

审慎增持 (首次)

华电国际

600027

火电盈利加速修复，华电新能上市或将增厚公司投资收益

2022年07月12日

市场数据

市场数据日期	2022-7-11
收盘价(元)	4.89
总股本(百万股)	9,870
流通股本(百万股)	8,146
总市值(百万元)	48,264
流通市值(百万元)	39,833
净资产(百万元)	62,362
总资产(百万元)	213,892
每股净资产(元)	4.02

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

caiyi@xyzq.com.cn

S0190518030002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	104422	116769	125315	134780
同比增长	12.3%	11.8%	7.3%	7.6%
归母净利润(百万元)	-4965	3996	4982	5681
同比增长	-211.8%	180.5%	24.7%	14.0%
毛利率	-6.2%	8.7%	9.9%	11.0%
净利率	-6.2%	3.4%	4.0%	4.2%
净资产收益率	-8.0%	6.1%	7.2%	7.9%
每股收益(元)	-0.50	0.40	0.50	0.58
每股经营现金流(元)	-0.64	2.38	1.89	2.60

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公司概况:** 华电国际为国内“五大电力集团”之一的华电集团旗下综合性能源公司，电源装机以燃煤、燃机等火电机组为主，截至2021年底，公司控股装机容量为53.36GW，其中燃煤、燃机装机分别为42.36、8.59GW，同时已完成新能源资产的剥离，持股华电新能31.03%，集团内部新能源开发任务将主要由华电新能完成，公司重点承担传统能源开发运营任务。
- **火电: 政策端持续发力降低燃煤成本，盈利水平或加速修复。** 继《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》正式落地执行后，发改委已陆续执行多项措施保障电煤长协价格执行比例，如相继组织煤炭价格调控监管政策拉网排查价格执行情况、加速推进2022年电煤中长期合同换补签工作等。伴随供给侧国内动力煤产能释放与运输压力缓解，需求侧水电来水较强降低火电尖峰出力压力，现货价格或将逐步出现回落，叠加长协煤覆盖比例提升，火电行业点火价差或将持续提升。
- **投资收益: 华电新能拟挂牌上市，募投项目加速体量增长，华电国际投资收益或将进一步增厚。** 华电新能IPO预计募集资金300亿元，重点投向15.17GW的绿电项目，在公司2022Q1的装机体量上提升55.7%。本次增发幅度预计为15%-30%。保守假设考虑增发30%，华电国际对于华电新能的持股比例将被稀释至23.9%，但投资收益总量有望收获更大提升。
- **投资建议:** 综上，结合火电盈利逐步修复与华电新能上市带来的潜在投资收益增厚，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为39.96/49.82/56.81亿元，增幅分别为+180.5%/+24.7%/+14.0%，对应7月11日收盘价的PE估值为12.1x/9.7x/8.5x，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 动力煤价格大幅上行、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

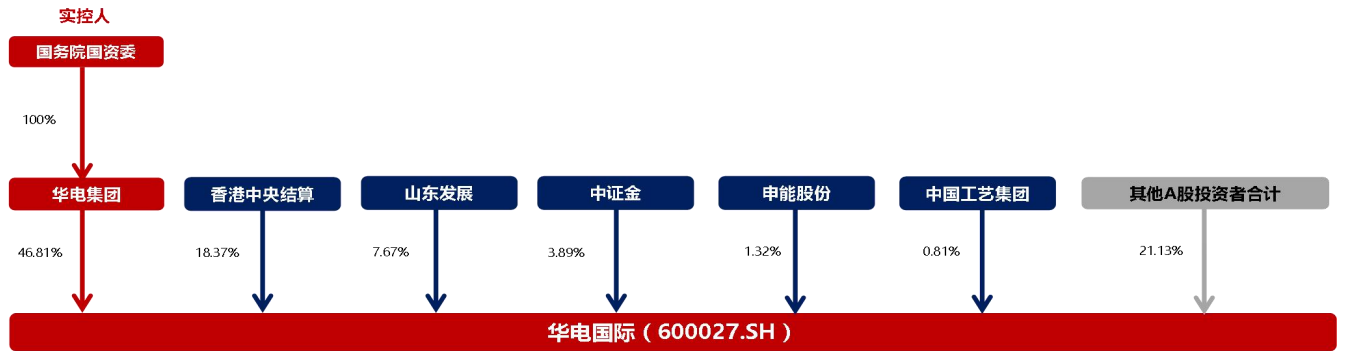
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

公司概况：华电集团旗下传统能源平台，持股华电新能 31.03%

华电国际（600027.SH）为国内“五大电力集团”之一的华电集团旗下综合性能源公司，实控人为国务院国资委，公司发电资产遍布全国十二个省、市、自治区，而且主干资产则位于国内电力、热力负荷中心或煤炭资源丰富等区域。因此其资产所处区位的产业链布局相对完善，从上游煤炭及其物流、贸易产业，到下游电力销售与服务，保障了公司的运营效率。此外，公司于 2021 年内完成了表内新能源资产剥离，叠加现金出资，合计置换为华电新能源 31.03% 的股权。华电国际自此完成发展方向的切换，集团内部新能源开发的主要任务交由华电新能源完成，公司重点承担传统能源开发运营任务。

图 1、华电国际股权结构分析：截至 2022Q1 末，母公司华电集团持股比例为 46.81%



数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：数据截至 2022 年一季度末。

经营情况复盘：成本压制业绩表现，2022Q1 已出现盈利修复

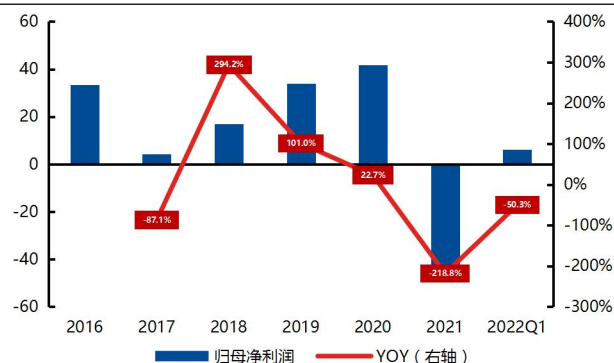
成本压制公司整体业绩表现，2022Q1 已出现盈利修复。公司装机结构以燃煤、燃机等火电机组为主，截至 2021 年底，公司控股装机容量为 53.36GW，其中燃煤、燃机装机分别为 42.36、8.59GW，新能源资产剥离后仍余 2.40GW 的水电装机。因此，公司经营情况受火电基本面变化影响较大，2021 年内因煤炭价格大幅提升，公司净利率下滑至 -6.5%，全年亏损 -49.65 亿元，且经营性净现金流量下滑至 -63.51 亿元，公司现金流与盈利水平下滑至历史低点。但伴随电价的提升，公司 2022 年一季度点火价差出现回暖，该季度净利率修复至 1.7%。

图 2、公司营业总收入（亿元）



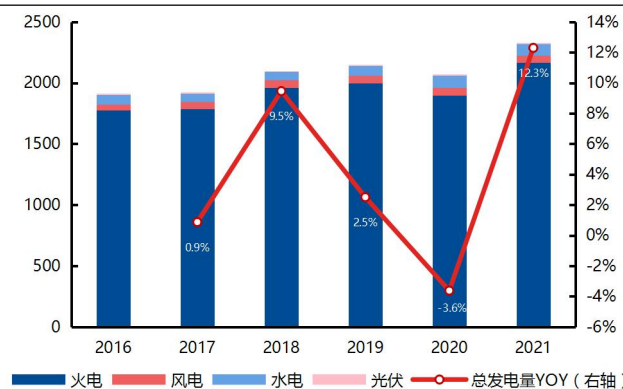
数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司归母净利润（亿元）



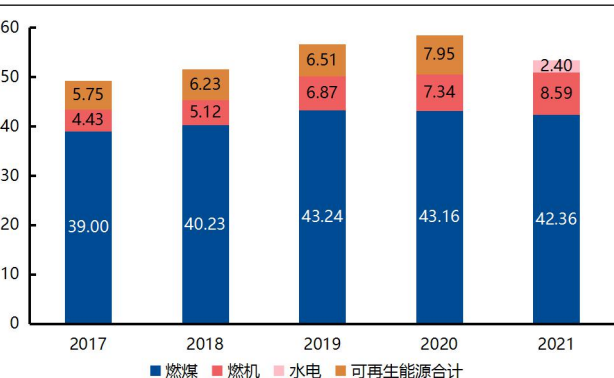
数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司发电量及其结构（亿度）



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

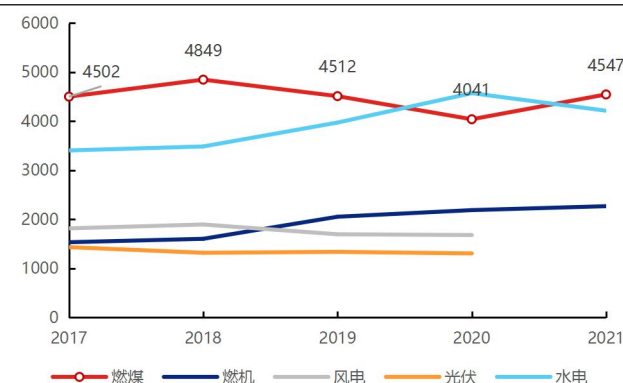
图 5、公司装机量及其结构（GW）



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

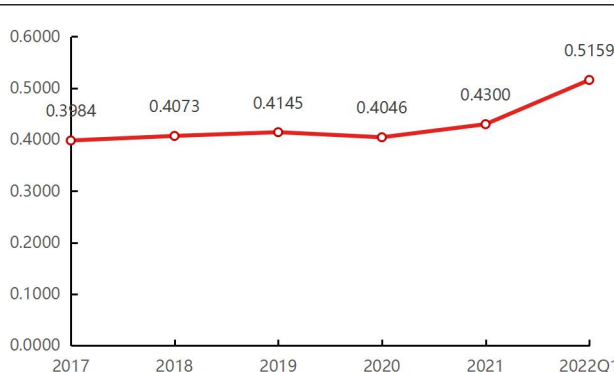
备注：可再生能源包含水电、风电、光伏。

图 6、公司发电利用小时数（小时）



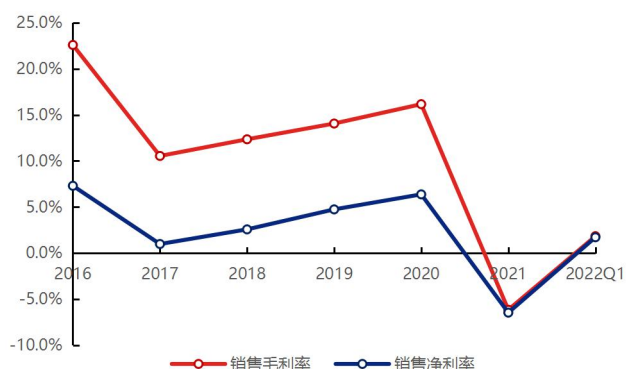
数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司上网电价均价（元/度，含增值税）



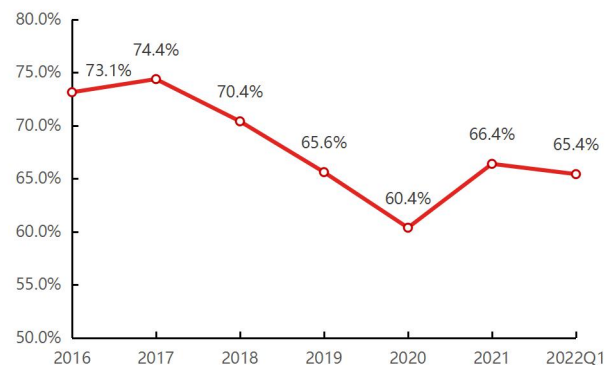
数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司盈利水平



数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司资产负债率



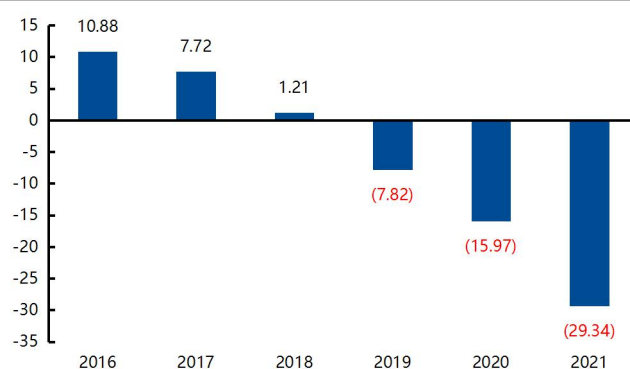
数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司 ROE(摊薄)与 EPS(摊薄, 元/股)



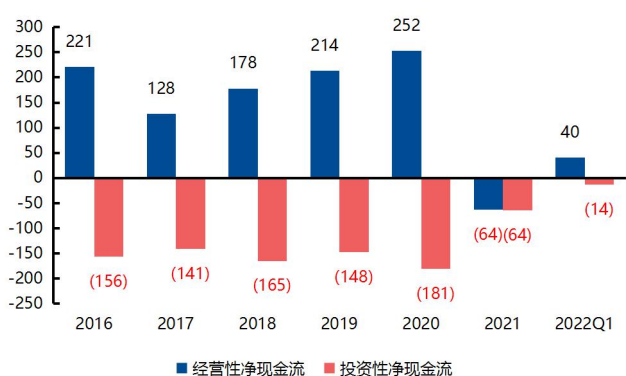
数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司资产减值损失 (亿元)



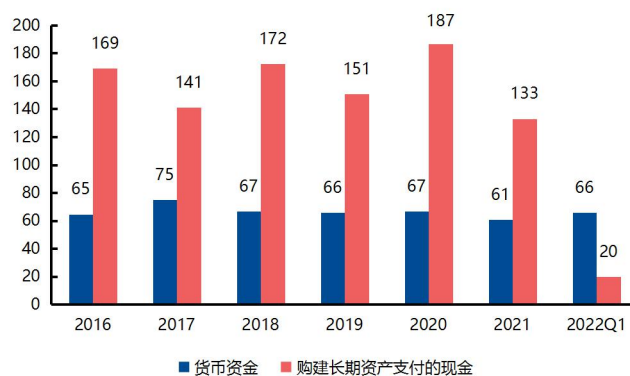
数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司在手现金与资本开支情况 (亿元)



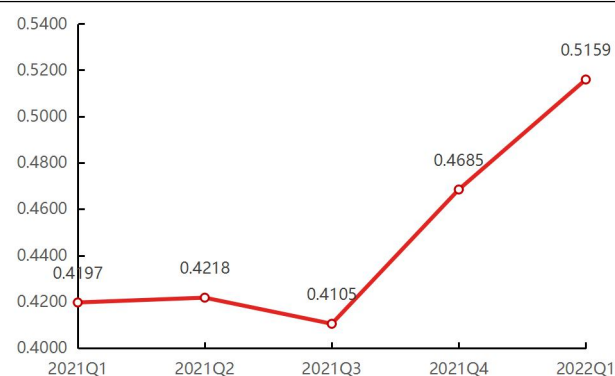
数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

煤电基本面: 电价抬升&成本逐步回落, 盈利修复或将提速

电价抬升叠加成本逐步回落, 煤电行业点火价差或将持续提升。电价端, 煤电联动机制推进, 放开煤电价格涨幅区间至不超过 20%, 协助疏导火电企业成本压力,

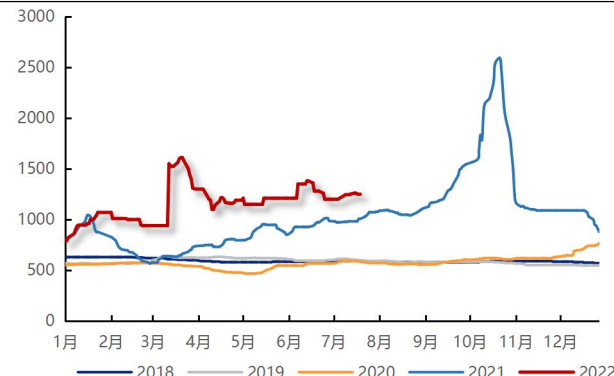
逐步贯彻电力中长期交易合同与煤炭中长期交易价格挂钩，以实现煤电价格传导的运行逻辑。**成本端**，长协煤全覆盖政策执行力度逐步加强，继《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》正式落地执行后，发改委已陆续执行多项措施保障火电企业发电成本，如相继组织煤电价格调控监管政策拉网排查价格执行情况、加速推进 2022 年电煤中长期合同换补签工作。伴随供给侧国内动力煤产能释放与运输压力缓解，需求侧水电来水较强降低火电尖峰出力压力，现货价格或将逐步出现回落，叠加长协煤覆盖比例提升，火电企业燃料成本压力有望进一步下降，在电价总体保持稳定的情况下，火电行业点火价差或将持续提升。

图 14、公司单季度上网电价（元/度，含增值税）



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、秦皇岛港动力煤市场价（Q5500，元/吨）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、主要火电企业单季度净利率

上市公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
大唐发电	4.1%	4.9%	-9.6%	-41.7%	-1.4%
建投能源	8.1%	-7.8%	-34.4%	-40.9%	2.1%
上海电力	10.4%	10.7%	-2.6%	-34.7%	4.6%
华电国际	5.8%	9.3%	-8.9%	-32.3%	1.7%
粤电力A	-0.7%	2.6%	-4.7%	-27.1%	-6.3%
京能电力	1.3%	-10.3%	-31.2%	-26.6%	4.2%
江苏国信	10.0%	17.0%	-5.3%	-25.3%	6.9%
华能国际	8.1%	2.5%	-8.7%	-22.7%	-1.7%
皖能电力	2.4%	-0.8%	-16.6%	-21.1%	2.5%
浙能电力	7.4%	8.9%	-3.4%	-18.1%	2.8%
国电电力	10.6%	3.4%	-1.5%	-13.9%	6.0%
申能股份	17.2%	14.7%	11.4%	-10.6%	3.7%
晋控电力	0.1%	-0.8%	-2.0%	-3.0%	0.2%
内蒙华电	0.5%	5.6%	-7.5%	4.0%	11.8%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

投资收益：华电新能 IPO 引领价值发现，投资收益或将大幅增厚

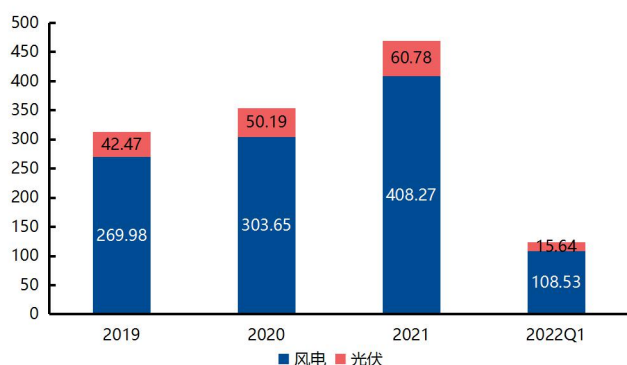
华电新能拟在上交所主板挂牌上市，预计募集资金 300 亿元。其中，风力、太阳能发电项目建设拟使用募集资金约 210 亿元，补充流动资金约 90 亿元。华电新能源本次拟公开发行股票数量不低于 63.53 亿股且不超过 154.29 亿股；拟公开发行股票数量不低于本次发行后公司总股本的 15%且不超过本次发行后公司总股本的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

30%。而本次募投项目方向主要为大型风电光伏基地项目与负荷中心附近的项目，总计装机容量约为 15.17GW。其中，风光大基地、就地消纳负荷中心、新型电力系统协同发展、绿色生态文明协同发展项目平均资本金 IRR 分别为 9.39%、11.24%、11.30%、9.80%，募投项目有望帮助公司进一步提升盈利水平并改善现金流状况。

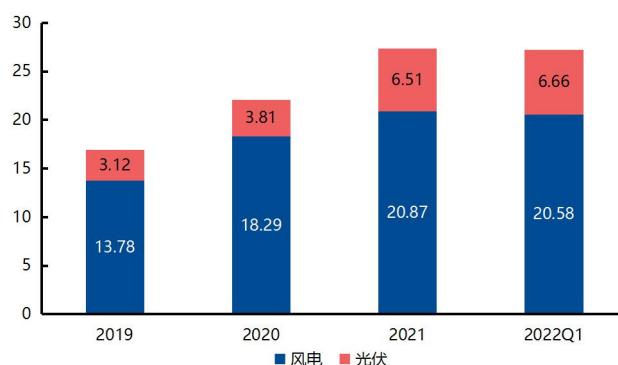
集团资源整合打造国内龙头绿电企业，装机体量位于国内上市公司第一梯队，2021 年实现业绩高增速，2022Q1 增速出现回落。截至 2022 年一季度末，公司累计装机容量达到 27.24GW，其中公司 2021 年全年归母净利润为 72.30 亿元，同比+78.1%，2022Q1 归母净利润为 21.43 亿元，同比+21.3%，2021 年全年 ROE（加权）达到 17.1%，总体经营水平保持较高水准。现金流层面，公司与国内多数绿电央企类似，均受困于补贴拖欠带来的应收账款累积，现金流压力较大。

图 16、华电新能发电量结构（亿度）



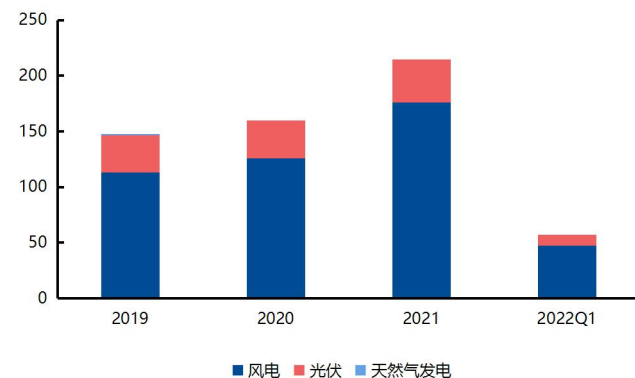
数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、华电新能装机量结构（GW）



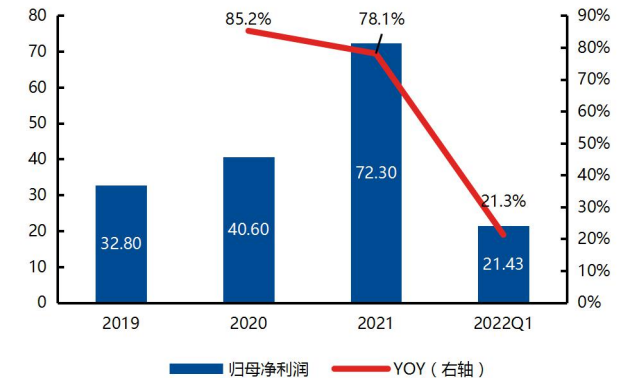
数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、华电新能营业收入结构（亿元）



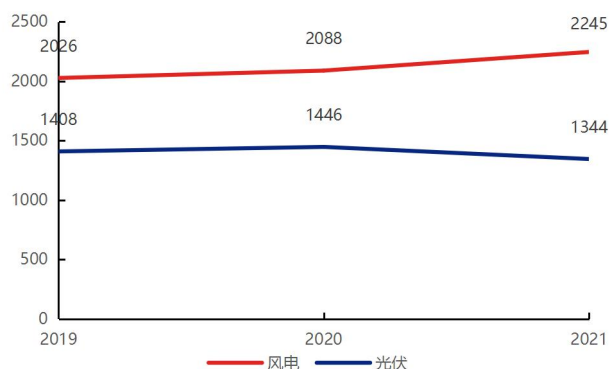
数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、华电新能归母净利润（亿元）



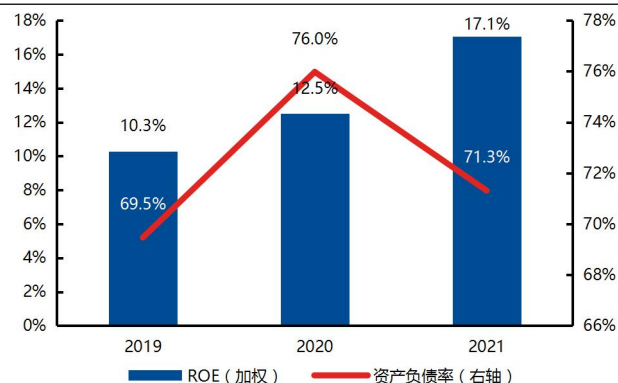
数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、华电新能发电利用小时数（小时）



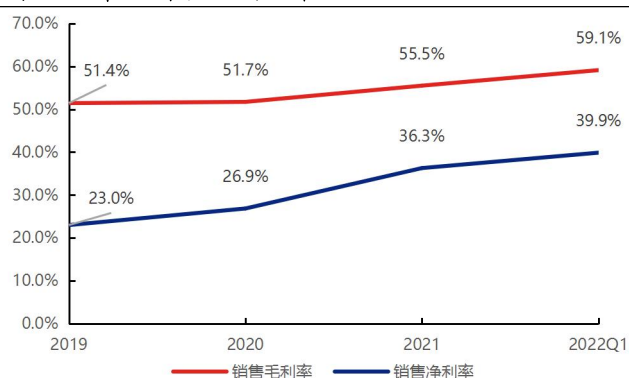
数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、华电新能 ROE（加权）与资产负债率



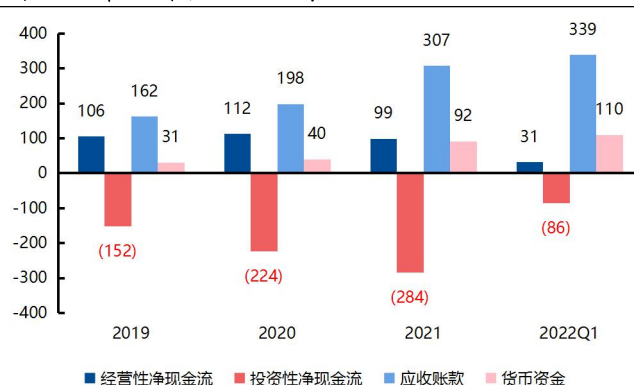
数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、华电新能盈利水平



数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、华电新能现金流情况（亿元）



数据来源：Wind，华电新能公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：动力煤价格大幅上行、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	29579	27274	28330	29345
货币资金	6091	6482	6447	6340
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	9053	11989	12404	13230
预付款项	2067	0	0	0
存货	6116	4909	5339	5791
其他	6252	3894	4140	3984
非流动资产	189282	216499	263932	314810
长期股权投资	37250	24602	26726	27772
固定资产	123026	161926	204405	251058
在建工程	15862	18351	21157	24358
无形资产	7217	7217	7217	7217
商誉	441	667	625	608
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	5485	3737	3802	3796
资产总计	218860	243772	292262	344155
流动负债	65663	92378	140404	192781
短期借款	27645	50085	97973	149508
应付票据及应付账款	14803	19263	19598	20310
其他	23215	23030	22833	22962
非流动负债	79631	72735	67844	62300
长期借款	56682	52076	46844	41089
其他	22949	20660	20999	21211
负债合计	145294	165113	208247	255081
股本	9870	9870	9870	9870
资本公积	13106	13106	13106	13106
未分配利润	11744	15740	18724	21913
少数股东权益	11736	13190	15028	17105
股东权益合计	73566	78659	84015	89074
负债及权益合计	218860	243772	292262	344155

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-4965	3996	4982	5681
折旧和摊销	10997	10765	14613	19040
资产减值准备	2934	-71	39	34
资产处置损失	-260	-132	-154	-165
公允价值变动损失	37	37	37	37
财务费用	4595	8039	10273	13560
投资损失	-7242	-9777	-11732	-14079
少数股东损益	-1789	1454	1837	2077
营运资金的变动	-9329	8545	-1078	-523
经营活动产生现金流量	-6351	23455	18701	25622
投资活动产生现金流量	-6395	-27662	-50288	-55741
融资活动产生现金流量	11922	4599	31552	30012
现金净变动	-824	392	-35	-107
现金的期初余额	6769	6091	6482	6447
现金的期末余额	6091	6482	6447	6340

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	104422	116769	125315	134780
营业成本	110857	106554	112880	119947
税金及附加	1024	1145	1229	1322
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1807	2020	2168	2332
研发费用	3	1	2	2
财务费用	4279	8039	10273	13560
其他收益	938	938	938	938
投资收益	7242	9777	11732	14079
公允价值变动收益	-37	-37	-37	-37
信用减值损失	-471	-278	-304	-323
资产减值损失	-2934	-2944	-2954	-2964
资产处置收益	260	132	154	165
营业利润	-8549	6598	8292	9475
营业外收入	471	470	487	479
营业外支出	348	305	316	318
利润总额	-8426	6763	8464	9636
所得税	-1672	1313	1644	1878
净利润	-6754	5450	6820	7758
少数股东损益	-1789	1454	1837	2077
归属母公司净利润	-4965	3996	4982	5681
EPS(元)	-0.50	0.40	0.50	0.58

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	12.3%	11.8%	7.3%	7.6%
营业利润增长率	-216.2%	177.2%	25.7%	14.3%
归母净利润增长率	-211.8%	180.5%	24.7%	14.0%
盈利能力				
毛利率	-6.2%	8.7%	9.9%	11.0%
净利率	-6.2%	3.4%	4.0%	4.2%
ROE	-8.0%	6.1%	7.2%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	66.4%	67.7%	71.3%	74.1%
流动比率	0.45	0.30	0.20	0.15
速动比率	0.36	0.24	0.16	0.12
营运能力				
资产周转率	0.45	0.50	0.47	0.42
应收帐款周转率	10.39	10.92	10.19	10.36
存货周转率	25.12	19.24	22.03	21.55
每股资料(元)				
每股收益	-0.50	0.40	0.50	0.58
每股经营现金	-0.64	2.38	1.89	2.60
每股净资产	6.26	6.63	6.99	7.29
估值比率(倍)				
PE	-9.7	12.1	9.7	8.5
PB	0.8	0.7	0.7	0.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn