

华电国际 (60027.SH)

公司快报

业绩大幅改善，看好能源转型+电改深化下的火电盈利能力

电力及公用事业 | 火电III

投资评级

买入-A(首次)

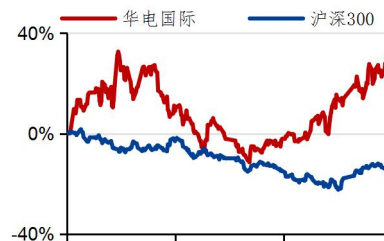
股价(2024-04-01)

6.74 元

交易数据

总市值 (百万元)	68,933.76
流通市值 (百万元)	57,359.61
总股本 (百万股)	10,227.56
流通股本 (百万股)	8,510.33
12个月价格区间	7.00/4.73

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.62	26.33	31.49
绝对收益	8.89	31.13	20.26

投资要点

◆ **事件**：公司发布 2023 年年度报告。全年实现营收 1171.76 亿元，同比+9.45%；归母净利润 45.22 亿元，同比+3789.00%。

◆ 点评：

◆ **业绩大幅提升，盈利能力修复**。公司 2023 年实现营收 1171.76 亿元，同比+9.45%；归母净利润 45.22 亿元，同比+3789.00%，实现了大幅增长。其中，2023Q4 实现收入 264.51 亿元，同比-3.49%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比+101.06%。2023 年，本公司经营活动产生的现金净流入额约为人民币 132.52 亿元，同比+37.26%；毛利率为 6.43%，同比+6.00pct，主要系公司发电业务毛利率增加所致。分业务来看，2023 年公司发电业务实现收入 961.52 亿元，同比+0.69%，实现毛利率 8.70%，同比+6.38pct。供热业务实现收入 96.24 亿元，同比+7.28%，实现毛利率-18.53%，同比+10.60pct；售煤业务实现收入 106.01 亿元，同比+609.59%，实现毛利率 4.53%，同比+0.43pct。公司全年发电量完成 2,237.95 亿千瓦时，较上年同期增长约 1.30%；供热量完成 1.72 亿吉焦，较上年同期增长约 3.27%，发电量与供热量均稳定提升。

◆ **政策东风频吹，火电盈利有望持续改善**。国家能源局近日印发《2024 年能源工作指导意见》，指出要强化化石能源安全兜底保障，建立煤炭产能储备制度，提升煤炭供给体系弹性；推动煤炭、煤电一体化联营，合理布局支撑性调节性煤电，加快电力供应压力较大省份已纳规煤电项目建设，力争尽早投产。深化能源重点领域改革，24 年将制定《电力辅助服务市场基本规则》等三项规则，落实煤电两部制电价政策。在电力保供与消纳双重压力背景下，火电作为我国关键能源保供电源，在新型电力系统的建设推进中仍将发挥关键作用，辅助服务市场细则的落地也将完善火电盈利模式。意见同时提出退役机组按需转为应急备用电源，意味着火电机组将在设计寿命结束后可继续发挥余热，从而提升火电机组生命周期内的盈利能力。公司 2023 年火电发电量为 2144.59 亿千瓦时，同比+1.55%，售电量为 2003.13 亿千瓦时，同比+1.46%，收入为 942.61 亿元，同比+0.89%，新增火电装机 369.55 万千瓦。且公司的火力发电机组中，90%以上是 300 兆瓦及以上的大容量、高效率、环境友好型机组，其中 600 兆瓦及以上的装机比例约占 50%，处于全国领先地位，竞争能力强劲。2024 年 1-2 月规上工业火电增速加快，发电量达到 10802 亿千瓦时，同比增长 9.7%，今年来看预计多数省份年度长协电价有望维持较高上浮比例，结合 24Q1 煤炭价格运行走势，看好公司火电盈利能力的进一步改善。

◆ **投资收益稳健，分红比例可观**。2023 年公司管理费用率和财务费用率分别为 1.42%、3.08%，同比-0.11pct、-0.7pct，财务费用下降主要系公司加大资金运作，融资成本降低。2023 年，本公司投资收益约为人民币 37.76 亿元，同比-21.41%，

分析师

张文臣

 SAC 执业证书编号：S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsc.cn

分析师

周涛

 SAC 执业证书编号：S0910523050001
 zhoutao@huajinsc.cn

分析师

申文雯

 SAC 执业证书编号：S0910523110001
 shenwenwen@huajinsc.cn

相关报告



主要原因系本年参股煤炭企业收益的减少。其中,华电新能带来的投资收益为 29.50 亿元, 占总投资收益的 78.13%。华电新能是中国最大的新能源发电运营商之一, 2020 年至 2022 年, 华电新能净利润分别为 40.79 亿元、72.51 亿元、84.58 亿元, CAGR 为 44.00%。公司持有华电新能 31.03% 股份, 有助于带来稳定的投资收益。此外, 公司拟每股派发现金红利 0.15 元人民币(含税), 2023 年公司现金分红比例为 43.65%, 保持可观比例。公司分红率和股息率处于电力行业较高水平, 此外公司背靠头部电力央企, 集团仍有较大电力资产注入预期。在新一轮央企改革深化提升行动下, 电力运营商兼具业绩稳定性与成长性, 具备稳健的基本面以及持续分红的的能力, 有望成为市场回归的方向之一。

◆ **投资建议:** 在电力保供与消纳双重压力背景下, 火电在新型电力系统的建设推进中仍将发挥关键作用, 电力体制改革持续深化, 火电盈利模式有望进一步得到完善。公司作为华电集团旗下常规电源整合平台, 有序推进火电机组改造, 预计将受益于动力煤价格回落及容量电价政策。此外, 公司参股新能源头部企业华电新能, 带来稳定收益。我们预测公司 2024-26 年归母净利润分别为 69.00、75.54 和 86.09 亿元, 对应 EPS 为 0.67、0.74 和 0.84 元, PE 为 10.0、9.1、8.0 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

◆ **风险提示:** 1、上网电价下调风险。2、煤价回落低于预期。3、投资收益波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	107,059	117,176	120,483	124,752	129,662
YoY(%)	2.3	9.5	2.8	3.5	3.9
归母净利润(百万元)	116	4,522	6,900	7,554	8,609
YoY(%)	102.3	3789.0	52.6	9.5	14.0
毛利率(%)	0.4	6.4	8.1	8.4	9.1
EPS(摊薄/元)	0.01	0.44	0.67	0.74	0.84
ROE(%)	-0.9	5.8	8.1	8.3	8.8
P/E(倍)	592.8	15.2	10.0	9.1	8.0
P/B(倍)	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2
净利率(%)	0.1	3.9	5.7	6.1	6.6

数据来源: 聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 1204.8/1247.5/1296.6 亿元，毛利率 8.1%/8.4%/9.1%。其中：

发电业务：截至 2024 年 3 月 28 日，公司已投入运行的控股发电企业共计 45 家，控股装机容量为 58,449.78 兆瓦，主要包括燃煤发电控股装机 46,890 兆瓦，燃气发电控股装机 9,094.59 兆瓦，水力发电控股装机 2,459 兆瓦。截至 23 年末，主要已获核准及在建机组 6,536.84 兆瓦。预计公司火电机组稳步投产，受益于动力煤价格回落及容量电价政策，预计 2024-26 年实现收入 973.1/987.7/1007.4 亿元，毛利率 11.0%/11.5%/12.0%。

供热业务：2023 年公司供热量完成 1.72 亿吉焦，较上年同期增长约 3.27%。截至 2024 年 3 月 28 日，公司所有 300 兆瓦及以下的机组都经过了供热改造，供热能力明显提升，市场竞争能力强。考虑热价提升叠加成本下降，预计 2024-26 年供热业务实现收 98.2/102.1/108.2 亿元，毛利率-17.00%/-15.00%/-10.00%。

售煤业务：公司 2023 年煤炭贸易量明显增加，售煤业务实现收入 106.0 亿元，同比+609.59%。随着煤价下行与国家新能源政策推进，预计 2024-26 年售煤业务增速放缓，实现收入 127.2/152.7/175.6 亿元，毛利率 2.5%/2.6%/3.0%。

表 1：收入成本拆分表 单位：亿元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
发电					
收入	955.0	961.5	973.1	987.7	1007.4
YOY	13.97%	0.69%	1.20%	1.50%	2.00%
成本	932.8	877.9	866.0	874.1	886.5
毛利	22.2	83.7	107.0	113.6	120.9
毛利率(%)	2.3%	8.7%	11.0%	11.5%	12.0%
供热					
收入	89.7	96.2	98.2	102.1	108.2
YOY	19.53%	7.28%	2.00%	4.00%	6.00%
成本	115.8	114.1	114.9	117.4	119.0
毛利	-26.1	-17.8	-16.7	-15.3	-10.8
毛利率(%)	-29.13%	-18.53%	-17.00%	-15.00%	-10.00%
售煤					
收入	14.9	106.0	127.2	152.7	175.6
YOY	-87.14%	609.59%	20.00%	20.00%	15.00%
成本	14.3	101.2	124.0	148.7	170.3
毛利	0.6	4.8	3.2	4.0	5.3
毛利率(%)	4.1%	4.5%	2.5%	2.6%	3.0%
其他业务					
收入	11.0	8.0	6.4	5.1	5.4
YOY	-45.00%	-27.50%	-20.00%	-20.00%	-15.00%
成本	3.1	3.0	2.9	2.0	2.2
毛利	7.9	4.9	3.5	3.1	3.3
毛利率(%)	72.1%	62.0%	55.0%	60.0%	60.0%
ALL					
收入	1070.6	1171.7	1204.8	1247.5	1296.6
YOY	2.3%	9.4%	2.8%	3.5%	3.9%

成本	1066.0	1096.2	1107.8	1142.2	1178.0
毛利率(%)	0.4%	6.4%	8.1%	8.4%	9.1%

资料来源: Wind, 华金证券研究

二、可比公司估值对比

我们选择相对估值法对公司进行估值。华电国际作为国内五大电力集团之一华电集团旗下的发电平台，以火电和水电为主要业务，其中火电装机规模较大。因此，我们选择的可比公司华能国际、国电电力、大唐发电主业均为以火电为核心业务的火电、绿电一体化运营商，其商业模式与华电国际相似。可比公司 2024-25 年平均 PE 估值为 11.3/9.6 倍。华电国际是中国装机容量最大的上市发电公司之一，在运营的控股发电资产遍布全国十二个省、市，且产业链相对完善。同时，公司适应电力市场改革趋势，通过大比例参股的形式参与风光电等新能源的发展。实现了煤炭产业和煤电产业的联营以及燃煤火力发电资产和可再生新能源发电资产的联营。公司作为华电集团旗下常规电源整合平台，有序推进火电机组改造，预计将受益于动力煤价格回落及容量电价政策。

表 2: 估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600011.SH	华能国际	9.20	1,208.29	0.54	0.85	0.96	13.2	10.8	9.6
600795.SH	国电电力	4.95	882.86	0.38	0.47	0.55	13.0	10.5	9.1
601991.SH	大唐发电	2.92	437.88	0.07	0.23	0.29	32.8	12.7	10.1
平均							19.7	11.3	9.6
600027.SH	华电国际	6.74	638.85	0.44	0.67	0.74	15.2	10.0	9.1

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截至 2024 年 4 月 1 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29230	28582	31479	30834	31711	营业收入	107059	117176	120483	124752	129662
现金	6282	5455	7913	6238	6483	营业成本	106599	109646	110779	114222	117803
应收票据及应收账款	11968	12183	12650	13063	13662	营业税金及附加	880	983	1171	1127	1146
预付账款	3729	3185	3924	3437	4213	营业费用	0	0	0	0	0
存货	3937	4501	4025	4766	4300	管理费用	1639	1668	1807	1871	1992
其他流动资产	3314	3258	2968	3331	3052	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	194030	194455	196740	199667	202149	财务费用	4047	3604	1511	1989	2083
长期投资	41033	43791	49488	55742	62247	资产减值损失	-1060	-305	-482	-499	-519
固定资产	125748	131660	129139	127276	125250	公允价值变动收益	10	-19	-12	-10	-7
无形资产	7272	7275	5706	3988	2189	投资净收益	4805	3776	2951	3511	3762
其他非流动资产	19977	11728	12408	12661	12462	营业利润	-1336	5703	8690	9558	10907
资产总计	223260	223036	228219	230501	233860	营业外收入	275	296	403	361	334
流动负债	63092	63197	76907	88815	100898	营业外支出	89	189	227	213	180
短期借款	27985	18968	39476	56264	62326	利润总额	-1150	5810	8866	9706	11061
应付票据及应付账款	16614	11288	16902	12164	17813	所得税	-528	1002	1529	1674	1908
其他流动负债	18493	32941	20529	20387	20758	税后利润	-622	4808	7336	8032	9153
非流动负债	89742	76460	60596	44728	28449	少数股东损益	-738	286	436	478	544
长期借款	84774	71395	55531	39663	23384	归属母公司净利润	116	4522	6900	7554	8609
其他非流动负债	4968	5065	5065	5065	5065	EBITDA	15568	21782	21897	23820	25898
负债合计	152834	139657	137503	133543	129347	主要财务比率					
少数股东权益	10935	13624	14060	14537	15082	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	9870	10228	10228	10228	10228	成长能力					
资本公积	12949	14358	14358	14358	14358	营业收入(%)	2.3	9.5	2.8	3.5	3.9
留存收益	12759	14227	21563	29595	38748	营业利润(%)	84.4	527.0	52.4	10.0	14.1
归属母公司股东权益	59492	69756	76656	82421	89431	归属于母公司净利润(%)	102.3	3789.0	52.6	9.5	14.0
负债和股东权益	223260	223036	228219	230501	233860	获利能力					
						毛利率(%)	0.4	6.4	8.1	8.4	9.1
现金流量表(百万元)						净利率(%)	0.1	3.9	5.7	6.1	6.6
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	-0.9	5.8	8.1	8.3	8.8
经营活动现金流	9654	13252	20827	10337	23126	ROIC(%)	1.7	5.0	5.5	5.9	6.6
净利润	-622	4808	7336	8032	9153	偿债能力					
折旧摊销	9616	10274	9367	9854	10395	资产负债率(%)	68.5	62.6	60.3	57.9	55.3
财务费用	4047	3604	1511	1989	2083	流动比率	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
投资损失	-4805	-3776	-2951	-3511	-3762	速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
营运资金变动	1006	-2570	5668	-5911	5389	营运能力					
其他经营现金流	413	913	-104	-117	-132	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
投资活动现金流	-8509	-9292	-8597	-9154	-8983	应收账款周转率	10.2	9.7	9.7	9.7	9.7
筹资活动现金流	-1183	-4697	-9773	-17646	-14960	应付账款周转率	6.8	7.9	7.9	7.9	7.9
						估值比率					
每股指标(元)						P/E	592.8	15.2	10.0	9.1	8.0
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.44	0.67	0.74	0.84	P/B	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.30	2.04	1.01	2.26	EV/EBITDA	13.0	9.1	8.6	8.0	7.0
每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.82	4.50	5.06	5.75						

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn