

华电国际（600027.SH）

盈利持续改善，Q3 归母净利润大幅增长

买入

核心观点

营业收入稳步提升，归母净利润同比大幅增长。2023 年前三季度，公司实现营业收入 907.25 亿元（+13.90%），归母净利润 44.99 亿元（+92.49%），扣非归母净利润 41.62 亿元（+120.70%）。其中，第三季度单季营收 312.75 亿元（+3.89%），归母净利润 19.17 亿元（+181.43%），扣非归母净利润 18.52 亿元（+215.82%）。第三季度公司净利润大幅增长主要系煤价降低、新投产机组产生增量效益等综合影响。

公司发电量、上网电量小幅增长。2023 年前三季度，公司发电量 1727.13 亿千瓦时（+3.33%），上网电量 1617.96 亿千瓦时（+3.28%），发电量及上网电量增长的主要原因是受全社会用电量增长及公司新投产机组的综合影响。

公司与华电集团再次签订购买（供应）燃料、设备及服务框架协议，保障燃料供应。2023 年 8 月，公司公告拟与华电集团签署《关于购买（供应）燃料、设备及服务框架协议》，延续原燃料、设备及服务采购（供应）框架协议，并将该协议项下燃料采购的原有年度上限由 140 亿元上调至 180 亿元，协议有效期为 2024-2026 年。2023 年 9 月 11 日，公司与华电集团正式签署建议购买（供应）燃料、设备和服务框架协议。

电力市场化改革推进，有助于火电盈利保持稳定。2023 年 7 月，中央深改委第二次会议召开，审议通过《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》等文件，这意味着新一轮电改启动，主要方向为新型电力系统建设。随着新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；煤价上涨；火电项目投运不及预期；行业政策变化。

投资建议：维持盈利与预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 52/63/68 亿元，分别同比增长 5077%/22%/8%；EPS 分别为 0.51、0.61、0.66 元，当前股价对应 PE 为 9.9/8.1/7.5X。给予公司 2023 年 11-12xPE，公司合理市值为 568-620 亿元，对应 5.56-6.06 元/股合理价值，较目前股价有 12%-22%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 | 119,504 | 123,932 | 127,346 |
| (+/-%) | 15.1% | 2.5% | 11.6% | 3.7% | 2.8% |
| 净利润(百万元) | -4965 | 100 | 5166 | 6287 | 6776 |
| (+/-%) | -218.8% | -102.0% | 5076.0% | 21.7% | 7.8% |
| 每股收益(元) | -0.49 | 0.01 | 0.51 | 0.61 | 0.66 |
| EBIT Margin | -8.0% | -1.1% | 4.0% | 5.7% | 6.5% |
| 净资产收益率(ROE) | -8.0% | 0.2% | 8.2% | 9.4% | 9.5% |
| 市盈率(PE) | -10.3 | 510.3 | 9.9 | 8.1 | 7.5 |
| EV/EBITDA | 73.6 | 24.0 | 14.5 | 12.2 | 11.4 |
| 市净率(PB) | 0.82 | 0.86 | 0.81 | 0.76 | 0.71 |

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

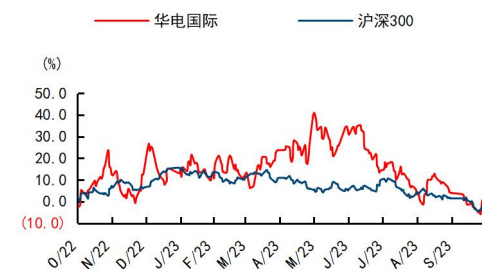
证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

证券分析师：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 5.56 - 6.06 元 |
| 收盘价 | 4.98 元 |
| 总市值/流通市值 | 50933/50933 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 7.32/4.61 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 411.06 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

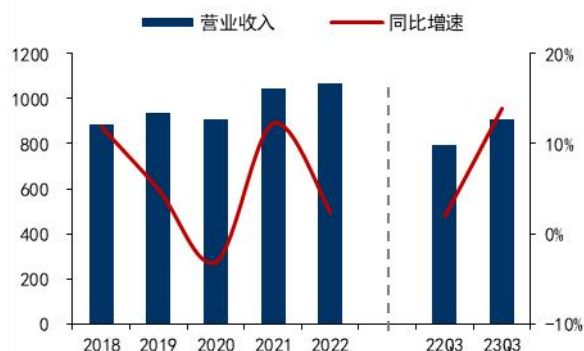
相关研究报告

《华电国际（600027.SH）-经营业绩持续改善，盈利有望进一步提升》——2023-08-31
《华电国际（600027.SH）-净利润显著改善，盈利有望持续修复》——2023-04-01
《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

营业收入稳步提升，归母净利润同比大幅增长。2023 年前三季度，公司实现营收 907.25 亿元（+13.90%），归母净利润 44.99 亿元（+92.49%），扣非归母净利润 41.62 亿元（+120.70%）。其中，第三季度单季营收 312.75 亿元（+3.89%），归母净利润 19.17 亿元（+181.43%），扣非归母净利润 18.52 亿元（+215.82%）。第三季度公司净利润大幅增长主要系煤价降低、新投产机组产生增量效益等综合影响。

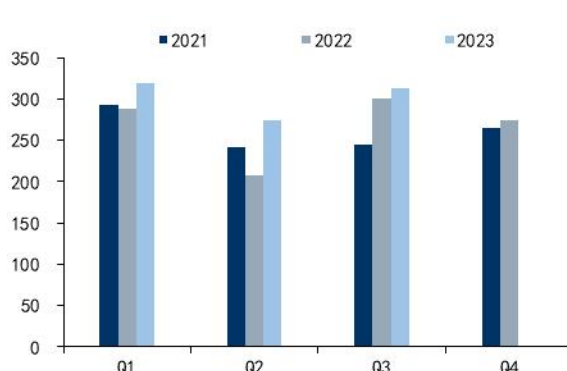
公司发电量、上网电量小幅增长。2023 年前三季度，公司发电量 1727.13 亿千瓦时（+3.33%），上网电量 1617.96 亿千瓦时（+3.28%），发电量及上网电量增长的主要原因是受全社会用电量增长及本集团新投产机组的综合影响。

图1：华电国际营业收入及增速（单位：亿元）



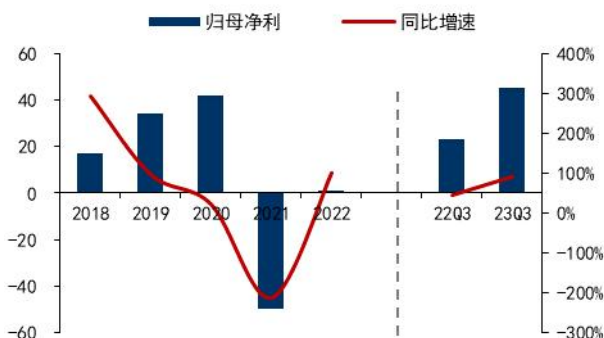
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华电国际单季营业收入（单位：亿元）



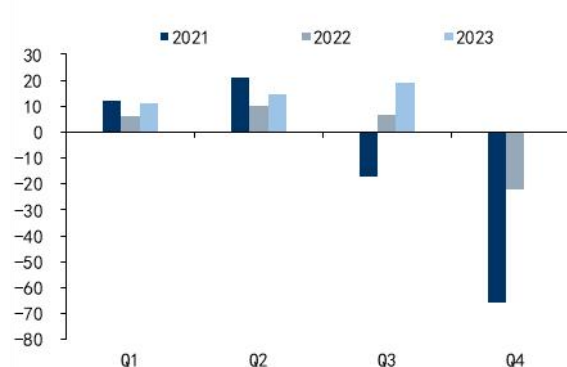
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华电国际归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

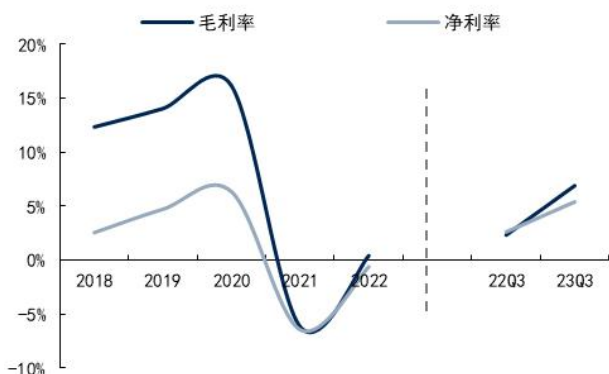
图4：华电国际单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

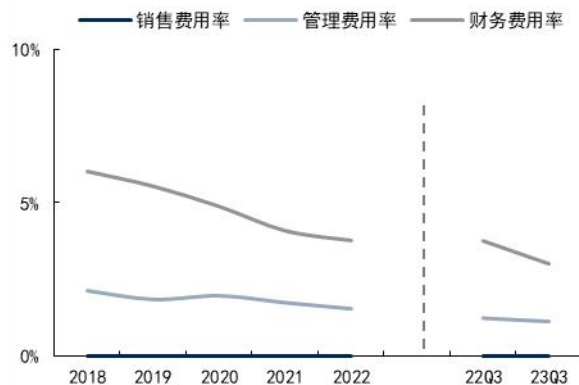
毛利率提升及费用率水平下降，净利率水平上行。2023 年前三季度，公司毛利率为 6.92%，同比增加 4.58pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降影响。费用率方面，2023 年前三季度，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.02%、1.11%，财务费用率、管理费用率分别同比减少 0.75、0.11pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受毛利率提升及费用率水平下降影响，公司净利率较 2022 同期增加 2.79pct 至 5.42%。

图5：华电国际毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

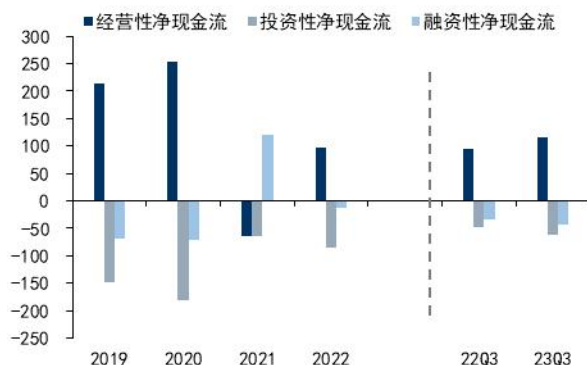
图6：华电国际三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

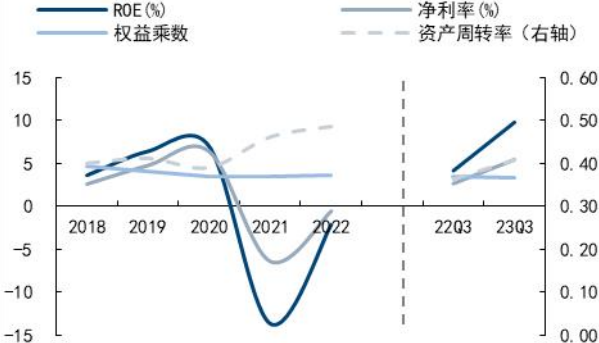
ROE 提升，经营性净现金流有所增加。2023 年前三季度，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 5.64pct 至 9.83%。现金流方面，2023 年前三季度，公司经营性净现金流为 115.49 亿元，同比增加 22.53%，主要系发电量增加及煤价下行影响所致。

图7：华电国际现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华电国际 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司与华电集团再次签订购买（供应）燃料、设备及服务框架协议，保障燃料供应。2023 年 8 月，公司公告拟与华电集团签署《关于购买（供应）燃料、设备及服务框架协议》，延续原燃料、设备及服务采购（供应）框架协议，并将该协议项下燃料采购的原有年度上限由 140 亿元上调至 180 亿元，协议有效期为 2024-2026 年。2023 年 9 月 11 日，公司与华电集团正式签署建议购买（供应）燃料、设备和服务框架协议。

电力市场化改革推进，有助于火电盈利保持稳定。2023 年 7 月，中央深改委第二次会议召开，审议通过《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》等文件，这意味着新一轮电改启动，主要方向为新型电力系统建设。随着新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

投资建议：维持盈利与预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 52/63/68 亿元，分别同比增长 5077%/22%/8%；EPS 分别为 0.51、0.61、0.66 元，当前股价对应 PE 为 9.9/8.1/7.5X。给予公司 2023 年 11-12xPE，公司合理市值为 568-620

亿元，对应 5.56-6.06 元/股合理价值，较目前股价有 12%-22%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 | | EPS | | | | | PE | | | ROE | 投资 评级 |
|-----------|------|------|-------|-------|------|------|------|-------|------|-----|-----|-------|-----|----------|
| | | | 亿元 | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | (22A) | | |
| 600011.SH | 华能国际 | 7.72 | 1,212 | -0.47 | 1.01 | 0.90 | 1.04 | -16.4 | 7.6 | 8.6 | 7.4 | -6.8% | 买入 | |
| 600021.SH | 上海电力 | 8.78 | 247 | 0.11 | 0.75 | 1.08 | 1.29 | 79.8 | 11.7 | 8.1 | 6.8 | 1.5% | 买入 | |
| 600483.SH | 福能股份 | 8.72 | 222 | 1.02 | 1.03 | 1.17 | 1.23 | 8.5 | 8.5 | 7.5 | 7.1 | 13.0% | 买入 | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 6091 | 6282 | 15421 | 19335 | 30635 | 营业收入 | 104422 | 107059 | 119504 | 123932 | 127346 |
| 应收款项 | 10604 | 12447 | 15484 | 17853 | 20137 | 营业成本 | 110857 | 106599 | 112713 | 114823 | 117004 |
| 存货净额 | 6116 | 3937 | 4715 | 5139 | 4805 | 营业税金及附加 | 1024 | 880 | 1076 | 1115 | 1146 |
| 其他流动资产 | 6695 | 6467 | 7050 | 7581 | 7665 | 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 29579 | 29230 | 42825 | 50156 | 63637 | 管理费用 | 2126 | 1852 | 2044 | 2073 | 2124 |
| 固定资产 | 137741 | 140591 | 140703 | 138338 | 135617 | 财务费用 | 4279 | 4047 | 4285 | 4242 | 4164 |
| 无形资产及其他 | 7217 | 7272 | 7327 | 7381 | 7436 | 投资收益 | 7242 | 4805 | 5505 | 7215 | 7365 |
| 投资性房地产 | 7074 | 5136 | 5136 | 5136 | 5136 | 资产减值及公允价值变动 | (2972) | (1005) | (1005) | (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 | 237023 | 242044 | 252859 | 营业利润 | (8549) | (1336) | 5897 | 10781 | 11635 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 42181 | 40309 | 40756 | 40309 | 40309 | 营业外净收支 | 123 | 186 | 186 | 186 | 186 |
| 应付款项 | 14803 | 16614 | 20096 | 17922 | 19067 | 利润总额 | (8426) | (1150) | 6083 | 10967 | 11820 |
| 其他流动负债 | 8679 | 6170 | 10033 | 8634 | 8640 | 所得税费用 | (1672) | (512) | 1217 | 2193 | 2364 |
| 流动负债合计 | 65663 | 63092 | 70885 | 66865 | 68016 | 少数股东损益 | (1789) | (738) | (300) | 2487 | 2680 |
| 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 | 5166 | 6287 | 6776 |
| 其他长期负债 | 5438 | 4947 | 4947 | 4947 | 4947 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 79631 | 89721 | 92779 | 95837 | 98894 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 145294 | 152813 | 163663 | 162702 | 166910 | 净利润 | (4965) | 100 | 5166 | 6287 | 6776 |
| 少数股东权益 | 11736 | 10935 | 10725 | 12466 | 14342 | 资产减值准备 | 1373 | (1967) | (294) | 5 | (7) |
| 股东权益 | 61830 | 59514 | 62635 | 66876 | 71606 | 折旧摊销 | 10997 | 9616 | 9955 | 10479 | 10871 |
| 负债和股东权益总计 | 218860 | 223262 | 237023 | 242044 | 252859 | 公允价值变动损失 | 1373 | (1967) | (294) | 5 | (7) |
| | | | | | | 财务费用 | 4279 | 4047 | 4285 | 4242 | 4164 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (8827) | (136) | 2948 | (6896) | (884) |
| 每股收益 | (0.49) | 0.01 | 0.51 | 0.61 | 0.66 | 其它 | (6302) | 4008 | (1136) | (1238) | (1318) |
| 每股红利 | 0.25 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 经营活动现金流 | (6351) | 9654 | 16346 | 8641 | 15432 |
| 每股净资产 | 6.05 | 5.82 | 6.12 | 6.54 | 7.00 | 资本开支 | (13301) | (10423) | (9828) | (8173) | (8198) |
| ROIC | -4% | -1% | 2% | 3% | 4% | 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% | 6% | 7% | 8% | 权益性融资 | 4918 | 7514 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -8% | -1% | 4% | 6% | 6% | 负债净变化 | (7721) | 3058 | 3058 | 3058 | 3058 |
| EBITDA Margin | 3% | 8% | 12% | 14% | 15% | 支付股利、利息 | (2557) | (2046) | (2046) | (2046) | (2046) |
| 收入增长 | 15% | 3% | 12% | 4% | 3% | 其它融资现金流 | 9483 | (17500) | 447 | (447) | 0 |
| 净利润增长率 | -219% | -102% | 5076% | 22% | 8% | 融资活动现金流 | 11922 | (1183) | 2679 | 3539 | 4214 |
| 资产负债率 | 72% | 73% | 74% | 72% | 72% | 现金净变动 | (589) | 192 | 9139 | 3914 | 11299 |
| 息率 | 5.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 货币资金的期初余额 | 6679 | 6091 | 6282 | 15421 | 19335 |
| P/E | (10.3) | 510.3 | 9.9 | 8.1 | 7.5 | 货币资金的期末余额 | 6091 | 6282 | 15421 | 19335 | 30635 |
| P/B | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 企业自由现金流 | 0 | (1568) | 6930 | 1065 | 8366 |
| EV/EBITDA | 73.6 | 24.0 | 14.5 | 12.2 | 11.4 | 权益自由现金流 | 0 | (16010) | 7007 | 282 | 8092 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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