

## 公司研究 | 点评报告 | 华电国际 (600027.SH)

# 煤价高位火电经营承压，四季度亏损或因减值

### 报告要点

公司四季度归母净亏损达 23.15 亿元到 21.25 亿元，年内首次发生单季度亏损的情况，且亏损金额较大，远低于年内另一低点（2022 年一季度实现的归母净利润 6.17 亿元），我们认为单纯煤价居高以及电量回落的因素并不能完全解释，其或存在资产减值因素的影响，2021 年以来，受煤价持续高位运行影响，火电业务经营环境存在较大变化，从而使得部分火电资产存在减值考量，年末集中减值或扩大了公司火电业务亏损情况，从而使得全年预计将实现归母净利润 0.1 亿元至 2 亿元。

### 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001

华电国际 (600027.SH)

2023-01-31

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 煤价高位火电经营承压，四季度亏损或因减值

### 事件描述

公司发布 2022 年业绩预告，2022 年公司预计实现归母净利润 0.1 亿元至 2 亿元，同比扭亏。

### 事件评论

- 需求转弱限制电量表现，四季度营收或将环比降低。** 电量端，公司四季度完成火电上网电量 478.31 亿千瓦时，按可比口径同比减少 8.81%，环比更是减少 19.95%。考虑到公司四季度新增华电平江 1 台 100 万千瓦煤电机组投产带来的试运行增量，其他火电机组上网电量环比及同比降幅或将进一步增加，公司电量减少主因或系全社会用电需求减弱影响。此外，受季节性因素叠加来水偏枯影响，公司水电完成上网电量 25.57 亿千瓦时，环比减少 24.39%。在电量端均环比大幅下行的背景下，预计四季度收入环比三季度将存在较大降幅。全年来看，公司累计完成发电量为 2,209.32 亿千瓦时，完成上网电量 2,070.45 亿千瓦时，按照可比口径分别较上年同期增长 0.54% 和 0.32%。**电价方面**，2022 年公司平均上网电价约为 519 元/兆瓦时，与前三季度相比提升 2.44 元/兆瓦时，即使与包含风光电价 2021 年同期值相比，也实现了 20.69% 的同比增长，电价继续维持高位的刚性。**整体而言**，在电价端大幅增长的背景下全年营收或实现同比显著提升，但单四季度看，受电量环比大幅降低影响营收预计环比存在较大下行压力。
- 成本高位叠加减值影响，四季度业绩承压下行。** 成本端，2022 年四季度广州港 Q5500 山西优混库提价为 1539.44 元/吨，同比降低 5.6%，但环比增长 11.50%，持续上涨的煤价一方面会使得市场采购煤价环比提升，另一方面也会使得长协煤比例提升难以进一步增加。因此整体来看，四季度公司燃料成本端压力或环比三季度有所扩大，因此四季度火电业务亏损压力或将进一步增加。投资收益方面，由于四季度为风电出力旺季，而公司参股公司华电新能源装机构成中又以风电装机为主，截至 2022 年一季度末控股装机中 75.56% 为风电机组，同时考虑到装机规模的扩张，因此预计华电新增四季度环比三季度业绩将有所增长。同时考虑到四季度煤价高位参股煤炭公司预计也将实现稳健的业绩表现。因此公司投资收益两个主要方向煤炭及新能源公司四季度环比三季度预计均实现稳健的业绩表现。整体来看，虽然公司火电业务业绩压力较大，但在投资收益的平滑下，环比出现大幅波动的概率并不算高，然而，公司四季度归母净亏损达 23.15 亿元到 21.25 亿元，年内首次发生单季度亏损的情况，且亏损金额较大，远低于年内另一低点（2022 年一季度实现的归母净利润 6.17 亿元），我们认为单纯煤价居高以及电量回落的因素并不能完全解释，其或存在资产减值因素的影响，2021 年以来，受煤价持续高位运行影响，火电业务经营环境存在较大变化，从而使得部分火电资产存在减值考量，年末集中减值或扩大了公司火电业务亏损情况，从而使得全年预计将实现归母净利润 0.1 亿元至 2 亿元。
- 投资建议：**根据最新经营数据，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.01 元、0.56 元和 0.69 元，对应 2023-2024 年 PE 分别为 10.29 倍和 8.33 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 1、来水不及预期风险；
- 2、新项目建设投资不及预期。

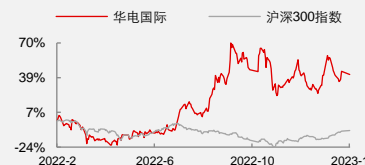
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	5.78
总股本(万股)	986,986
流通A股/B股(万股)	815,262/0
资产负债率	66.36%
每股净资产(元)	3.91
市盈率(当前)	-13.38
市净率(当前)	0.78
近12月最高/最低价(元)	7.15/3.27

注：股价为 2023 年 1 月 30 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《火电主业盈利拐点确认，新能源投资收益降档增速》2022-11-02
- 《电量高增火电业务稳步修复，投资收益季节性回落限制增长》2022-10-19
- 《煤价高位不改稳健表现，投资收益支撑扣非业绩增长》2022-09-05



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>104422</b>	<b>115684</b>	<b>119264</b>	<b>121480</b>	货币资金	6091	6537	6202	7130
营业成本	110857	113820	113390	114937	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>-6435</b>	<b>1864</b>	<b>5874</b>	<b>6543</b>	应收账款	9049	12555	9718	12969
%营业收入	-6%	2%	5%	5%	存货	6116	2834	6082	2955
营业税金及附加	1024	865	892	908	预付账款	2067	2122	2114	2143
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	6256	5932	6483	6048
销售费用	0	0	0	0	<b>流动资产合计</b>	<b>29579</b>	<b>29980</b>	<b>30600</b>	<b>31245</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	37250	42250	49750	59750
管理费用	1807	1851	1908	1944	投资性房地产	62	62	62	62
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	123026	116538	109774	102457
研发费用	3	0	0	0	无形资产	7217	7217	7217	7217
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	441	441	441	441
财务费用	4279	4076	3751	3540	递延所得税资产	2329	2329	2329	2329
%营业收入	4%	4%	3%	3%	其他非流动资产	18957	16457	13957	11457
加: 资产减值损失	-2934	-1500	0	0	<b>资产总计</b>	<b>218860</b>	<b>215273</b>	<b>214130</b>	<b>214958</b>
信用减值损失	-471	0	0	0	短期贷款	27645	17645	17845	10345
公允价值变动收益	-37	0	0	0	应付款项	12392	18108	12276	18523
投资收益	7242	4990	5265	6030	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-8549</b>	<b>-375</b>	<b>5602</b>	<b>7213</b>	应付职工薪酬	223	229	228	231
%营业收入	-8%	0%	5%	6%	应交税费	1585	1756	1810	1844
营业外收支	123	100	100	100	其他流动负债	23819	22301	23915	22392
<b>利润总额</b>	<b>-8426</b>	<b>-275</b>	<b>5702</b>	<b>7313</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>65663</b>	<b>60038</b>	<b>56074</b>	<b>53334</b>
%营业收入	-8%	0%	5%	6%	长期借款	56682	56682	56682	56682
所得税费用	-1672	1	109	321	应付债券	17512	17512	17512	17512
净利润	-6754	-276	5593	6992	递延所得税负债	1059	1059	1059	1059
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>-4965</b>	<b>145</b>	<b>5544</b>	<b>6848</b>	其他非流动负债	4379	4379	4379	4379
少数股东损益	-1789	-421	49	144	<b>负债合计</b>	<b>145294</b>	<b>139670</b>	<b>135705</b>	<b>132965</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>-0.61</b>	<b>0.01</b>	<b>0.56</b>	<b>0.69</b>	归属于母公司所有者权益	61830	64289	67060	70484
					少数股东权益	11736	11315	11364	11509
					<b>股东权益</b>	<b>73566</b>	<b>75604</b>	<b>78425</b>	<b>81993</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>218860</b>	<b>215273</b>	<b>214130</b>	<b>214958</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-6351</b>	<b>15950</b>	<b>10637</b>	<b>21824</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	1916	4990	5265	6030		2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	-25199	-5000	-7500	-10000	每股收益	-0.61	0.01	0.56	0.69
资本性支出	-13171	-2320	-2400	-2400	每股经营现金流	-0.64	1.62	1.08	2.21
其他	30059	0	0	0	市盈率	—	392.64	10.29	8.33
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6395</b>	<b>-2330</b>	<b>-4635</b>	<b>-6370</b>	市净率	1.45	1.40	1.31	1.21
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	-4.20	13.53	9.95	8.76
股权融资	4918	0	0	0	总资产收益率	-2.3%	0.1%	2.6%	3.2%
银行贷款增加(减少)	106131	-10000	200	-7500	净资产收益率	-8.0%	0.2%	8.3%	9.7%
筹资成本	-8934	-4059	-6538	-7026	净利率	-4.8%	0.1%	4.6%	5.6%
其他	-90193	886	0	0	资产负债率	66.4%	64.9%	63.4%	61.9%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>11922</b>	<b>-13173</b>	<b>-6338</b>	<b>-14526</b>	总资产周转率	0.45	0.53	0.56	0.57
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-824</b>	<b>447</b>	<b>-336</b>	<b>928</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	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
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级：	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。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。