

煤价趋势下行，业绩持续改善

2023年08月31日

- **事件概述：**8月30日，公司发布2023年半年度报告，实现营业收入594.50亿元，同比增长19.99%（经重述）；归母净利润25.82亿元，同比增长55.91%（经重述）；扣非归母净利润23.10亿元，同比增长77.76%（经重述）。
- **量增价稳，成本改善：**1H23公司新增火电装机253万千瓦，受益于装机增长叠加上年同期电量低基数效应，公司完成火电上网电量978.65亿千瓦时，同比增长8.9%，其中，Q2同比增发76.29亿千瓦时至460.32亿千瓦时，增幅19.9%。1H23公司平均上网电价上涨0.9分/千瓦时至0.527元/千瓦时，增幅1.7%，我们测算Q2平均上网电价约0.523元/千瓦时，较上年同期基本持平。收入端，1H23公司发电收入同比增加41.14亿元至471.30亿元，增幅9.6%；成本端，入炉标煤价同比下降约87元/吨至1092.78元/吨，降幅7.4%，燃料成本同比增加10.35亿元，增幅2.7%，低于收入增速。收入端量增价稳，考虑当前煤价走势，公司火电板块盈利有望进一步提升。
- **参股煤矿拖累投资收益：**1H23公司实现投资净收益22.84亿元，同比减少6.13亿元，其中Q2实现投资净收益11.01亿元，同比减少6.16亿元。1H23华电新能源贡献投资收益18.11亿元，同比增加2.22亿元；同期参股煤矿企业投资收益合计3.21亿元，同比减少8.43亿元。
- **投资建议：**煤价下行，公司火电板块业绩持续改善；参股煤矿业绩下滑，华电新能源发展成果持续释放，此消彼长，投资收益仍是公司利润安全垫。维持对公司盈利预测，预计23/24/25年EPS分别为0.52/0.56/0.59元，对应8月30日收盘价PE分别为9.8/9.1/8.6倍。参考公司历史估值水平，给予公司A/H股12.0/7.0倍PE，目标价6.24元/3.94港元，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济承压降低用电需求；2) 燃料价格上涨提高运营成本；3) 电力市场竞争降低上网电价；4) 供应结构调整压制机组出力。

谨慎推荐
维持评级
A股当前价格： 5.11元

A股目标价格： 6.24元

H股当前价格： 3.11港元

H股目标价格 3.94港元

分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1. 华电国际 (600027.SH) / 华电国际电力股份 (1071.HK) 首次覆盖报告：涅槃新生，价值重铸-2023/05/08

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	107059	114986	119494	122895
增长率（%）	2.3	7.4	3.9	2.8
归属母公司股东净利润（百万元）	100	5331	5775	6072
增长率（%）	102.0	5240.9	8.3	5.1
每股收益（元）	-0.08	0.52	0.56	0.59
PE	/	9.8	9.1	8.6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年08月30日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	107059	114986	119494	122895
营业成本	106599	105026	108791	111861
营业税金及附加	880	920	956	983
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1639	1725	1792	1843
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-1173	8288	8965	9245
财务费用	4047	4689	4885	5012
资产减值损失	-1015	-1070	-1072	-1073
投资收益	4805	5487	5576	5881
营业利润	-1336	8129	8823	9287
营业外收支	186	200	200	200
利润总额	-1150	8329	9023	9487
所得税	-512	1666	1805	1897
净利润	-638	6664	7218	7590
归属于母公司净利润	100	5331	5775	6072
EBITDA	8605	18668	20014	20965

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6282	8887	10255	10976
应收账款及票据	11968	12570	13062	13434
预付款项	3729	2101	2176	2237
存货	3937	4316	4471	4597
其他流动资产	3314	4114	4110	4181
流动资产合计	29230	31987	34074	35425
长期股权投资	41033	46519	52095	57976
固定资产	125748	128687	130975	132612
无形资产	7272	7266	7255	7244
非流动资产合计	194032	202443	210280	217770
资产合计	223262	234430	244354	253195
短期借款	27985	29185	31185	32185
应付账款及票据	16614	15826	16393	16856
其他流动负债	18493	18297	18511	18684
流动负债合计	63092	63308	66090	67725
长期借款	59740	60740	61740	62740
其他长期负债	29982	34980	35972	36964
非流动负债合计	89721	95720	97712	99703
负债合计	152813	159028	163801	167428
股本	9870	10228	10228	10228
少数股东权益	10935	12268	13712	15230
股东权益合计	70449	75402	80552	85767
负债和股东权益合计	223262	234430	244354	253195

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.34	7.41	3.92	2.85
EBIT 增长率	86.80	806.82	8.17	3.13
净利润增长率	102.00	5240.92	8.33	5.15
盈利能力 (%)				
毛利率	0.43	8.66	8.96	8.98
净利润率	0.09	4.64	4.83	4.94
总资产收益率 ROA	0.04	2.27	2.36	2.40
净资产收益率 ROE	0.17	8.44	8.64	8.61
偿债能力				
流动比率	0.46	0.51	0.52	0.52
速动比率	0.31	0.38	0.39	0.40
现金比率	0.10	0.14	0.16	0.16
资产负债率 (%)	68.45	67.84	67.03	66.13
经营效率				
应收账款周转天数	40.70	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	13.48	15.00	15.00	15.00
总资产周转率	0.48	0.50	0.50	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	-0.08	0.52	0.56	0.59
每股净资产	5.82	6.17	6.54	6.90
每股经营现金流	0.94	1.55	1.78	1.87
每股股利	0.20	0.30	0.33	0.36
估值分析				
PE	/	9.8	9.1	8.6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	19.89	9.41	8.91	8.62
股息收益率 (%)	3.91	5.87	6.46	7.05
现金流量表 (百万元)				
净利润	-638	6664	7218	7590
折旧和摊销	9778	10381	11050	11719
营运资金变动	1056	-1199	-100	-62
经营活动现金流	9654	15898	18220	19124
资本开支	-10347	-12898	-12780	-12784
投资	-30	0	0	0
投资活动现金流	-8509	-12898	-12684	-12784
股权募资	7514	358	0	0
债务募资	-684	7200	4000	3000
筹资活动现金流	-1183	-395	-4169	-5619
现金净流量	-37	2605	1367	721

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026