

火电

华电国际（600027.SH）

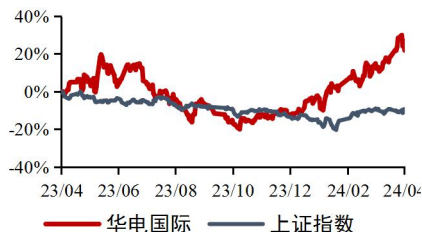
增持-A(首次)

盈利显著改善，看好龙头电企估值提升

2024年4月18日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年4月18日

收盘价（元）：	7.10
年内最高/最低（元）：	7.67/4.61
流通A股/总股本（亿）：	85.10/102.28
流通A股市值（亿）：	604.23
总市值（亿）：	726.16

资料来源：最闻

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益：	0.35
摊薄每股收益：	0.35
每股净资产（元）：	8.15
净资产收益率：	5.77

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年年度报告：报告期内公司实现营业收入1171.76亿元，同比+9.45%；归母净利润45.22亿元，同比+3789%；扣非后归母净利润38.03亿元；经营活动产生的现金流量净额132.52亿元，同比+37.26%；基本每股收益为0.35元；加权平均ROE为9.34%，同比增加11.41个百分点。

事件点评

➢ 动力煤中枢下行叠加长协保供，公司度电成本下降，盈利增加。2023年秦港动力末煤Q5500均价965.34元/吨，同比-23.99%；动力煤年度长协均价713.83元/吨，同比-1.09%；同时，2023年煤炭保供政策执行力度较大，公司通过积极拓宽煤炭资源供应渠道，落实长协煤兑现工作，提高了公司燃料煤长协占比，有效降低了成本。2023年公司火电平均度电成本0.4327元/千瓦时，同比-7.31%。公司整体燃料成本约为人民币754.62亿元，同比-8.93%；电力业务毛利率8.7%，同比提高6.38个百分点。

➢ 火电装机布局及结构优越，竞争力较强。公司是中国装机容量最大的上市发电公司之一，截止2023年底，公司控股发电企业共计45家，控股装机容量为58449.78兆瓦，其中燃煤发电控股装机46890兆瓦，燃气发电控股装机9094.59兆瓦，水力发电控股装机2459兆瓦。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%，远高于全国平均水平。同时，公司主要机组分布于山东、四川、河南、安徽、湖北、广东等电力调入省份，公司上网电价平均516.98元/兆瓦时，比2023年全国33地（除西藏）电网企业代理平均购电价格高出20.57%；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。

➢ 容量电价增强业绩稳定性；央企加强市值管理或提振估值。公司机组先进性及持续推进的灵活性改造，有望受益于容量电价政策的实行，公司业绩稳定性增强。同时，央企加强市值管理，公司作为中国华电上市平台，资产注入预期仍强（2023年，中国华电对非上市常规能源发电资产是否符合注入条件进行核查，并由华电国际进行披露）。2023年利润分配方案拟派发股息每股人民币0.15元（含税），以总股本为基数，合计派发15.34亿元（含税），占可供分配归母净利润的43.65%。随着市值管理考核加强及公司盈利继续增强，预计公司后期分红能力仍有提升空间。

投资建议



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.61\0.66\0.67 元，对应公司 4 月 17 日收盘价 7.39 元，2024-2026 年动态 PE 分别为 12.0\11.2\11.0 倍。预计 2024 年动力煤价中枢下移，看好公司电力板块盈利能力继续提高，公司分红能力仍有提升空间，具备一定的投资价值。首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

#### 风险提示

1) **宏观经济增速不及预期风险**；目前国际环境复杂严峻，国内经济修复若不及预期可能带来用电量增速降低风险； 2) **电力市场风险**；我国新能源装机比例提供，火电发电空间进一步被压减，公司存在电量下降的风险。电力现货交易市场全面推开，电价及利用小时数都存在一定的不确定性； 3) **燃料煤价格超预期风险**；2024 年以来保供政策放松，长协覆盖率要求降低，若后期公司长协煤覆盖率降低、或煤炭需求或进口减少等超预期，则煤价仍有可能上涨，带来燃料煤成本提高风险； 4) **项目发展风险**；公司部分抽水蓄能项目的纳规仍存在较大不确定性，短期很难形成规模效应；其他如新型储能、地热、制氢与氢能利用等新领域发展速度存疑； 5) **安全生产风险**；电力生产存在一定的危险因素； 6) **环保风险**；随着双碳战略推进，火电需求或碳排放要求或将提高，可能带来环保成本提升。

#### 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	117,847	118,468	118,891
YoY(%)	2.5	9.5	0.6	0.5	0.4
净利润(百万元)	100	4,522	6,286	6,773	6,891
YoY(%)	102.0	4430.7	39.0	7.8	1.7
毛利率(%)	0.4	6.4	8.0	7.9	8.2
EPS(摊薄/元)	0.01	0.44	0.61	0.66	0.67
ROE(%)	-0.9	5.8	7.4	7.5	7.1
P/E(倍)	757.2	16.7	12.0	11.2	11.0
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利率(%)	0.1	3.9	5.3	5.7	5.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	29230	28582	29852	29086	31670
现金	6282	5455	7214	5726	8911
应收票据及应收账款	11968	12183	12107	12311	12194
预付账款	3729	3185	3768	3222	3793
存货	3937	4501	3840	4559	3842
其他流动资产	3314	3258	2923	3268	2930
<b>非流动资产</b>	194032	194455	197764	198844	199485
长期投资	41033	43791	49550	54308	59067
固定资产	125748	131660	131162	129339	126487
无形资产	7272	7275	7042	6795	6554
其他非流动资产	19979	11728	10010	8402	7377
<b>资产总计</b>	223262	223036	227616	227930	231155
<b>流动负债</b>	63092	63197	64972	60787	71476
短期借款	27985	18968	23889	23853	24468
应付票据及应付账款	16614	11288	18314	10440	18837
其他流动负债	18493	32941	22769	26494	28171
<b>非流动负债</b>	89721	76460	72581	70902	56623
长期借款	84774	71395	67516	65837	51558
其他非流动负债	4947	5065	5065	5065	5065
<b>负债合计</b>	152813	139657	137553	131689	128099
少数股东权益	10935	13624	14021	14449	14885
股本	9870	10228	10228	10228	10228
资本公积	12949	14358	14358	14358	14358
留存收益	12781	14227	20910	28111	35438
归属母公司股东权益	59514	69756	76042	81792	88172
<b>负债和股东权益</b>	223262	223036	227616	227930	231155

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	9654	13252	21470	6518	24556
净利润	-638	4808	6683	7201	7326
折旧摊销	9616	10274	9495	10059	10579
财务费用	4047	3604	1678	1704	1481
投资损失	-4805	-3776	-3772	-3774	-3773
营运资金变动	1006	-2570	7648	-8671	9075
其他经营现金流	430	913	-264	-1	-132
<b>投资活动现金流</b>	-8509	-9292	-8769	-7364	-7316
<b>筹资活动现金流</b>	-1183	-4697	-10942	-641	-14056
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.44	0.61	0.66	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.30	2.10	0.64	2.40
每股净资产(最新摊薄)	3.52	3.82	4.44	5.00	5.62

## 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	107059	117176	117847	118468	118891
营业成本	106599	109646	108384	109140	109161
营业税金及附加	880	983	979	989	990
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1639	1668	1741	1719	1741
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4047	3604	1678	1704	1481
资产减值损失	-1060	-305	-307	-309	-310
公允价值变动收益	10	-19	-4	-11	-8
投资净收益	4805	3776	3772	3774	3773
<b>营业利润</b>	-1336	5703	9522	9356	9965
营业外收入	275	296	285	290	288
营业外支出	89	189	139	164	152
<b>利润总额</b>	-1150	5810	9668	9483	10101
所得税	-512	1002	2985	2282	2775
<b>税后利润</b>	-638	4808	6683	7201	7326
少数股东损益	-738	286	397	428	436
<b>归属母公司净利润</b>	100	4522	6286	6773	6891
EBITDA	14294	20782	21943	22352	23272

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.5	9.5	0.6	0.5	0.4
营业利润(%)	84.4	527.0	67.0	-1.7	6.5
归属于母公司净利润(%)	102.0	4430.7	39.0	7.8	1.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	0.4	6.4	8.0	7.9	8.2
净利率(%)	0.1	3.9	5.3	5.7	5.8
ROE(%)	-0.9	5.8	7.4	7.5	7.1
ROIC(%)	1.4	4.5	4.6	4.8	4.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	68.4	62.6	60.4	57.8	55.4
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	10.2	9.7	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	6.8	7.9	7.3	7.6	7.5
<b>估值比率</b>					
P/E	757.2	16.7	12.0	11.2	11.0
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.6	9.9	8.9	8.9	7.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

