

华电国际(600027.SH)/华电国际电力股份(01071.HK)

Q2 业绩超预期，华电新能源启动 IPO 申报

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	4.85 元/2.93 港元
合理价值	6.54 元/4.02 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-07-17

核心观点:

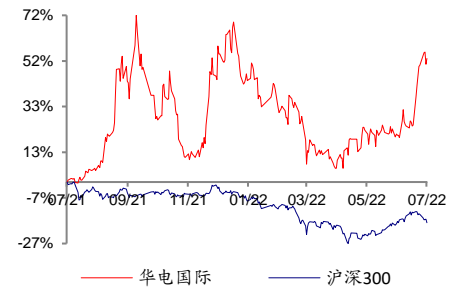
- **Q2 利润环比增加 42%~95%**。公司发布 22H1 业绩预告：预计实现归母净利润 14.9~18.2 亿元，扣非归母净利润 10.9~14.2 亿元。计算单二季度归母净利润预计盈利 8.7~12.0 亿元，环比 Q1 增长 42%~95%。业绩环比提升主要受益于：(1)尽管煤价偏高，但 22H1 上网电价升高，达 518 元/兆瓦时（同比+23.5%）；(2)持股 31%华电新能源高成长。
- **火电盈利有望持续回升，业绩弹性值得期待**。今年以来动力煤保供稳价监管力度不断加强，6 月底发改委再发文要求严格落实长协煤换改签工作，预计 Q3 长协煤履约率环比继续改善，公司火电业绩有望持续回升。2021 年末公司火电装机达 51GW，未来装机增长聚焦气电/水电等清洁能源，同时集团同类资产仍将持续注入；且火电资产可通过灵活性改造、调度调峰等开拓盈利空间。
- **华电新能源有望保持高成长，公司分享投资收益**。根据华电新能源 7 月初发布的 IPO 说明书，拟登陆 A 股募资 210 亿元用于 15GW 新能源项目建设、90 亿元补流；22Q1 控股装机达 27.2GW，其中风电 20.6GW（全国市占率 6.12%）、光伏 6.7GW（全国市占率 2.09%）；2021 及 22Q1 实现归母净利润分别达 72.3、21.4 亿元（对应公司权益净利润 22.4、6.7 亿元）。根据华电集团官网新闻报道，华电集团“十四五”拟新增新能源装机 75GW，预计华电新能源持续高增长可期。
- **盈利预测与投资建议**。预计 2022~2024 年归母净利润分别为 43.0、53.3、59.1 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 11.1、9.0、8.1 倍。公司火电盈利持续改善可期，31%持股华电新能源快速增长。参考同业估值水平，给予公司 2022 年 15 倍 PE，对应 6.54 元/股合理价值，对应 H 股 4.02 港币/股合理价值（参考 AH 股溢价比），维持 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示**。煤价持续上行；利用小时不及预期；用电需求增速放缓等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	93,010	104,422	112,598	113,098	114,717
增长率（%）	-0.7	12.3	7.8	0.4	1.4
EBITDA（百万元）	3,864	-39,896	15,250	16,526	17,015
归母净利润（百万元）	4,441	-4,965	4,302	5,331	5,911
增长率（%）	30.4	-211.8	-	23.9	10.9
EPS（元/股）	0.45	-0.50	0.44	0.54	0.60
市盈率（x）	7.55	-	11.13	8.98	8.10
ROE（%）	6.0	-8.0	6.5	7.5	7.6
EV/EBITDA（x）	35.89	-	9.34	7.94	6.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：港币兑人民币汇率 0.8619

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

华电国际(600027.SH)/华电 2022-04-30

国际电力股份(01071.HK):业绩拐点已现，持续改善可期

华电国际(600027.SH)/华电 2022-04-14

国际电力股份(01071.HK):火电盈利有弹性，绿电持股被低估

联系人: 许子怡 021-38003800

xuziyi@gf.com.cn

一、盈利预测

（一）发电业务：火力发电

截至2021年底，公司可控火电装机50.95GW，结合公司2021年在建火电项目装机容量4.49GW，假设2022~2024年火电新增装机容量为0.8GW、2.5GW、2.5GW，2024年累计在运装机达56.75GW。

（二）发电业务：水力发电

截至2021年底，公司可控水电装机2.40GW，结合公司2021年在建水电项目装机容量56MW，假设2022~2024年水电新增装机容量为56MW、0MW、0MW，2024年累计在运装机达2.46GW。

表 1：公司发电业务经营数据预测

火电业务	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
累计在运装机规模/GW	50.11	50.50	50.95	51.75	54.25	56.75
利用小时数/Hour	4168	3775	4177	4068	3966	3864
发电量/亿千瓦时	1999.24	1989.15	2168.77	2092.09	2111.70	2154.31
平均上网电价同比/%	-0.99%	4.19%	1.14%	16.03%	-2.79%	-2.76%
水电业务	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
累计在运装机规模/GW	2.17	2.29	2.40	2.46	2.46	2.46
利用小时数/Hour	3973	4573	4215	4254	4347	4272
发电量/亿千瓦时	83.57	102.39	97.65	104.60	106.90	105.05
平均上网电价同比/%	-	2.34%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中 2019~2021 年数据均为拟合值，2022~2024 年数据为假设值

表 2：公司各分部业务预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计						
收入/亿元	936.54	930.10	1044.22	1125.98	1130.98	1147.17
yoy	6.0%	-0.7%	12.3%	7.8%	0.4%	1.4%
成本/亿元	804.82	774.94	1108.57	1045.85	1040.27	1053.64
毛利润/亿元	131.72	155.16	-64.35	80.13	90.71	93.53
毛利率/%	14.1%	16.7%	-6.2%	7.1%	8.0%	8.2%
发电业务						
收入/亿元	739.19	736.61	836.42	907.84	894.25	888.69
yoy	7.0%	-0.3%	13.6%	8.5%	-1.5%	-0.6%
成本/亿元	612.96	576.88	884.57	831.93	806.40	804.33
毛利润/亿元	126.23	159.73	-48.15	75.91	87.85	84.36
毛利率/%	17.1%	21.7%	-5.8%	8.4%	9.8%	9.5%
供热业务						

收入/亿元	57.11	67.52	74.68	75.83	84.24	94.70
yoy	16.3%	18.2%	10.6%	1.5%	11.1%	12.4%
成本/亿元	61.92	69.86	98.66	80.83	89.44	99.82
毛利润/亿元	-4.82	-2.34	-23.97	-5.00	-5.20	-5.12
毛利率/%	-8.4%	-3.5%	-32.1%	-6.6%	-6.2%	-5.4%
售煤业务						
收入/亿元	128.42	111.67	116.17	121.97	128.07	134.48
yoy	-4.1%	-13.0%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%
成本/亿元	127.56	112.39	122.61	123.13	130.15	137.42
毛利润/亿元	0.86	-0.72	-6.45	-1.16	-2.07	-2.95
毛利率/%	0.7%	-0.6%	-5.6%	-1.0%	-1.6%	-2.2%
其他						
收入/亿元	11.83	14.30	16.95	20.34	24.41	29.30
yoy	25.1%	21.0%	18.5%	20.0%	20.0%	20.0%
成本/亿元	2.39	15.81	2.72	9.96	14.29	12.06
毛利润/亿元	9.44	-1.51	14.23	10.39	10.13	17.23
毛利率/%	79.8%	-10.6%	83.9%	51.1%	41.5%	58.8%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计公司2022~2024年EPS分别为0.44、0.54和0.60元/股，按最新收盘价对应PE分别为11.13、8.98、8.10倍。公司火电盈利持续改善可期，31%持股华电新能源快速增长。参考同业估值水平，给予公司2022年15倍PE，对应6.54元/股合理价值，对应H股4.02港币/股合理价值（参考AH股溢价比），维持A/H股“买入”评级。

表 3：华电国际同业对比（收盘价日期：2022/07/15）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	PE 倍				归母净利润/亿元			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600027.SH	华电国际	478.69	4.85	CNY	-	11.13	8.98	8.10	-49.65	43.02	53.31	59.11
600011.SH	华能国际	1,136.54	7.24	CNY	-	14.07	10.82	8.93	-102.6	80.75	105.04	127.23
00836.HK	华润电力	751.39	15.62	HKD	78.83	7.27	5.94	5.16	15.93	103.36	126.46	145.66
02380.HK	中国电力	521.09	4.81	HKD	-	16.04	12.38	9.02	-5.16	27.93	36.21	49.69

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

二、风险提示

煤价持续上行风险：由于公司的主营业务为火电生产，因此盈利水平受电煤价格影响较大。虽然预计未来一段时间内，随着煤炭行业下游需求的放缓和煤炭新增产能的增加，我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松，煤炭价格将处于平稳态势，但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压公司的盈利空间，带来盈利水平波动的风险。

利用小时不及预期风险：为实现“碳达峰、碳中和”战略目标，国家推动构建以新能源为主体的新型电力系统。目前公司火电装机占比较高，电源结构和资产布局不平衡不协调的问题仍然存在。随着风电、水电、光伏发电等清洁能源项目的密集投产对火电厂利用小时数造成较大冲击，公司主营业务盈利能力有降低的风险。

用电需求增速放缓风险：2021年受经济恢复、上年同期低基数、外贸出口快速增长等因素影响，我国全社会用电量同比实现10.3%高增长；中电联预计2022年全年全社会用电量约8.7-8.8万亿千瓦时，同比增长5%-6%。但不排除受疫情反复、我国经济结构加速转型等影响，大范围用电需求增速放缓、降低公司盈利能力的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25,895	29,579	29,464	29,564	31,976	经营活动现金流	26,466	-6,351	21,313	15,733	16,273
货币资金	6,954	6,091	5,690	5,676	7,710	净利润	6,224	-6,754	5,851	7,251	8,041
应收及预付	11,364	11,120	11,803	11,836	12,002	折旧摊销	12,005	11,203	10,142	10,395	10,645
存货	2,601	6,116	5,751	5,720	5,793	营运资金变动	2,783	-9,378	6,469	-44	182
其他流动资产	4,976	6,252	6,220	6,332	6,470	其它	5,454	-1,421	-1,149	-1,869	-2,595
非流动资产	216,855	189,282	185,300	181,065	176,580	投资活动现金流	-18,561	-6,395	-1,579	-1,374	-1,056
长期股权投资	12,051	37,250	37,550	37,850	38,150	资本支出	-18,893	-13,171	-5,783	-5,824	-5,803
固定资产	161,596	123,026	120,083	116,506	112,413	投资变动	-125	4,437	-300	-300	-300
在建工程	23,543	15,862	14,594	13,706	13,084	其他	458	2,339	4,504	4,750	5,048
无形资产	12,215	7,217	7,197	7,177	7,157	筹资活动现金流	-7,708	11,922	-20,134	-14,373	-13,182
其他长期资产	7,450	5,927	5,877	5,827	5,777	银行借款	68,955	106,131	-19,502	-14,257	-12,474
资产总计	242,750	218,860	214,764	210,629	208,556	股权融资	11,757	4,918	0	0	0
流动负债	61,752	65,663	62,715	56,329	52,214	其他	-88,421	-99,127	-632	-117	-709
短期借款	22,278	27,645	18,142	11,885	7,412	现金净增加额	197	-824	-400	-14	2,034
应付及预收	17,999	14,803	21,274	21,160	21,432	期初现金余额	6,572	6,769	6,091	5,690	5,676
其他流动负债	21,475	23,215	23,299	23,283	23,371	期末现金余额	6,769	5,945	5,690	5,676	7,710
非流动负债	84,424	79,631	72,631	67,631	61,631						
长期借款	66,307	56,682	46,682	38,682	30,682						
应付债券	10,495	17,512	20,512	23,512	25,512						
其他非流动负债	7,622	5,438	5,438	5,438	5,438						
负债合计	146,176	145,294	135,347	123,960	113,846						
股本	9,863	9,870	9,870	9,870	9,870						
资本公积	15,078	13,106	13,106	13,106	13,106						
留存收益	24,521	16,067	20,368	25,699	31,610						
归属母公司股东权益	74,384	61,830	66,131	71,462	77,373						
少数股东权益	22,190	11,736	13,286	15,207	17,336						
负债和股东权益	242,750	218,860	214,764	210,629	208,556						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	93,010	104,422	112,598	113,098	114,717
营业成本	77,494	110,857	104,585	104,027	105,364
营业税金及附加	1,160	1,024	1,103	1,131	1,147
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,844	1,807	1,802	1,810	1,835
研发费用	0	3	0	0	0
财务费用	4,591	4,279	3,603	3,088	2,675
资产减值损失	-1,597	-2,934	-120	-120	-120
公允价值变动收益	-1	-37	0	0	0
投资净收益	570	7,242	4,504	4,750	5,048
营业利润	7,356	-8,549	7,094	8,882	9,846
营业外收支	288	123	206	164	185
利润总额	7,644	-8,426	7,300	9,046	10,032
所得税	1,420	-1,672	1,448	1,795	1,991
净利润	6,224	-6,754	5,851	7,251	8,041
少数股东损益	1,783	-1,789	1,550	1,921	2,130
归属母公司净利润	4,441	-4,965	4,302	5,331	5,911
EBITDA	3,864	-39,896	15,250	16,526	17,015
EPS (元)	0.45	-0.50	0.44	0.54	0.60

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-0.7%	12.3%	7.8%	0.4%	1.4%
营业利润增长	33.9%	-216.2%	-	25.2%	10.9%
归母净利润增长	30.4%	-211.8%	-	23.9%	10.9%
获利能力					
毛利率	16.7%	-6.2%	7.1%	8.0%	8.2%
净利率	6.7%	-6.5%	5.2%	6.4%	7.0%
ROE	6.0%	-8.0%	6.5%	7.5%	7.6%
ROIC	-3.2%	-21.5%	2.3%	2.8%	2.9%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	66.4%	63.0%	58.9%	54.6%
净负债比率	151.4%	197.5%	170.4%	143.0%	120.2%
流动比率	0.42	0.45	0.47	0.52	0.61
速动比率	0.36	0.32	0.35	0.39	0.46
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.48	0.52	0.54	0.55
应收账款周转率	8.90	11.54	11.45	11.45	11.45
存货周转率	35.76	17.07	19.58	19.77	19.80
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	-0.50	0.44	0.54	0.60
每股经营现金流	3	-1	2	2	2
每股净资产	7.54	6.26	6.70	7.24	7.84
估值比率					
P/E	7.55	-	11.13	8.98	8.10
P/B	0.45	0.85	0.72	0.67	0.62
EV/EBITDA	35.89	-	9.34	7.94	6.97

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。
- 许 洁：联席首席分析师，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：资深分析师，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：高级分析师，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。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 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	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应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者口头承诺均为无效。

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。