

华电国际（600027）

2022 年报点评：容量电价+煤价下行，火电迎戴维斯双击

买入（维持）

2023 年 03 月 30 日

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	107,059	127,943	138,780	150,392
同比	2%	20%	8%	8%
归属母公司净利润（百万元）	100	3,577	3,982	4,042
同比	102%	3483%	11%	2%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.01	0.36	0.40	0.41
P/E（现价&最新股本摊薄）	564.64	15.76	14.15	13.94

关键词：#业绩符合预期

事件：（1）公司公布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 1070.59 亿元，同比增长 2.3%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比增长 102.0%；实现扣非后归母净利润-5.76 亿元，同比增长 93.11%。（2）公司公布 2022 年发电量、上网电价及机组投产产能情况，2022 年公司累计完成发电量 2209.32 亿千瓦时，同比增长 0.54%；实现上网电量 2070.45 亿千瓦时，同比增长 0.32%；2022 年集团平均上网电价为 519 元/兆瓦时，同比上涨 20.69%。

■ **公司是中国装机容量最大的上市发电公司之一，也是 A 股火电占比最高的公司之一。**截至 2022 年底，公司控股装机容量 54.75GW，其中燃煤控股装机 43.70GW（占比 79.8%），燃气发电 8.59GW，水电装机 2.46GW（燃气+水电占比 20.2%）。公司火电装机中 90%以上为 300MW 及以上大功率机组，其中 600MW 及以上装机比例达 50%，所有 300MW 及以下机组都经过了供热改造，供热能力明显提升，为参与市场竞争奠定了自己出。分区域看，2022 年公司山东地区业务毛利率显著上升，较 2022 年提升 23.97pct，山东地区收入占比 33.13%。

■ **新型电力系统下火电功能转型，估值有望重塑：**市场须重新认识新型电力系统下火电的支撑性电源地位，新型的电力系统应当是“火-储-风光”一体化的多能互补的电力系统，多能互补体现在当风光无法出力的时候，火+储应当补上，使得电力系统维持电源供应的动态平衡，而火电因其低成本、不受天气影响的稳定特质在新型电力系统中也正在发挥着越来越重要的作用，估值也应当得到重塑。

■ **容量电价+市场化电价变革火电盈利新模式：**2022 年以来山东、贵州等地陆续推出火电容量电价试点，为火电参与深度调峰调频提供了盈利性来源。目前我国电力市场化改革中对提供灵活性调节性服务电源的激励机制尚不完善，而传统管理机制下煤电机组缺乏动力主动提供调峰调频服务。由于煤电灵活性改造在技术层面不存在障碍，因而主要是机制未理顺的原因。

■ **盈利预测与投资评级：**基于我们对煤炭价格的判断，调整公司 2023-2024 年归母净利润预测从 38.73 亿元、42.87 亿元至 35.77 亿元、39.82 亿元，预计 2025 年归母净利润为 40.42 亿元，对应 PE 为 16 倍、14 倍、14 倍。在绿电逐渐进入市场化交易中，火电价格中枢上行，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险，煤炭价格波动风险；宏观经济风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.71
一年最低/最高价	3.27/7.15
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	46,551.49
总市值(百万元)	56,356.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.64
资产负债率(%，LF)	68.45
总股本(百万股)	9,869.86
流通 A 股(百万股)	8,152.62

相关研究

《华电国际(600027)：2022 年报业绩预告：符合预期，重视火电容量电价视角下的资产重估》

2023-01-31

《华电国际(600027)：新型电力系统下火电支撑性电源价值重估，容量电价变革火电电价机制》

2022-11-17

华电国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29,230	33,895	33,264	35,300	营业总收入	107,059	127,943	138,780	150,392
货币资金及交易性金融资产	6,282	7,818	5,074	4,869	营业成本(含金融类)	106,599	119,693	128,255	140,184
经营性应收款项	16,446	17,664	19,733	21,197	税金及附加	880	1,331	1,457	1,574
存货	3,937	5,144	5,254	5,837	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,639	2,285	2,492	2,696
其他流动资产	2,565	3,269	3,203	3,397	研发费用	0	3	3	3
非流动资产	194,032	196,353	204,515	210,398	财务费用	4,047	4,231	4,223	4,237
长期股权投资	41,033	48,182	51,726	55,830	加:其他收益	934	1,049	1,119	1,219
固定资产及使用权资产	126,386	127,038	130,868	132,772	投资净收益	4,805	7,076	7,350	8,083
在建工程	14,843	11,790	9,653	8,157	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	7,272	4,913	7,938	9,399	减值损失	-1,060	-2,687	-4,298	-4,402
商誉	374	304	204	114	资产处置收益	82	250	259	285
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	-1,336	6,088	6,781	6,883
其他非流动资产	4,124	4,126	4,126	4,126	营业外净收支	186	0	0	0
资产总计	223,262	230,248	237,779	245,697	利润总额	-1,150	6,088	6,781	6,883
流动负债	63,092	65,180	67,254	69,633	减:所得税	-512	1,191	1,323	1,344
短期借款及一年内到期的非流动负债	40,309	40,309	40,309	40,309	净利润	-638	4,897	5,458	5,539
经营性应付款项	16,614	17,753	19,345	21,027	减:少数股东损益	-738	1,321	1,476	1,496
合同负债	2,029	2,192	2,380	2,590	归属母公司净利润	100	3,577	3,982	4,042
其他流动负债	4,141	4,926	5,220	5,708	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.01	0.36	0.40	0.41
非流动负债	89,721	89,721	89,721	89,721	EBIT	-2,060	4,631	6,574	5,935
长期借款	59,740	59,740	59,740	59,740	EBITDA	7,718	4,857	7,900	6,814
应付债券	25,034	25,034	25,034	25,034	毛利率(%)	0.43	6.45	7.58	6.79
租赁负债	61	61	61	61	归母净利率(%)	0.09	2.80	2.87	2.69
其他非流动负债	4,886	4,886	4,886	4,886	收入增长率(%)	2.34	19.51	8.47	8.37
负债合计	152,813	154,902	156,975	159,355	归母净利润增长率(%)	102.00	3,483.39	11.33	1.51
归属母公司股东权益	59,514	63,091	67,072	71,115					
少数股东权益	10,935	12,256	13,732	15,228					
所有者权益合计	70,449	75,346	80,804	86,343					
负债和股东权益	223,262	230,248	237,779	245,697					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9,654	3,705	7,695	6,854	每股净资产(元)	3.64	4.01	4.41	4.82
投资活动现金流	-8,509	2,092	-6,176	-2,797	最新发行在外股份(百万股)	9,870	9,870	9,870	9,870
筹资活动现金流	-1,183	-4,262	-4,262	-4,262	ROIC(%)	-0.59	1.88	2.60	2.29
现金净增加额	-37	1,535	-2,743	-206	ROE-摊薄(%)	0.17	5.67	5.94	5.68
折旧和摊销	9,778	226	1,326	880	资产负债率(%)	68.45	67.28	66.02	64.86
资本开支	-10,347	5,914	-5,037	-1,588	P/E(现价&最新股本摊薄)	564.64	15.76	14.15	13.94
营运资本变动	1,006	-1,122	-399	-155	P/B(现价)	1.57	1.43	1.29	1.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

