

2022年08月03日

证券研究报告·公司研究报告

华电国际 (600027) 公用事业

买入 (首次)

当前价: 4.21元

目标价: 5.23元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

火电修复弹性强，绿电持股收益高

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 华电集团旗下常规能源发电平台，22Q1公司实现归母净利润6.0亿元，领先于行业实现扭亏，业绩改善弹性大；2) 22H1公司综合上网电价同比增长23.1%，煤价回落叠加电价提升，推动公司盈利能力不断修复；3) 华电新能筹划上市，公司所持31%股权测算价值有望超400亿，投资收益丰厚稳定。
- **21年营收过千亿，22Q1率先实现扭亏。**公司是华电集团旗下唯一常规能源发电平台，21年总装机53.4GW，其中煤机/燃机/水电装机分别为42.4GW/8.6GW/2.4GW。公司21年营收1027亿元，首次突破千亿大关，22Q1实现归母净利润6.0亿元，在行业中率先扭亏。公司资本结构不断优化，资产负债率从17年的74.4%降至22Q1的65.4%，同时公司融资成本不断下降，22年中期票据年均票面利率2.99%，较17年下降1.84pp。
- **电煤长协叠加电价上涨，助力22年公司盈利修复。**22年我国煤炭增产保供政策持续发力，22年6月我国原煤产量月度环比增速达到15.3%顶峰水平，同时21年7月电煤保供三个“100%”目标得到明确，公司燃煤成本有望大幅回落。同时，由于电价浮动区间放宽，在电力供需紧张背景下，22H1公司综合上网电价同比增长23.1%，首次超过500元/兆瓦时。
- **华电新能业绩高速增长，31%股权将为公司贡献丰厚投资收益。**21年公司股权投资收益为24.7亿元，主要系持股的31.0%华电新能贡献的分红收益。华电新能即将上市，21年底其装机规模达27.2GW，十四五规划目标100GW，均位列行业首位。华电新能21年营收216亿元，同比增长31.4%；净利76.4亿元，同比大增77.5%，行业领先。经测算，公司持有股权价值有望超400亿元，同时华电新能业绩高速增长有望为公司持续贡献高额投资收益。
- **盈利预测与投资建议。**预计22-24年EPS分别为0.41元/0.55元/0.66元，22-24年归母净利润CAGR约25.9%。22Q1公司已率先实现扭亏，火电业绩有望持续修复，但可比公司均持有部分新能源资产，公司仅通过参股形式获取新能源资产收益，出于保守，我们给予公司2022年1.3倍PB，对应目标价5.23元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示:** 煤价上涨风险、电价下跌风险、华电新能业绩不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	104422.21	108236.61	112302.71	114751.32
增长率	15.07%	3.65%	3.76%	2.18%
归属母公司净利润(百万元)	-4965.35	4091.27	5401.57	6481.29
增长率	-218.80%	182.40%	32.03%	19.99%
每股收益EPS(元)	-0.50	0.41	0.55	0.66
净资产收益率ROE	-9.18%	5.52%	6.96%	7.95%
PE	-8.4	10.2	7.7	6.4
PB	0.56	0.52	0.49	0.47

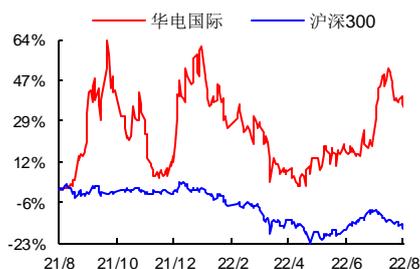
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	98.70
流通A股(亿股)	81.46
52周内股价区间(元)	3.29-5.44
总市值(亿元)	415.52
总资产(亿元)	2,188.60
每股净资产(元)	3.98

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 华电旗下火电龙头，业绩改善弹性大	1
1.1 华电旗下常规能源整合平台，大比例参股华电新能.....	1
1.2 业绩已实现扭亏，财务有望进一步改善.....	3
2 煤价回落&电价提升，火电业绩有望修复	7
2.1 电煤长协履约率提升，火电成本下降可期.....	7
2.2 市场化交易提升上网电价，盈利反转指日可待.....	9
3 持股 31%华电新能，投资收益丰厚稳定	11
3.1 华电新能营收净利双增，戴维斯双击效应渐显.....	11
3.2 装机规模逐渐提升，盈利能力领先同行.....	12
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 相对估值.....	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 成立 28 年, 华电国际已发展成为国内大型综合能源公司之一.....	1
图 2: 公司系华电集团旗下最大火电公司.....	2
图 3: 21 年公司实现新能源资产剥离, 持有华电新能 31% 股权.....	3
图 4: 21 年公司长期股权投资大增 210%.....	3
图 5: 21 年公司投资收益大增 1170%.....	3
图 6: 21 年发电业务营收 836 亿元 (占比 81.4%)	4
图 7: 21 年发电业务毛利润亏损 48.2 亿元 (占比 61.3%)	4
图 8: 21 年公司营收首次突破 1000 亿元.....	4
图 9: 21 年公司归母净利润大幅亏损 49.7 亿元	4
图 10: 21 年公司煤电装机 42.4GW (占比高达 79.4%)	5
图 11: 21 年公司售电量增至 2188 亿千瓦时	5
图 12: 近 5 年公司机组利用小时数稳定于 4000 小时	5
图 13: 22H1 公司综合上网电价同比大增 23.1%.....	5
图 14: 公司财务费用率逐年下降	6
图 15: 公司中期票据年平均票面利率逐年降低.....	6
图 16: 公司净利率整体保持增长趋势	6
图 17: 22Q1 公司净利率实现扭亏	6
图 18: 近 5 年公司资产负债率逐年好转	7
图 19: 公司永续债处于同行中位水平	7
图 20: 21 年全国全口径装机容量增至 2380GW	7
图 21: 21 年全国全口径发电量增至 83768 亿千瓦时.....	7
图 22: 2010-2022H1 华电国际 ROE 与环渤海动力煤价格指数(5500K)变化 (元/吨)	8
图 23: 近 1 年规模以上工业原煤产量月度增速逐渐攀升.....	8
图 24: 22 年 7 月秦皇岛动力煤价格高位有所下滑	8
图 25: 17-21 年全社会用电量变化情况 (亿千瓦时)	9
图 26: 17-21 年全国市场化交易电量变化趋势 (亿千瓦时)	9
图 27: 公司市场化交易占比逐年提升	10
图 28: 21 年公司火电平均上网电价增至 437 元/兆瓦时	10
图 29: 公司市场化交易占比逐年提升	10
图 30: 22 年 7 月多省市场化电价保持高比例上浮	10
图 31: 21 年华电新能实现营收 216 亿元.....	11
图 32: 21 年华电新能净利润增速高达 77.5%.....	11
图 33: 19-21 年华电新能营收处于同行中位水平	11
图 34: 21 年华电新能净利润赶超新能源龙头公司	11
图 35: 17-21 年全国风光装机规模快速提升 (GW)	13
图 36: 17-21 年全国风光发电量稳步增长 (亿千瓦)	13
图 37: 21 年华电新能风光装机规模增至 27.4GW.....	13
图 38: 21 年华电新能风光装机规模位居同行首位.....	13
图 39: 华电新能募投项目在各地区分布情况.....	14

图 40: 25 年底华电新能风光装机规模预计可达 100GW.....	14
图 41: 22Q1 华电新能净利率升至 39.9%.....	14
图 42: 华电新能 ROE 显著高于同行新能源公司.....	14

表 目 录

表 1: 华电新能上市后总市值测算.....	12
表 2: 华电新能上市后公司股权价值测算.....	12
表 3: 分业务收入及毛利率.....	15
表 4: 可比公司估值.....	16
附表: 财务预测与估值.....	17

1 华电旗下火电龙头，业绩改善弹性大

1.1 华电旗下常规能源整合平台，大比例参股华电新能

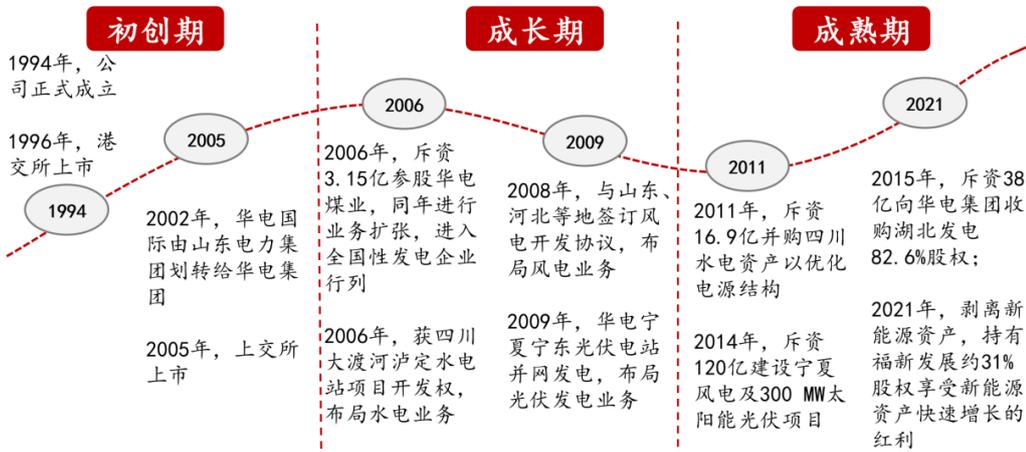
华电国际是国内大型的综合性能源上市公司之一。公司发展大致分为三个时期：

1) **初创期 (1994-2005 年)**：成立于山东，经营火电业务起家。华电国际于 1994 年 6 月由山东电力集团、山东省国际信托投资公司等五家发起人共同设立；1999 年 6 月公司在香港联合交易所上市；2002 年底电力体制改革后，山东电力集团持有的 53.6% 股权划转给华电集团；2005 年 2 月，公司在上交所上市。

2) **成长期 (2006-2010 年)**：致力于实现电源结构多元化和火电业务一体化。2006 年，公司斥资 3.2 亿元参股华电煤业，成为国内首家煤电一体化企业。同年，公司走出山东向全国扩张，在四川、宁夏、安徽等地区收购和新建电源项目，以此进入全国性发电企业行列。随后几年中，公司开始布局水风光发电领域，逐步形成以火电为主，水电、风电和光伏发电等多元化发电结构。

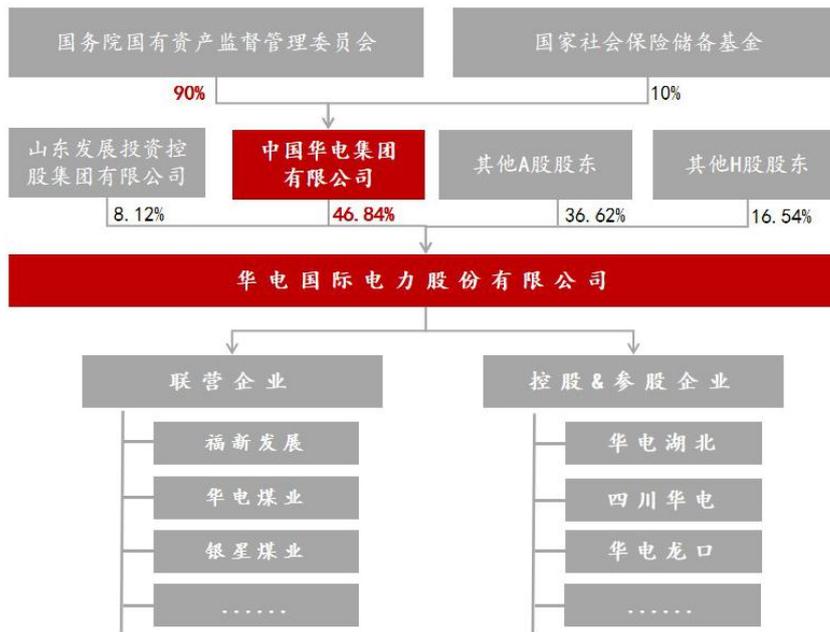
3) **成熟期 (2011-2021 年)**：扩大各项发电业务经营范围并加大新能源资产投入。2011 年，华电国际斥资 16.9 亿元并购四川水电资产以优化电源结构。2014 年，斥资 120 亿建设宁夏风电及 300MW 太阳能光伏项目。2015 年，斥资 38 亿向华电集团收购湖北发电（主营火电）82.6% 股权。2021 年 5 月，公司剥离新能源资产，获得华电新能 31% 股权，有望继续享受新能源发展红利。

图 1：成立 28 年，华电国际已发展成为国内大型综合能源公司之一



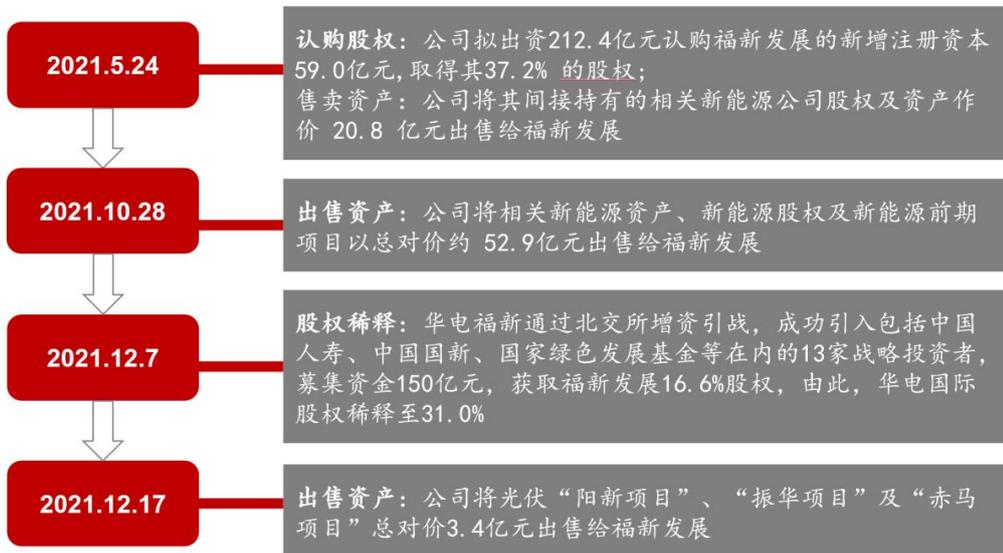
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

华电国际是华电集团旗下最大火电公司，同时是集团常规能源发电资产的最终整合平台。华电集团成立于 2002 年，是国内“五大发电集团”之一，隶属于国务院国资委监管的特大型中央企业。目前集团涵盖发电、煤炭、金融、科工以及综合能源服务 5 大业务领域，作为世界 500 强企业之一，具有较强竞争优势。华电国际作为华电集团常规能源发电资产的最终整合平台和发展常规能源电力的核心企业，可以借助集团资源为公司燃煤火电业务提供煤炭燃料供应便利，可以享受集团非上市常规能源资产的持续注资。此外，作为国资委间接控股的央企，债务融资时能享受更低利息成本。

图 2：公司系华电集团旗下最大火电公司


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

21年新能源资产整合，持有华电新能 31%股权。21年5月24日，公司与华电新能及其股东华电福新共同签订《华电福新能源发展有限公司之增资扩股协议》，拟出资 212.4 亿元（其中部分新能源公司的股权作价不高于 136.1 亿元、现金出资不低于 76.3 亿元）向华电新能转让公司所持有的新能源公司股权，认购华电新能的新增注册资本 59.0 亿元，最终现金对价 76.9 亿元，获得华电新能 37.2% 股权。同时，公司将其间接持有的相关新能源公司股权及资产作价 20.8 亿元出售给华电新能，最终对价 22.1 亿元。21年10月28日，公司将相关新能源资产、新能源股权及新能源前期项目（在运 2.6GW、在建 0.33GW）以总对价约 52.9 亿元出售给华电新能，最终对价 56.1 亿元。21年12月7日，华电福新通过北交所增资引战，成功引入包括中国人寿、中国国新、国家绿色发展基金等在内的 13 家战略投资者，募集资金 150 亿元，获取华电新能 16.6% 股权，华电国际股权稀释至 31.0%。21年12月17日，公司将“阳新项目”，“振华项目”及“赤马项目”共计 168MW 在建光伏项目总对价 3.4 亿元出售给华电新能。截至 21 年年底，除石家庄热电及河北水电公司共计 3.5MW 光伏装机外，公司已完成全部新能源资产剥离。

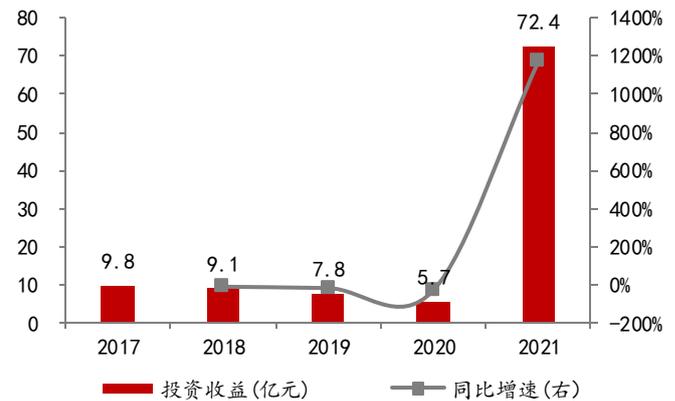
图 3：21 年公司实现新能源资产剥离，持有华电新能 31% 股权


数据来源：公司公告，西南证券整理（22年2月，华电新能由福新发展更名而来）

参股公司华电新能快速成长，21年公司投资收益大增11.7倍。21年末公司长期股权投资373亿元，比年初增加253亿元，同比增加210%，主要系公司于21年出资212亿元认购31%华电新能（前身福清风电）股权所致。21年底公司投资收益高达72.4亿元，同比提升1170%。其中长期股权投资收益达24.7亿元，处置宁夏灵武和宁夏供热股权获益47.7亿元。21年华电新能营收和净利大增，为公司贡献高额投资收益。

图 4：21 年公司长期股权投资大增 210%


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：21 年公司投资收益大增 1170%


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 业绩已实现扭亏，财务有望进一步改善

发电业务营收占比超8成，21年发电业务毛利润亏损48.2亿元。21年公司主营业务总营收1027亿元，三大主营业务发电、售煤、供热分别实现营收836亿元、116亿元、74.7亿元，营收占比分别为81.4%、11.3%、7.3%。21年煤价高企导致公司主营业务毛利润大幅亏损78.6亿元，为5年内首次亏损。其中发电和供热业务分别亏损48.2亿元和24亿元，

发电业务亏损高达 61.3%。截止 21 年底公司火电装机占比 88.5%，煤电是公司发电业务核心，且供热业务也多为燃煤供热，因此 21 年煤价高涨导致公司发电和供热业务严重亏损。

图 6：21 年发电业务营收 836 亿元（占比 81.4%）

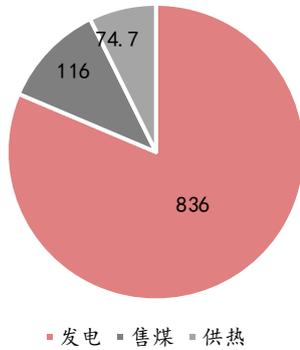
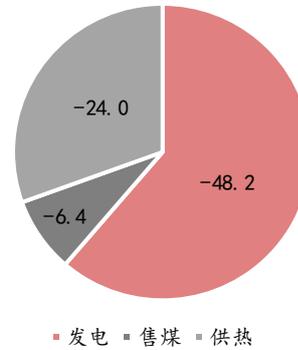


图 7：21 年发电业务毛利润亏损 48.2 亿元（占比 61.3%）



数据来源：Wind, 西南证券整理

数据来源：Wind, 西南证券整理

公司 22Q1 归母净利润为 6.0 亿元，在行业内率先实现扭亏。17-21 年公司营收稳步增长，由 17 年的 790 亿元增至 21 年的 1044 亿元，增幅达 32.2%，21 年公司营收首次突破 1000 亿大关。20 年营收同比下降 0.75%，主要是受疫情影响公司机组利用小时数及售电量下降所致。17-20 年公司归母净利润由 4.3 亿元增至 44.4 亿元，CAGR 高达 118%，但 21 年煤价大涨导致归母净利润严重亏损 49.7 亿元。22 年 Q1 公司归母净利润实现 6 亿元正收益，在行业内率先实现扭亏，随着下半年煤长协履约率提升以及公司市场化交易电量占比提升，22 年公司业绩有望进一步修复。

图 8：21 年公司营收首次突破 1000 亿元

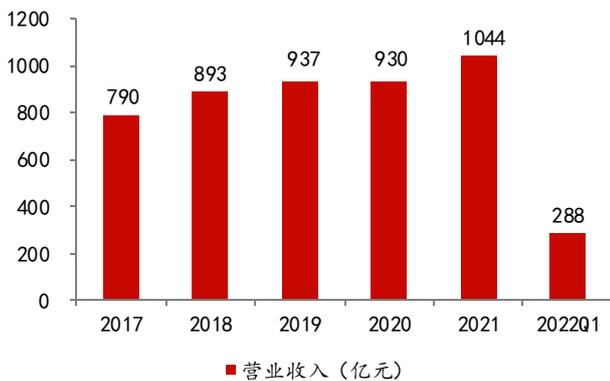
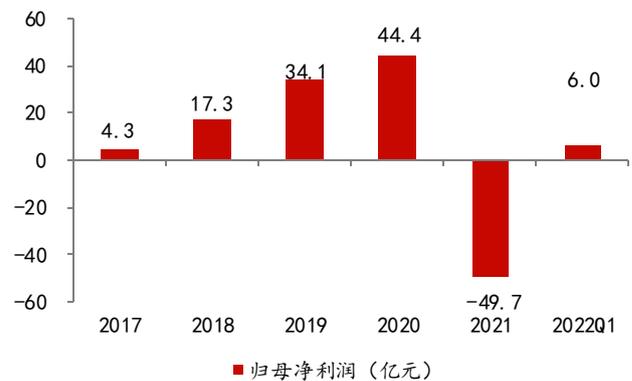


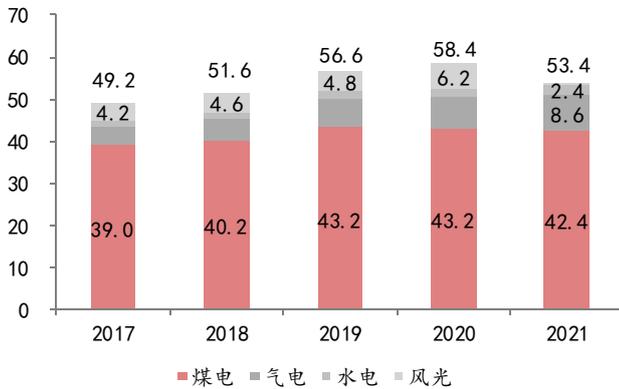
图 9：21 年公司归母净利润大幅亏损 49.7 亿元



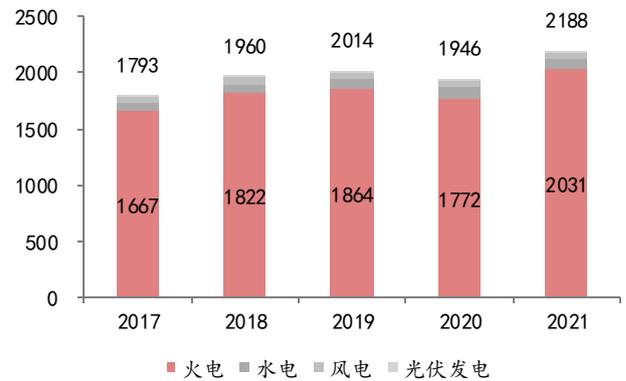
数据来源：Wind, 西南证券整理

数据来源：Wind, 西南证券整理

公司煤电装机占比近 8 成，21 年总售电量增至 2188 亿千瓦时。17-20 年公司总装机呈现稳步增长趋势，由 17 年的 49.2GW 增长至 20 年的 58.5GW。其中煤电稳定于 40GW 以上，气电和水风光可再生能源装机规模增长带动公司总装机增长。21 年公司煤机/燃机/水电装机分别为 42.4GW/8.6GW/2.4GW，其中煤机占比为 79.4%。21 年公司剥离全部风光资产，获得华电新能 31% 股权，导致总装机规模同比下降 8.7%。21 年公司总售电量达 2188 亿千瓦时，创历史新高，同比增长 12.5%。17-21 年公司售电量总体呈现上升势态，但 20 年公司全年利用小时数同比降低 10.1%，导致售电量同比下降 3.4%。

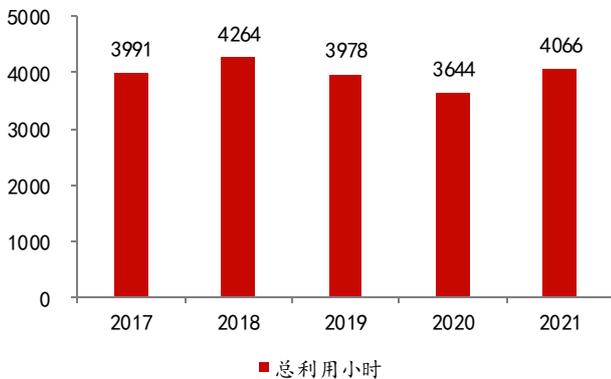
图 10: 21 年公司煤电装机 42.4GW (占比高达 79.4%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

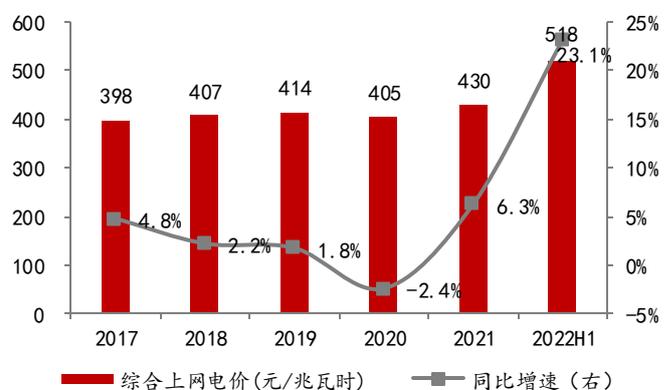
图 11: 21 年公司售电量增至 2188 亿千瓦时


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司综合上网电价大幅提升, 机组利用小时数保持稳定。公司机组利用小时数近 5 年稳定于 4000 小时水平, 20 年受疫情影响全年利用小时数同比下降 8.4%。17-20 年公司综合上网电价整体在 400 元/MWh 上下波动, 无明显增长趋势。从 21 年开始, 公司综合上网电价开始显著爬坡, 21 年同比增长 6.3%, 22H1 同比显著增长 23.1%, 达到 518 元/MWh。综合上网电价明显上涨主要系燃料成本高企和电力供需紧张形势影响, 公司市场化电量占比从 20 年的 59.6% 上升至 21 年的 63.8%。

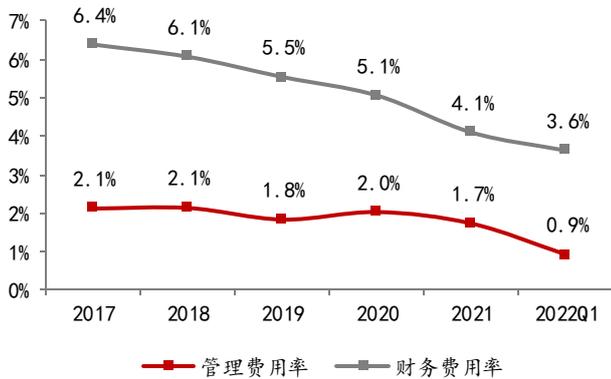
图 12: 近 5 年公司机组利用小时数稳定于 4000 小时


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 22H1 公司综合上网电价同比大增 23.1%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

近年来公司融资成本不断降低, 财务费用率也呈现逐年下降趋势。公司期间费用率整体呈下降趋势, 其中公司管理费用率在 17-21 年稳定于 2% 左右, 而财务费用率 5 年时间内显著下降 2.3pp。公司财务费用率逐年下降得益于公司中期票据年平均票面利率逐年降低以及公司营收的逐年增长, 公司中期票据年平均票面利率由 17 年的 4.83% 降至 22 年的 2.99%, 显著下降 1.84pp。22 年公司中期票据年平均票面利率为 2.99%, 位于近 5 年最低水平, 相应的, 公司财务费用率亦降至近 5 年最低水平。

图 14: 公司财务费用率逐年下降


数据来源: Wind, 西南证券整理

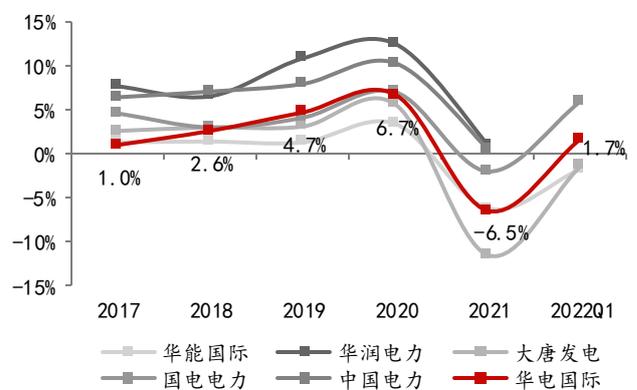
图 15: 公司中期票据年平均票面利率逐年降低


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司净利率整体保持增长趋势, 公司 22Q1 净利率在大型火电企业中排名第二。在公司营收增长及期间费用降低驱动下, 公司净利率在 17-20 年整体保持增长趋势, 由 17 年的 1% 增至 20 年的 6.7%, 4 年增长 5.7%。相较于可比公司华能国际, 公司在 18、19、20 年的净利率分别高出 1.2pp、3.4pp 和 3.3pp。21 年高煤价导致公司净利严重亏损, 5 年内首次负增长。公司净利率在经历 21 年断崖式下跌后, 于 22 年 Q1 实现扭亏。随着煤价回落以及市场化交易电量占比提升, 预计公司盈利能力将进一步提升。

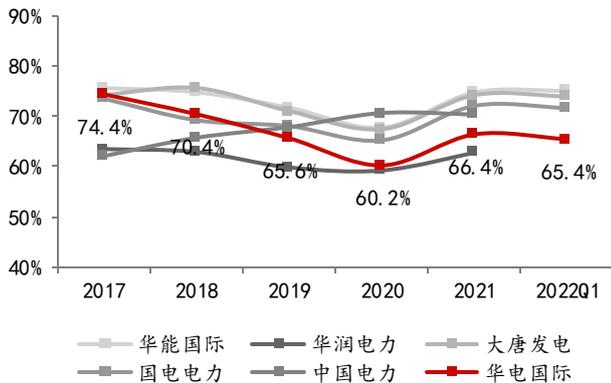
图 16: 公司净利率整体保持增长趋势


数据来源: Wind, 西南证券整理

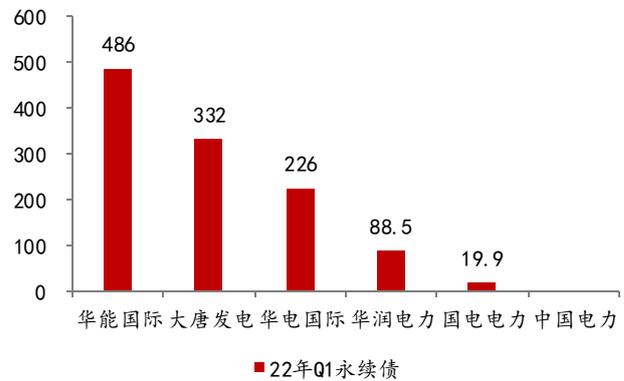
图 17: 22Q1 公司净利率实现扭亏


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司资本结构不断优化, 永续债位于行业中位水平。近 5 年公司资产负债率逐渐好转, 已由 17 年的 74.4% 降至 22Q1 的 65.4%, 5 年内下降 9 个百分点, 在同比的 6 家公司中下降幅度最为显著, 表明公司优化资产结构的目标已初显成效。截止 22 年 Q1, 公司永续债为 226 亿元, 处于同行中位水平。鉴于目前公司资产负债率处于同行较低位水平, 未来公司债务融资空间较大。

图 18: 近 5 年公司资产负债率逐年好转


数据来源: Wind, 西南证券整理

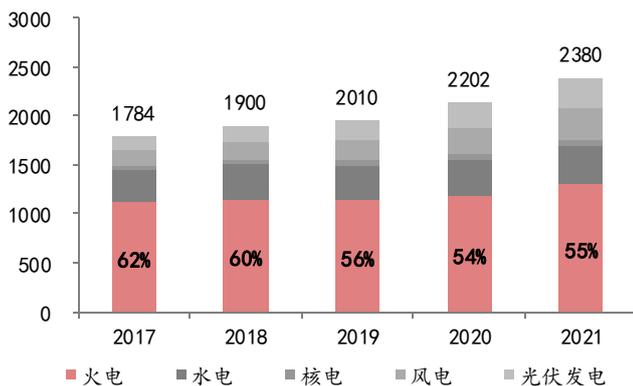
图 19: 公司永续债处于同行中位水平


数据来源: 公司公告, 华润电力为 21 年底数据, 西南证券整理

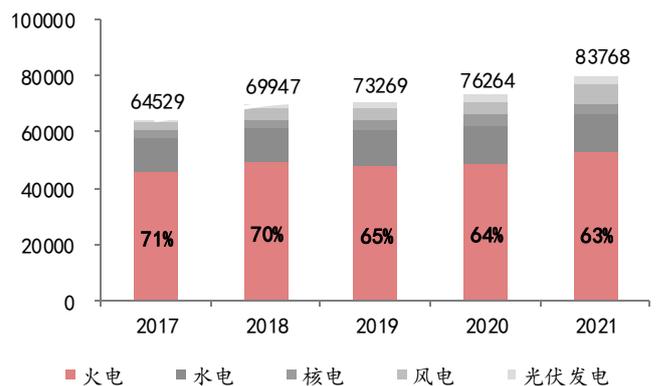
2 煤价回落&电价提升, 火电业绩有望修复

2.1 电煤长协履约率提升, 火电成本下降可期

全国全口径装机量和发电量持续增长, 火电依然是电力供应主力。全国全口径装机容量从 17 年 1784GW 增至 21 年的 2380GW, CAGR 达 7.5%。从装机量占比来看, 火电装机占比从 17 年的 62% 降至 21 年的 55%, 但依然占据大半壁江山。全国全口径发电量从 17 年 6.5 万亿千瓦增至 21 年 8.4 万亿千瓦, CAGR 达 6.7%。从发电量占比来看, 21 年火电发电量占比仍然处于 63% 的高位水平。无论从装机规模还是从发电量看, 火电仍然是当前我国电力供应的主力, 将继续发挥“兜底”作用。

图 20: 21 年全国全口径装机容量增至 2380GW


数据来源: 中电联, 西南证券整理

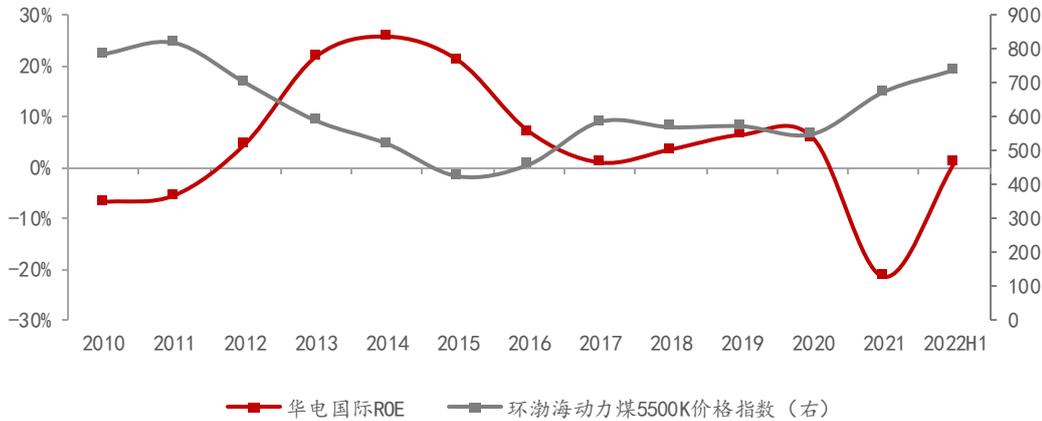
图 21: 21 年全国全口径发电量增至 83768 亿千瓦


数据来源: 中电联, 西南证券整理

煤价持续走高, 公司 ROE 经历 21 年大幅亏损后有所回转。10-21 年公司 ROE 与动力煤年均价格呈明显负相关趋势, 10 年和 11 年动力煤价格指数处于 800 元/吨左右的历史高位, 公司 ROE 小幅亏损; 12-14 年, 煤价处于下降通道时, 公司 ROE 持续提升。21 年在煤价上涨和电价受限双重压力下, 公司 ROE 出现大幅亏损。煤价增长带动电价增长, 公司 22Q1 市场化交易占比高达 85.8%, 综合上网电价提升至 516 元/兆瓦时, ROE 出现明显回转。预

计 22 年公司 will 进一步提升电量市场化交易比例, 保持较高上网电价。21 年国家发改委发布煤长协 100% 全覆盖等相关文件对高煤价进行管控, 发布燃煤发电上网电价市场化改革通知放宽电价浮动区间, 成本端和销售端同步改善, 预计 22 年公司 ROE 将大幅反弹。

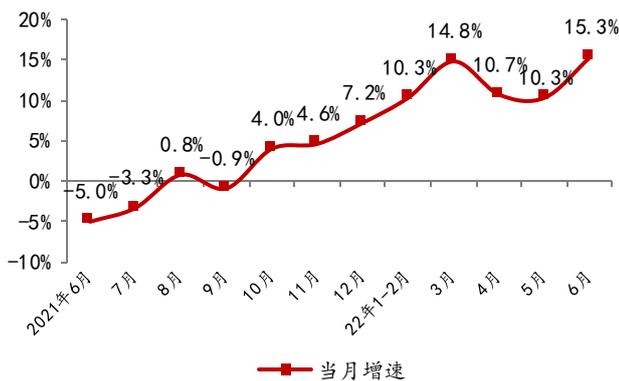
图 22: 2010-2022H1 华电国际 ROE 与环渤海动力煤 5500K 价格指数 (元/吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

煤炭产能不断扩大, 稳定国内煤炭供给。 21 年下半年, 国家发改委及各省市逐步采取措施以加快释放煤炭优质产能, 引导煤价回归合理水平。随着晋陕蒙各煤矿企业有序复工复产, 据中国煤炭工业协会数据显示, 全国煤炭日产量持续稳定在 1200 万吨以上。21 年各项煤炭增产增供政策不断出台, 规模以上工业原煤产量月度增速不断上扬, 22 年 3 月达到 14.8%, 4-5 月增速稍有下降, 6 月达到 15.3% 的近一年顶峰水平。22 年 7 月电煤保供力度加大, 国务院及发改委出台三个“100%”目标要求 (签约率 100%、履约率 100%、价格政策 100%) 推动发电企业燃料成本进一步回落。

图 23: 近 1 年规模以上工业原煤产量月度增速逐渐攀升



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 24: 22 年 7 月秦皇岛动力煤价格高位有所下滑



数据来源: Wind, 西南证券整理

煤炭长协履约率有望持续提升, 煤价有望回归合理区间。 22 年 2 月 25 日, 国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》, 明确秦皇岛港下水煤价格合理区间为每吨 570-770 元, 山西、陕西和蒙西煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间分别为 370-570 元/吨、320-520 元/吨和 260-460 元/吨, 蒙东为 200-300 元/吨。22 年以来, 由于现货市场部分煤炭经营商哄抬价格, 煤价居高不下。目前按照煤长协设定的 570-770 元/吨价格签订

中长期协议合同的情况并不多。22年3月18日，国家发改委部署开展煤炭中长期合同签约履行专项核查，要求煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的80%以上，发电供热企业年度用煤应实现中长期供需合同全覆盖。22年7月1日，全国煤炭交易中心发布《关于加快推进2022年电煤中长期合同补签换签相关工作的公告》，要求企业应于7月8日前完成补签换签相关平台工作，以加快推进22年电煤中长期合同补签换签相关工作，尽快达到三个“100%”的目标要求（签约率100%、履约率100%、价格政策100%）。供给端煤炭增产增供和煤长协履约率提升，火电成本有望回归合理区间。

2.2 市场化交易提升上网电价，盈利反转指日可待

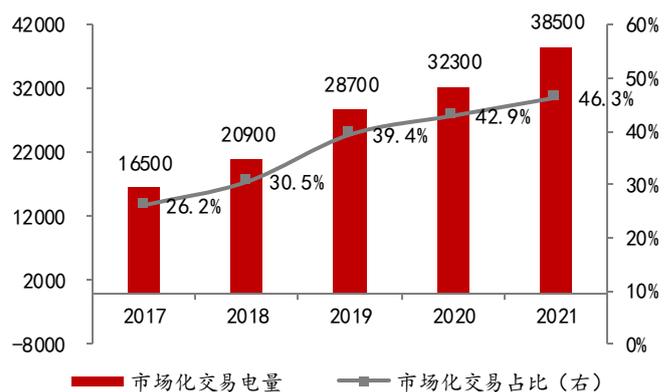
全社会用电量持续增长和电力市场化改革不断推进，行业发展前景良好。全社会用电量自17年6.3万亿千瓦时提升至21年8.3万亿千瓦时，5年增幅31.7%。中电联预计22年全国全社会用电量达8.7-8.8万亿千瓦时，同比增长5%-6%，增长趋势将延续。全国市场化交易电量占比逐年提升，5年增幅20.1%，22年1-4月占比达60.8%。用电量的稳步增长及市场化交易占比的大幅提升有助于营造良好行业发展前景，助力22年电力行业业绩反转。

图 25：17-21 年全社会用电量变化情况（亿千瓦时）



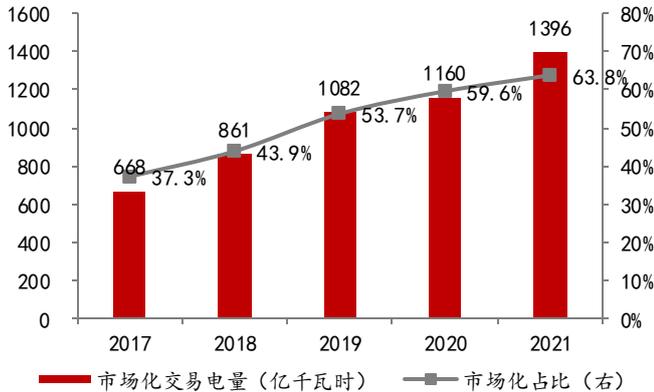
数据来源：中电联，西南证券整理

图 26：17-21 年全国市场化交易电量变化趋势（亿千瓦时）

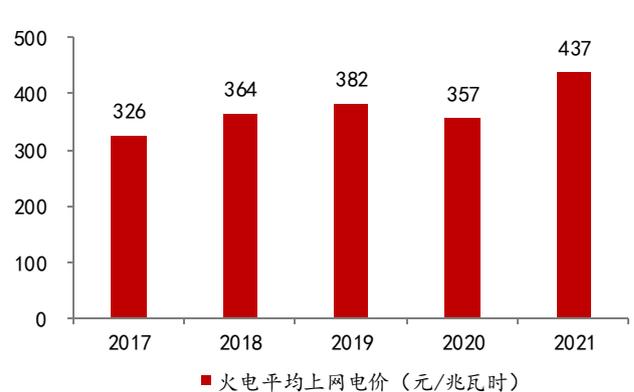


数据来源：中电联，西南证券整理

从21年下半年开始，高煤价带动公司火电平均上网电价不断上涨。公司电量市场化交易占比由17年的37.3%增至22Q1的85.8%，增幅高达48.5%。主要系21年煤价高涨导致公司燃煤成本居高不下，公司通过提升电量市场化比例增厚收入以缓解燃煤高成本压力。公司火电平均上网电价整体呈上升趋势，5年增幅达34%。20年电价下降25.3元/兆瓦时，降幅明显。一方面，发改委发布燃煤电价改革意见，在基准价基础上上浮不超过10%，下浮不超过15%，且20年暂不上浮；另一方面，为促进疫情后经济恢复，国家要求20年降低工业企业电价，两方面综合压低公司火电上网电价。

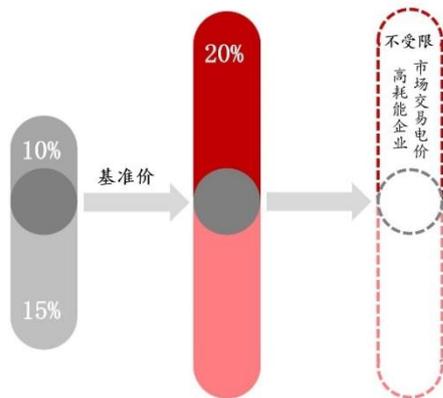
图 27：公司市场化交易占比逐年提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

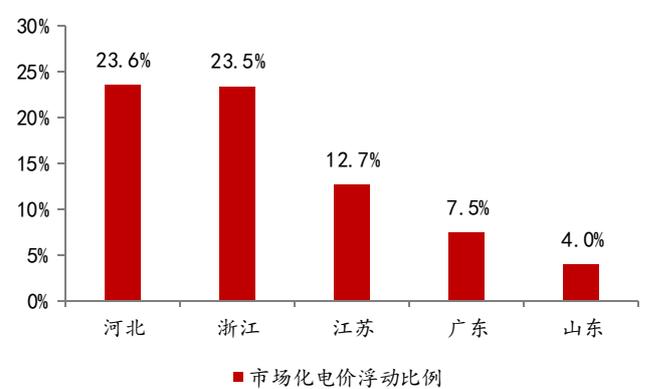
图 28：21 年公司火电平均上网电价增至 437 元/兆瓦时


数据来源：公司公告，西南证券整理

22 年全国大部分省市地区市场化电价上浮显著，电价上涨助力公司盈利修复。21 年煤价高企导致以火电为主的发电企业大幅亏损，为缓解“煤电价格联动”机制失效的问题，同年 10 月，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将市场化电价浮动区间由[-10%, 15%]放宽至[-20%, 20%]，并且高耗能企业浮动上限不受 20% 限制。22 年以来，各省市纷纷响应落实新的定价机制，如：在 22 年 7 月天津市的双边协商交易中，基准价 0.366 元/千瓦时，市场化交易电价定位 0.480 元/千瓦时，上浮 31.4%。河北、浙江、江苏等用电大省市场化电价均保持较高比例上浮。公司火力发电厂主要集中于山东和湖北地区，7 月两地电价分别上浮 4.0% 和 11.3%，电价保持上浮将助力公司盈利修复。

图 29：公司市场化交易占比逐年提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：22 年 7 月多省市场化电价保持高比例上浮


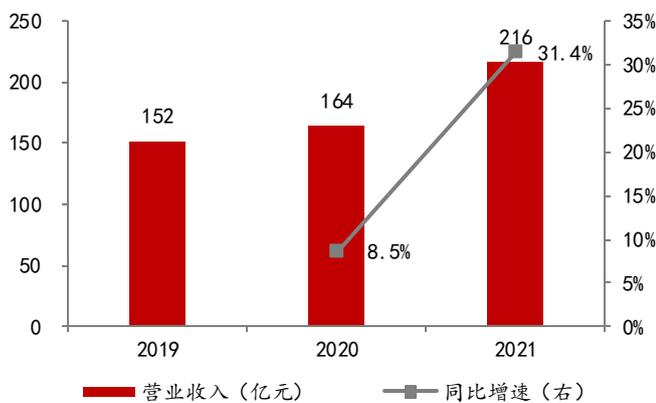
数据来源：各省电力交易中心，西南证券整理

3 持股 31%华电新能，投资收益丰厚稳定

3.1 华电新能营收净利双增，戴维斯双击效应渐显

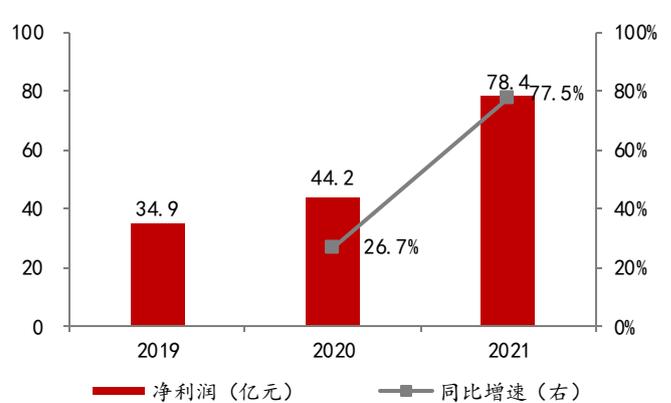
参股企业华电新能业绩持续向好，21年净利增速高达77.5%。公司21年完成新能源资产剥离后，持有华电新能31.0%股权。21年华电新能总营收216亿元，增速达31.4%。主要系21年华电新能受让华电国际、华电福新及中国华电约197亿新能源资产，风光装机规模大幅提升。发电量大幅增长及风电平均上网电价提升是推动公司营收大增的核心原因。21年华电新能净利润78.4亿元，增速高达77.5%，高出营收增速1倍多。主要系营收增长，营收成本增速放缓以及投资收益同比大增约13.4亿元所致。未来伴随1517万千瓦风光项目陆续投产，华电新能业绩将持续向好，有望为公司贡献持续稳定的分红收益。

图 31：21 年华电新能实现营收 216 亿元



数据来源：华电新能招股书，西南证券整理

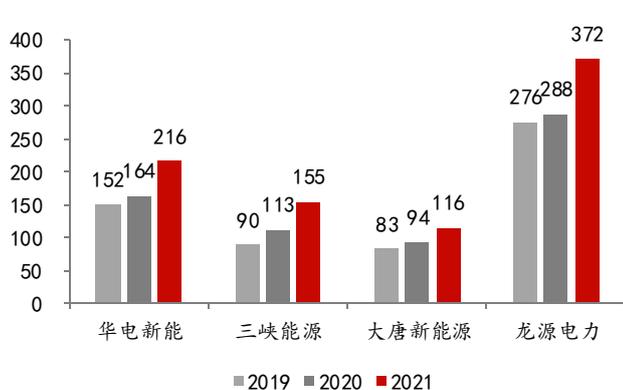
图 32：21 年华电新能净利润增速高达 77.5%



数据来源：华电新能招股书，西南证券整理

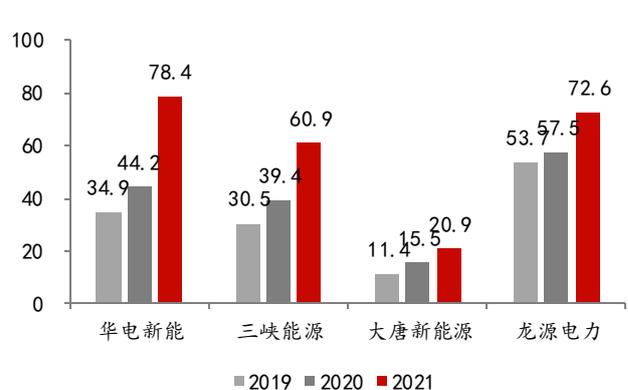
21 年华电新能实现净利 78.4 亿元，超过三峡能源和龙源电力位居行业净利第一。21 年华电新能实现营收 216 亿元，低于龙源电力营收 372 亿元，但高于三峡能源和大唐新能源营收 155 亿元和 116 亿元。同年公司净利润达到 78.4 亿元，超过龙源电力净利 72.6 亿元，在 4 家可比公司中位于首位，主要系华电新能营收及投资收益同比大增。华电新能营收相比龙源电力低出 156 亿元，但净利却高出其 5.8 亿元，表明华电新能具备优异的盈利能力，相对同行公司更具竞争优势。

图 33：19-21 年华电新能营收处于同行中位水平



数据来源：华电新能招股书，各公司公告，西南证券整理

图 34：21 年华电新能净利润赶超新能源龙头公司



数据来源：华电新能招股书，各公司公告，西南证券整理

参考可比公司估值，华电新能总市值有望达到 1600 亿元。截至 22 年 3 月底，公司总资产 2218 亿元，净资产 652 亿元，若按三峡能源 2.43PB 及龙源电力 2.67PB 均值估值，总市值有望达到 1663 亿元。21 年公司营收 216 亿元，归母净利润 72.3 亿元，若按三峡能源 26.1PE 及龙源电力 28.5PE 均值估值，总市值有望达到 1974 亿元。

表 1：华电新能上市后总市值测算

可比新能源上市公司	PB	华电新能 净资产(亿元)	华电新能 PB 估值(亿元)	PE(TTM)	华电新能 净利润(亿元)	华电新能 PE 估值(亿元)
三峡能源	2.43	652	1663	26.1	72.3	1974
龙源电力	2.67			28.5		
平均值	2.55			27.3		

数据来源：Wind，取自 2022 年 08 月 02 日数据，西南证券整理

华电国际所持股份价值有望超 400 亿，未来投资收益丰厚。21 年 5 月，华电国际旗下新能源资产剥离注入华电新能，获华电新能源 37% 股权。21 年 12 月，华电福新增资引战 150 亿元，华电国际所持股份稀释至 31%。本次 A 股上市，华电新能源计划发行股票数量为发行后总股本 15%-30%，预计华电国际所持股份将被稀释至 22%-26%，股权价值有望超过 400 亿。华电新能源的快速发展将持续为华电国际贡献高额投资回报，公司长期股权投资收益有望在 21 年 24.7 亿的基础上持续增长。

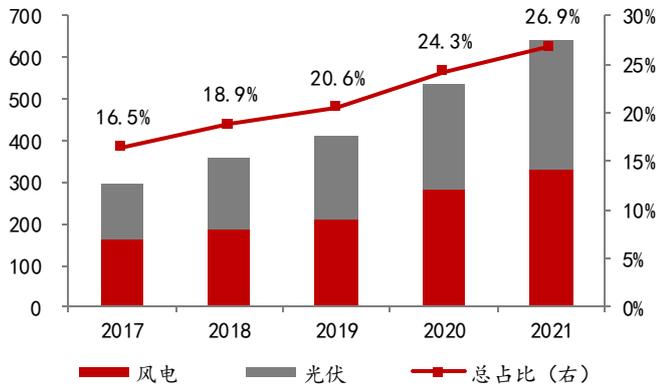
表 2：华电新能上市后公司股权价值测算

新增股数在发行后 总股数中占比	上市前总股数 (亿股)	新增发行股股数 (亿元)	上市后总股数 (亿股)	华电国际稀释后 持股比例	按“PB” 持股市值	按“PE” 持股市值
15%	360	63.5	423.5	26%	432	513
30%	360	154.3	514.3	22%	366	434
区间	—	—	—	[22%, 26%]	[366, 432]	[434, 513]

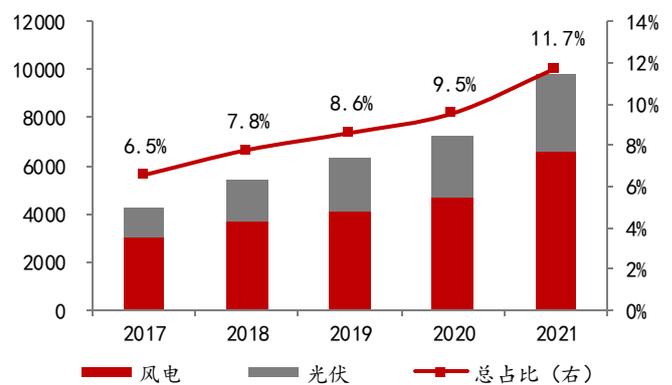
数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 装机规模逐渐提升，盈利能力领先同行

“双碳目标”迎未来，“十四五规划”创新机。21 年 10 月，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，方案指出“十四五”期间要推进煤炭消费替代和转型升级，全面推进风光大规模开发，争取到 30 年风光装机总容量达 12 亿千瓦以上。我国风光装机容量过去 5 年 CAGR 达 21.5%。按 30 年最低达 1200GW 计算，未来 9 年我国风光装机量有 560GW 以上增长空间，年均 CAGR 可达 7.2%。预计到十四五末期，我国风光装机量可达 846GW 以上。17 到 21 年我国风光发电量平均增速为 8.8%，以此计算，预计 25 年，风光发电量将达到 13769 亿千瓦。双碳目标引领下，十四五期间，我国新能源发电企业将迎来新的发展机遇。

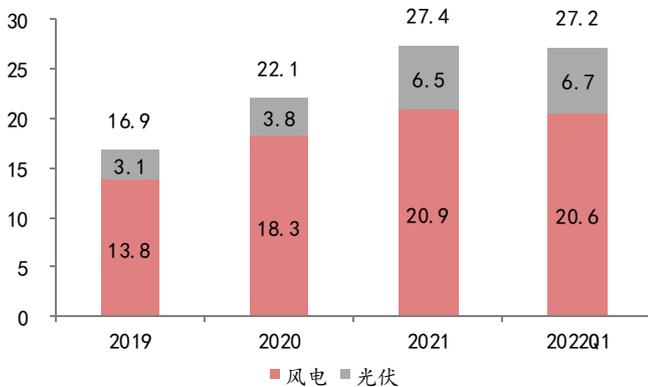
图 35: 17-21 年全国风光装机规模快速提升 (GW)


数据来源: 中电联, 西南证券整理

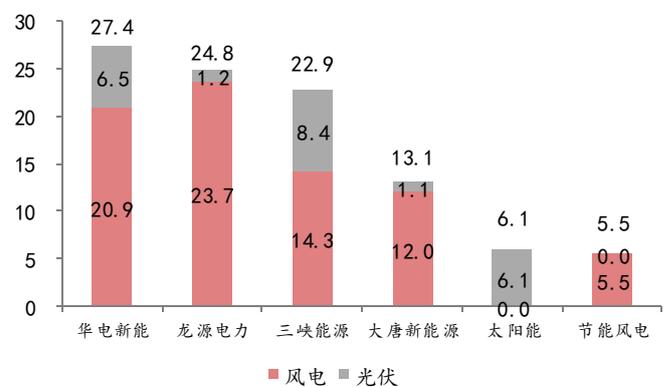
图 36: 17-21 年全国风光发电量稳步增长 (亿千瓦时)


数据来源: 中电联, 西南证券整理

21 年华电新能风光装机规模增至 27.4GW, 位居同行新能源公司首位。近 3 年, 华电新能不断受让华电福新、华电国际以及中国华电注入的新能源资产, 风光装机规模不断提升, 已由 19 年的 16.9GW 增长至 21 年的 27.4GW, CAGR 达 27.3%。华电新能最前身为福清风电, 以风电业务为主, 目前华电新能风电装机规模显著高于光伏装机规模。21 年风电装机为 20.9GW, 占比高达 76.3%。截至 21 年底, 华电新能 27.4GW 的风光装机规模位居同行新能源公司首位, 相比两大新能源上市公司龙头三峡能源和龙源电力分别高出 4.5GW 和 2.6GW, 华电新能上市后有望成为风光装机规模最大的上市公司。

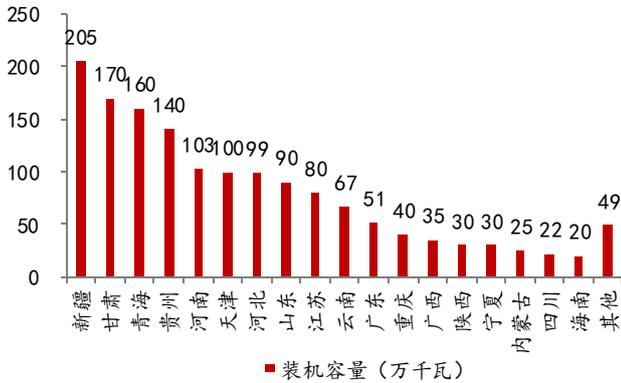
图 37: 21 年华电新能风光装机规模增至 27.4GW


数据来源: 华电新能招股书, 西南证券整理

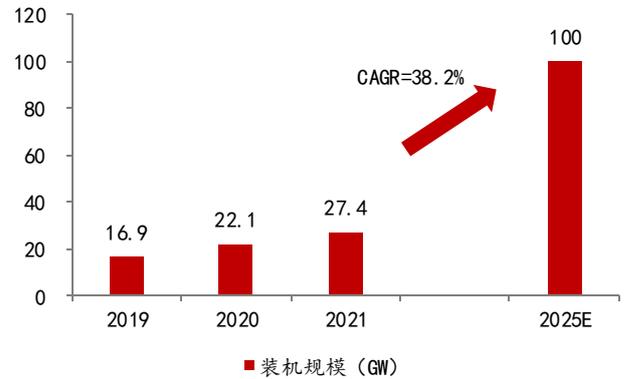
图 38: 21 年华电新能风光装机规模位居同行首位


数据来源: 华电新能招股书, 西南证券整理

华电新能 15.2GW 募投项目主要分布于三北地区, 25 年底风光装机目标 100GW。22 年华电新能拟以公开上市方式股权融资, 以满足经营规模扩大的资金需求。在拟募集资金中, 210 亿元拟用于风力发电、太阳能发电项目, 90 亿拟用于补充流动资金。公司募投风光发电项目在全国 23 个省市地区进行布局, 重点布局在新疆、甘肃、青海等三北地区。未来随着华电新能风光项目陆续投产, 总装机规模将不断提升。十四五期间, 华电新能提出“五个 1”发展目标, 其中装机规模发展目标为预计到 25 年底新能源总装机将达到 100GW, CAGR 约为 38.2%。

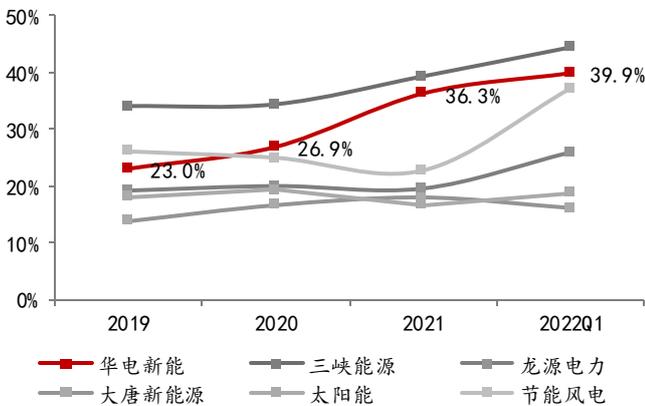
图 39: 华电新能募投项目在各地区分布情况


数据来源: 华电新能招股书, 西南证券整理

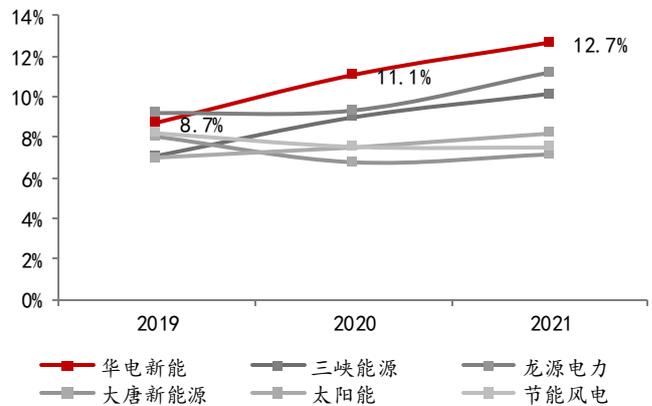
图 40: 25 年底华电新能风光装机规模预计可达 100GW


数据来源: 华电新能招股书, 西南证券整理

华电新能净利润率和 ROE 持续增长, 有望带来丰厚稳定的投资回报。 华电新能净利润率由 19 年的 23% 提升至 2021 年的 36.3%, 2 年提升 13.3%。21 年净利润率增长最快接近 10%, 主要系华电新能营收大增 31.4% 以及核电投资获益 13.4 亿元所致。19-21 年, 华电新能 ROE 由 8.7% 提升至 12.7%, 2 年增长 4%。近 2 年华电新能 ROE 显著高于同行新能源公司, 一方面, 华电新能净资产扩大, 盈利提升带动 ROE 增长; 另一方面, 华电新能债务水平较高, 财务杠杆加大也是 ROE 增长原因之一。未来伴随 1517 万千瓦风光项目持续投产, 及所投资核电企业稳定分红, 华电新能净利润率将进一步增长, 有望为华电国际持续贡献高额投资回报。

图 41: 22Q1 华电新能净利润率升至 39.9%


数据来源: 华电新能招股书, 西南证券整理

图 42: 华电新能 ROE 显著高于同行新能源公司


数据来源: 华电新能招股书, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司火电燃料成本不断下降，公司火电盈利能力逐步恢复。未来三年电力业务收入增长率分别为 5%/3%/1%，未来三年毛利率分别为 11%/12%/13%；

假设 2：公司火电供电煤耗及利用小时数均保持稳定，未来三年供电煤耗保持在 288 克/千瓦时，未来三年发电机组利用小时数保持在 4066 小时；

假设 3：公司参股的华电新能保持高速发展，未来三年贡献投资收益分别 26/30/35 亿元；

假设 4：公司计提资产减值保持稳定，未来三年资产减值损失均保持在 15 亿。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电力	收入	83642	87824	90459	91363
	增速	19.2%	5.0%	3.0%	1.0%
	毛利率	-5.8%	11.0%	12.0%	13.0%
热力	收入	7468	8215	9036	9940
	增速	12.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-32.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
售煤	收入	11617	12197	12807	13448
	增速	-7.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-5.6%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	收入	1695	2119	2649	3311
	增速	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	83.9%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	104422	108237	112303	114751
	增速	15.1%	3.7%	3.8%	2.2%
	毛利率	-6.2%	9.7%	10.4%	11.1%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取火电行业中的三家主流公司作为对比，2022 年三家公司平均 PB 为 1.7 倍。考虑到公司已在 22Q1 率先实现扭亏，随着电煤长协履约率提升，公司盈利有望进一步修复，但是可比公司均持有部分新能源资产，而公司仅通过参股形式获取新能源资产收益，考虑一定折价，保守起见我们给予公司 2022 年 1.3 倍 PB，对应目标价 5.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB(倍)
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	LF
600011.SH	华能国际	6.31	-0.65	0.29	0.64	0.76	-14.82	22.09	9.93	8.28	1.85
600795.SH	国电电力	3.59	-0.10	0.31	0.40	0.50	-30.64	11.60	8.87	7.11	1.44
601991.SH	大唐发电	2.63	-0.50	0.14	0.17	0.22	-6.47	19.35	15.12	12.11	1.69
平均值							-17.31	17.68	11.31	9.17	1.66
600027.SH	华电国际	4.21	-0.50	0.41	0.55	0.66	-10.63	10.16	7.69	6.41	1.12

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

煤价上涨风险、电价下跌风险、华电新能业绩不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	104422.21	108236.61	112302.71	114751.32	净利润	-6754.24	4447.03	5871.27	7044.88
营业成本	110856.82	97766.96	100618.74	102026.30	折旧与摊销	10997.14	11575.86	12052.82	12648.03
营业税金及附加	1023.94	1191.23	1215.93	1229.73	财务费用	4278.79	4249.09	4038.57	3759.81
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-2934.45	-1500.00	-1500.00	-1500.00
管理费用	1806.70	1972.96	2037.21	2068.95	经营营运资本变动	-8819.77	1881.50	-671.53	-605.41
财务费用	4278.79	4249.09	4038.57	3759.81	其他	-3117.96	-1457.94	-1963.98	-2462.97
资产减值损失	-2934.45	-1500.00	-1500.00	-1500.00	经营活动现金流净额	-6350.51	19195.54	17827.14	18884.34
投资收益	7242.10	3000.00	3500.00	4000.00	资本支出	39110.38	-20000.00	-20000.00	-20000.00
公允价值变动损益	-37.23	-37.23	-37.23	-37.23	其他	-45505.72	3046.13	3459.49	3963.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6395.33	-16953.87	-16540.51	-16036.13
营业利润	-8549.39	4519.14	6355.04	8129.28	短期借款	6865.83	1707.38	2270.80	1329.67
其他非经营损益	123.16	161.94	168.60	158.81	长期借款	-7720.65	4000.00	3000.00	2000.00
利润总额	-8426.23	4681.08	6523.64	8288.09	股权融资	-430.32	0.00	0.00	0.00
所得税	-1671.99	234.05	652.36	1243.21	支付股利	-2465.74	2482.67	-2045.63	-2700.79
净利润	-6754.24	4447.03	5871.27	7044.88	其他	15673.01	-5698.60	-4105.19	-3232.23
少数股东损益	-1788.90	355.76	469.70	563.59	筹资活动现金流净额	11922.13	2491.46	-880.02	-2603.34
归属母公司股东净利润	-4965.35	4091.27	5401.57	6481.29	现金流量净额	-823.76	4733.13	406.61	244.86
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6090.53	10823.66	11230.27	11475.13	成长能力				
应收和预付款项	12670.34	14267.39	14460.83	14645.21	销售收入增长率	15.07%	3.65%	3.76%	2.18%
存货	6116.15	4359.94	4613.85	4794.51	营业利润增长率	-226.38%	152.86%	40.63%	27.92%
其他流动资产	4701.75	3475.51	3673.21	3814.27	净利润增长率	-216.92%	165.84%	32.03%	19.99%
长期股权投资	37250.04	37250.04	37250.04	37250.04	EBITDA 增长率	-70.08%	202.45%	10.33%	9.31%
投资性房地产	61.83	51.98	55.26	54.17	获利能力				
固定资产和在建工程	137500.08	146157.72	154338.41	161923.87	毛利率	-6.16%	9.67%	10.40%	11.09%
无形资产和开发支出	7657.95	7424.45	7190.95	6957.45	三费率	5.83%	5.75%	5.41%	5.08%
其他非流动资产	6811.76	6811.76	6811.76	6811.76	净利率	-6.47%	4.11%	5.23%	6.14%
资产总计	218860.43	230622.45	239624.58	247726.41	ROE	-9.18%	5.52%	6.96%	7.95%
短期借款	27644.55	29351.93	31622.72	32952.40	ROA	-3.09%	1.93%	2.45%	2.84%
应付和预收款项	16610.53	19650.47	19494.27	19331.31	ROIC	-2.07%	5.42%	5.79%	5.94%
长期借款	56682.11	60682.11	63682.11	65682.11	EBITDA/销售收入	6.44%	18.80%	19.99%	21.38%
其他负债	44357.13	40442.13	40504.02	41095.04	营运能力				
负债合计	145294.31	150126.63	155303.12	159060.86	总资产周转率	0.46	0.48	0.48	0.47
股本	9869.86	9869.86	9869.86	9869.86	固定资产周转率	0.75	0.89	0.93	0.95
资本公积	13105.54	13105.54	13105.54	13105.54	应收账款周转率	10.90	10.93	10.37	10.46
留存收益	16066.62	22640.56	25996.50	29777.00	存货周转率	25.86	18.47	22.15	21.44
归属母公司股东权益	61829.64	68403.58	71759.52	75540.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.05%	—	—	—
少数股东权益	11736.47	12092.23	12561.94	13125.53	资本结构				
股东权益合计	73566.12	80495.82	84321.46	88665.55	资产负债率	66.39%	65.10%	64.81%	64.21%
负债和股东权益合计	218860.43	230622.45	239624.58	247726.41	带息债务/总负债	70.09%	71.64%	72.64%	73.02%
					流动比率	0.45	0.50	0.49	0.49
					速动比率	0.36	0.43	0.43	0.43
					股利支付率	-49.66%	-60.68%	37.87%	41.67%
					每股指标				
					每股收益	-0.50	0.41	0.55	0.66
					每股净资产	7.45	8.16	8.54	8.98
					每股经营现金	-0.64	1.94	1.81	1.91
					每股股利	0.25	-0.25	0.21	0.27
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	6726.53	20344.09	22446.42	24537.13					
PE	-8.37	10.16	7.69	6.41					
PB	0.56	0.52	0.49	0.47					
PS	0.40	0.38	0.37	0.36					
EV/EBITDA	21.53	7.10	6.65	6.23					
股息率	5.93%	—	4.92%	6.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn