

华电国际（600027.SH）

净利润显著改善，盈利有望持续修复

买入

核心观点

营收同比微增，净利润扭亏为盈。2022年，公司实现营业收入1070.59亿元（+2.34%），归母净利润1.00亿元，实现扭亏为盈。公司营业收入增长主要系煤电电价上涨影响所致，2022年，公司平均上网电价为519元/MWh，同比增长20.69%；受益于煤炭长协“3个100%”政策落地以及火电量发电量下降等因素影响，公司净利润实现扭亏。

毛利率转正，费用率小幅下降，净利率有所上升。2022年，公司毛利率为0.43%，同比减少6.59pct，主要系电价上涨以及煤炭长协“3个100%”政策落地影响所致。费用率方面，公司管理费用率、财务费用率分别为1.53%、3.78%，分别同比减少0.20、0.32pct，反映出公司逐步加强费用成本管控。2022年，公司净利率为-0.60%，同比增加5.87pct，反映出公司盈利能力有改善趋势。

ROE显著改善，经营性净现金流大幅增长。2022年，公司ROE为2.12%，同比增加11.55pct，ROE提升得益于净利率同比增加和资产周转率提升。现金流方面，公司经营性净现金流为96.54亿元，同比显著改善，主要系煤电电价上涨影响；投资性净现金流流出85.09亿元，同比减少34.12%，主要系去年新能源资产整合影响；筹资活动现金净流出11.83亿元，主要系公司偿还借款及债券影响。

火电业务盈利有望进一步改善，装机增长驱动业绩持续提升。2023年国家要求电力中长期交易高比例签约，以及煤炭价格预计有所回调，公司火电业务盈利有望进一步改善。此外，公司火电装机容量增加，2022年新增火电装机1.34GW，且截至2022年，公司火电机组已获核准/在建项目装机容量7.89GW，其中煤电机组装机规模为6.85GW，燃气机组装机规模为1.04GW。随着上述项目逐步建成投运，公司火电机组装机规模将进一步提升，推动业绩增长。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑。

投资建议：预计2022-2025年公司归母净利润分别为/50/60/65亿元，同比增长4940%/19%/10%；EPS分别为0.51、0.60、0.66元，当前股价对应PE为11.2/9.5/8.6X。给予公司2023年12-13xPE，公司合理市值为604-654亿元，对应6.12-6.63元/股合理价值，较目前股价有6%-15%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	104,422	107,059	114,738	116,492	118,281
(+/-%)	15.1%	2.5%	7.2%	1.5%	1.5%
净利润(百万元)	-4965	100	5030	5963	6517
(+/-%)	-218.8%	-102.0%	4940.0%	18.5%	9.3%
每股收益(元)	-0.50	0.01	0.51	0.60	0.66
EBIT Margin	-8.0%	-1.1%	3.5%	4.5%	5.6%
净资产收益率(ROE)	-8.0%	0.2%	8.0%	9.0%	9.2%
市盈率(PE)	-11.4	564.6	11.2	9.5	8.6
EV/EBITDA	75.6	24.6	15.7	13.8	12.7
市净率(PB)	0.91	0.95	0.90	0.85	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

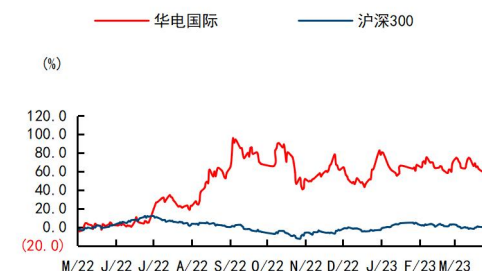
证券分析师：黄秀杰
021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：郑汉林
0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.12 - 6.63元
收盘价	5.79元
总市值/流通市值	57146/57146百万元
52周最高价/最低价	7.15/3.27元
近3个月日均成交额	443.53百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华电国际（600027.SH）-三季度业绩环比下滑，投资收益季节性回落》——2022-11-02

营收同比微增，净利润扭亏为盈。2022 年，公司实现营业收入 1070.59 亿元（+2.34%），归母净利润 1.00 亿元，实现扭亏为盈。公司营业收入增长主要系煤电电价上涨影响所致，2022 年，公司平均上网电价为 519 元/MWh，同比增长 20.69%；受益于煤炭长协“3 个 100%”政策落地以及火电量发电量下降等因素影响，公司净利润实现扭亏。

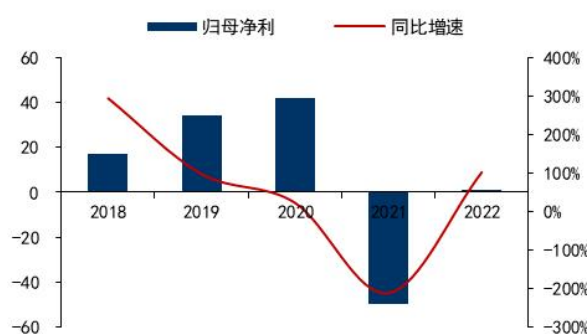
发电量、上网电量增长率均有所下降。2022 年，公司发电量 2209.32 亿千瓦时，同比下降 5.25%，上网电量为 2070.45 亿千瓦时，同比下降 5.54%。分不同电源来看，火电发电量 2111.90 亿千瓦时，同比下降 2.95%，上网电量 1974.27 亿千瓦时，同比下降 2.95%；水电发电量 97.42 亿千瓦时，同比下降 0.33%；上网电量 96.18 亿千瓦时，同比下降 0.63%。

图1：华电国际营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华电国际归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华电国际发电量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

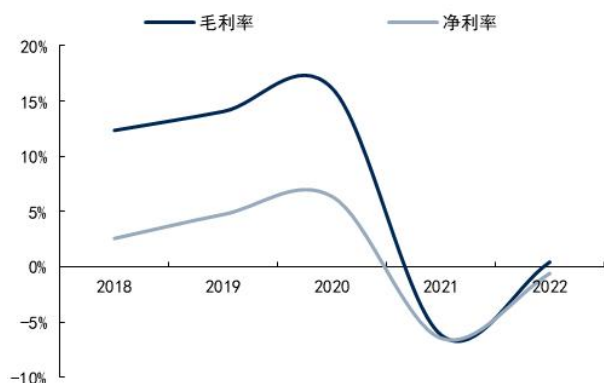
图4：华电国际上网电量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

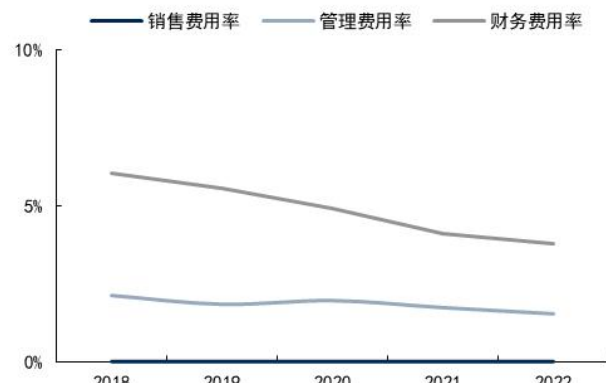
毛利率转正，费用率小幅下降，净利率有所上升。2022 年，公司毛利率为 0.43%，同比增加 6.59pct，主要系电价上涨以及煤炭长协“3 个 100%”政策落地影响所致。费用率方面，公司管理费用率、财务费用率分别为 1.53%、3.78%，分别同比减少 0.20、0.32pct，反映出公司逐步加强费用成本管控，且成效逐步显现。2022 年，公司净利率为-0.60%，同比增加 5.87pct，反映出公司盈利能力有改善趋势。

图5：华电国际毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

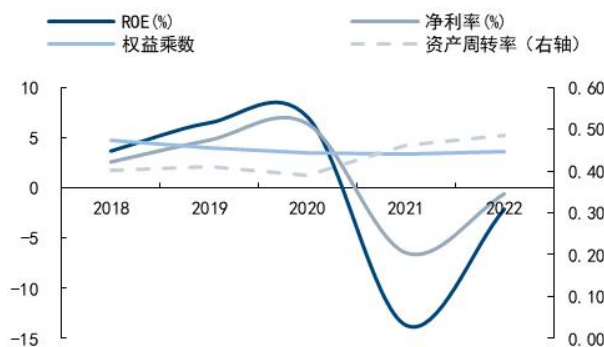
图6：华电国际三项费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ROE 显著改善，经营性净现金流大幅增长。2022 年，公司 ROE 为 2.12%，同比增加 11.55pct，ROE 提升得益于净利率同比增加和资产周转率提升。现金流方面，2022 年，公司经营性净现金流为 96.54 亿元，经营性现金流显著改善，主要系煤机电价上涨影响；投资性净现金流出额 85.09 亿元，同比减少 34.12%，主要系去年新能源资产整合影响；筹资活动现金净流出额 11.83 亿元，主要系公司偿还借款及债券影响。

图7：华电国际 ROE 及杜邦分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：华电国际现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行，驱动公司火电业绩进一步改善。近年来，政策性保供将持续发力，推动煤炭先进产能继续核增释放，但由于前两年核增产能已释放大部分，大幅增产空间有限。国际市场方面，随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内补充作用增强。需求方面，非化石能源电量占比将在 2023 年继续提高，煤炭消费增速将进一步放缓。2023 年，政策保障下电煤中长期合同签约履约率将得到提升，有效发挥电煤长协“压舱石”作用，预计煤炭市场供需将有所缓解，煤炭价格中枢有所下移。整体而言，2023 年国家要求电力中长期交易高比例签约，以及煤炭价格预计有所回调，公司火电业务盈利有望进一步改善。

火电新增装机规模增长，业绩有望进一步增长。随着风光新能源装机规模增长和能源保供需要，火电新增装机规模有望重回增长通道。2022 年，公司投产电源项目约 1.40GW，主要包括 1.34GW 的燃煤发电机组、56 兆瓦的水力发电机组以及约

5. 69 兆瓦的自用光伏发电机组。截至 2022 年底,公司控股装机容量约为 54.75GW。

公司火电在建机组装机规模大,同时积极布局抽水蓄能项目。截至 2022 年,公司火电机组已获核准/在建项目装机容量为 7.89GW,其中煤电机组装机规模为 6.85GW,燃气机组装机规模为 1.04GW。同时,公司乌溪江公司获得 298 兆瓦抽水蓄能项目指标,发展抽水蓄能发电业务。随着上述项目逐步建成投运,公司火电机组装机规模将进一步提升,推动业绩增长。

整体而言,公司火电发展稳步推进,抢抓煤机发展机遇的同时稳健拓展优质气电项目,并大力拓展抽水蓄能项目资源和积极推进地热供暖项目。公司在规模实力稳中有进的基础上,实现发展路径的持续拓展,产业结构的调整转型,业务发展结构不断优化。

投资建议:维持“买入”评级。我们预计 2022-2025 年公司营业收入分别为 1147/1165/1183 亿元,同比增长 7%/2%/2%;归母净利润分别为/50/60/65 亿元,同比增长 4940%/19%/10%;EPS 分别为 0.51、0.60、0.66 元,当前股价对应 PE 为 11.2/9.5/8.6X。给予公司 2023 年 12-13xPE,公司合理市值为 604-654 亿元,对应 6.12-6.63 元/股合理价值,较目前股价有 6%-15%的溢价空间,维持“买入”评级。

表1:可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
600011.SH	华能国际	8.57	1345	-0.65	-0.47	0.67	0.83	-13	-18	13	10	0.08	买入
600795.SH	国电电力	3.80	678	-0.10	0.33	0.42	0.50	-38	12	9	8	0.24	买入
0836.HK	华润电力	16.72	804	0.33	2.01	2.55	2.88	51	8	7	6	0.03	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 港股为港币。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6091	6282	15421	18790	29487	营业收入	104422	107059	114738	116492	118281
应收款项	10604	12447	15087	17233	19382	营业成本	110857	106599	109250	109699	110155
存货净额	6116	3937	4556	4887	4495	营业税金及附加	1024	880	1033	1048	1065
其他流动资产	6695	6467	6769	7126	7120	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	29579	29230	41987	48283	60879	管理费用	2126	1852	1590	1611	1633
固定资产	137741	140591	140703	138338	135617	财务费用	4279	4047	4290	4253	4185
无形资产及其他	7217	7272	7327	7381	7436	投资收益	7242	4805	5505	7615	7665
投资性房地产	7074	5136	5136	5136	5136	资产减值及公允价值变动	(2972)	(1005)	(711)	(184)	(709)
长期股权投资	37250	41033	41033	41033	41033	其他收入	1043	1184	2010	2070	2070
资产总计	218860	223262	236186	240171	250101	营业利润	(8549)	(1336)	5379	9382	10270
短期借款及交易性金融负债	42181	40309	41035	40309	40309	营业外净收支	123	186	186	186	186
应付款项	14803	16614	19419	17042	17838	利润总额	(8426)	(1150)	5565	9568	10456
其他流动负债	8679	6170	9658	8180	8054	所得税费用	(1672)	(512)	835	1435	1568
流动负债合计	65663	63092	70111	65531	66200	少数股东损益	(1789)	(738)	(300)	2170	2371
长期借款及应付债券	74194	84774	87832	90889	93947	归属于母公司净利润	(4965)	100	5030	5963	6517
其他长期负债	5438	4947	4947	4947	4947	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	79631	89721	92779	95837	98894		2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	145294	152813	162890	161368	165095	净利润	(4965)	100	5030	5963	6517
少数股东权益	11736	10935	10725	12244	13904	资产减值准备	1373	(1967)	(294)	5	(7)
股东权益	61830	59514	62570	66560	71102	折旧摊销	10997	9616	9955	10479	10871
负债和股东权益总计	218860	223262	236186	240171	250101	公允价值变动损失	1373	(1967)	(294)	5	(7)
关键财务与估值指标						财务费用	4279	4047	4290	4253	4185
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(8827)	(136)	2733	(6688)	(1082)
每股收益	(0.50)	0.01	0.51	0.60	0.66	其它	(6302)	4008	(1132)	(1849)	(1814)
每股红利	0.25	0.20	0.20	0.20	0.20	经营活动现金流	(6351)	9654	15999	7915	14479
每股净资产	6.26	6.03	6.34	6.74	7.20	资本开支	(13301)	(10423)	(9828)	(8173)	(8198)
ROIC	-4%	-1%	2%	2%	3%	其它投资现金流	84	(23)	(58)	(93)	(148)
ROE	-8%	0%	8%	9%	9%	投资活动现金流	(6395)	(8509)	(9886)	(8266)	(8346)
毛利率	-6%	0%	5%	6%	7%	权益性融资	4918	7514	0	0	0
EBIT Margin	-8%	-1%	3%	5%	6%	负债净变化	(7721)	3058	3058	3058	3058
EBITDA Margin	3%	8%	12%	14%	15%	支付股利、利息	(2467)	(1974)	(1974)	(1974)	(1974)
收入增长	15%	3%	7%	2%	2%	其它融资现金流	9393	(17571)	726	(726)	0
净利润增长率	-219%	-102%	4940%	19%	9%	融资活动现金流	11922	(1183)	3026	3720	4564
资产负债率	72%	73%	74%	72%	72%	现金净变动	(589)	192	9139	3369	10697
息率	4.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	货币资金的期初余额	6679	6091	6282	15421	18790
P/E	(11.4)	564.6	11.2	9.5	8.6	货币资金的期末余额	6091	6282	15421	18790	29487
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	(1568)	6270	107	7182
EV/EBITDA	75.6	24.6	15.7	13.8	12.7	权益自由现金流	0	(16081)	6408	(1177)	6682

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032