率	2.12%	1.84%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用	5,322	5,189	4,725	4,526	4,369
财务费用率	6.02%	5.54%	5.18%	4.78%	4.55%
投资收益	911	781	991	1,006	1,021
营业利润	3,569	5,493	6,968	9,586	10,345
营业利润率	4.04%	5.87%	7.64%	10.12%	10.77%
营业外收入	116	264	0	0	0
营业外支出	529	221	0	0	0
利润总额	3,156	5,537	6,968	9,586	10,345
所得税	884	1,098	1,533	2,397	2,586
所得税率	28.02%	19.83%	22.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	576	1,032	1,250	1,654	1,784
归属于母公司股东的净利润	1,695	3,407	4,185	5,536	5,974
净利率	1.92%	3.64%	4.59%	5.85%	6.22%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,678	6,588	7,297	10,422	20,903
存货	3,441	3,223	3,273	3,228	3,301
应收账款	9,538	10,616	10,092	10,608	10,694
其他流动资产	6,002	6,173	5,913	6,079	6,044
流动资产	25,659	26,600	26,575	30,337	40,942
固定资产	142,976	153,872	152,720	150,755	147,531
长期股权投资	11,084	11,760	11,760	11,760	11,760
无形资产	13,839	13,271	13,368	13,278	13,122
其他长期资产	31,468	24,374	29,461	29,102	27,647
非流动资产	199,366	203,276	207,309	204,894	200,060
资产总计	225,026	229,876	233,884	235,231	241,002
短期借款	26,587	24,067	23,510	20,000	20,000
应付账款	18,596	16,882	17,819	17,787	18,404
其他流动负债	30,351	26,375	26,266	26,338	26,325
流动负债	75,534	67,324	67,595	64,125	64,729
长期借款	74,160	75,109	75,109	75,109	75,109
其他长期负债	8,732	8,388	8,388	8,388	8,388
非流动性负债	82,892	83,497	83,497	83,497	83,497
负债合计	158,426	150,821	151,092	147,622	148,226
股本	9,863	9,863	9,863	9,863	9,863
资本公积	13,160	13,327	13,327	13,327	13,327
归属于母公司所有者权益合计	52,031	61,510	63,998	67,161	70,543
少数股东权益	14,569	17,545	18,795	20,448	22,233
股东权益合计	66,600	79,055	82,793	87,609	92,776
负债股东权益总计	225,026	229,876	233,884	235,231	241,002

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,156	5,537	6,968	9,586	10,345
所得税支出	-884	-1,098	-1,533	-2,397	-2,586
折旧和摊销	10,052	11,698	11,767	12,215	12,634
营运资金的变化	800	70	1,561	-596	479
其他经营现金流	4,682	5,171	3,934	3,721	3,548
经营现金流合计	17,806	21,377	22,697	22,529	24,420
资本支出	-17,245	-15,089	-16,000	-10,000	-8,000
投资收益	397	309	991	1,006	1,021
其他投资现金流	383	-6	0	0	0
投资现金流合计	-16,465	-14,786	-15,009	-8,994	-6,979
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-4,902	-8,125	0	0	0
股息支出	-651	-1,440	-1,697	-2,373	-2,592
其他融资现金流	3,434	2,739	-5,281	-8,037	-4,369
融资现金流合计	-2,119	-6,827	-6,978	-10,410	-6,961
现金及现金等价物净增加额	-778	-236	709	3,125	10,480

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	11.8	6.0	-2.6	3.8	1.4
营业利润增长率	174.7	53.9	26.8	37.6	7.9
净利润增长率	66.7	101.0	22.8	32.3	7.9
毛利率	12.4	14.1	15.1	17.2	17.6
EBITDA Margin	20.4	23.5	24.9	26.9	27.6
净利率	1.9	3.6	4.6	5.8	6.2
净资产收益率	3.3	5.5	6.5	8.2	8.5
总资产收益率	0.8	1.5	1.8	2.4	2.5
资产负债率	70.4	65.6	64.6	62.8	61.5
所得税率	28.0	19.8	22.0	25.0	25.0
股利支付率	38.4	42.3	50.0	50.0	50.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。