

业绩符合预期，修复趋势不改

2024 年 04 月 27 日

➤ **事件:** 4 月 26 日, 公司发布 2024 年一季度报告, 报告期内实现营业收入 309.52 亿元, 同比下降 3.21%; 归母净利润 18.62 亿元, 同比增长 64.21%; 扣非归母净利润 16.21 亿元, 同比增长 66.90%。

➤ **量平价降, 营收承压:** 1Q24 公司完成发电量 561.64 亿千瓦时, 同比下降 0.2%, 其中火电发电量 551.52 亿千瓦时, 同比下降 0.5%; 公司电量下滑料因重要的湖北区域因水电挤压, 火电出力下降, 单季度同比减发 20.9 亿千瓦时, 电量降幅 24.1%。此外, 对公司利润贡献较大的山东莱州电厂单季度同比减发 12.70 亿千瓦时, 降幅 27.0%, 因此尽管有新机组投产, 但核心的山东区域单季度完成发电量 202.00 亿千瓦时, 同比基本持平; 年初以来山东区域现货电价疲弱以及湖南区域燃煤电价政策性波动, 多重因素影响公司平均上网电价, Q1 公司综合平均上网电价同比下降 2.16 分/千瓦时至 0.5093 元/千瓦时, 降幅 4.1%。Q1 公司水电发电量 10.11 亿千瓦时, 同比增长 24.8%; 整体而言, 单季度公司电量基本平稳, 但电价的同比下降影响营收表现。

➤ **煤价下行, 业绩修复趋势不改:** 2024Q1 秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值约 902 元/吨, 同比下降 20.1%; 受益于燃料成本改善, Q1 公司整体毛利率同比提高 4.16 个百分点至 8.40%, 销售净利率上修至 7.31%。3 月中旬以来港口煤价迎来快速下行, 4 月均价 (4 月 1 日-4 月 25 日) 约 814 元/吨, 若假设 5 月份单价环比持平 4 月均值, 若以 3、4、5 三个月煤价口径衡量 Q2 燃料成本, 我们测算秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值约 833 元/吨, 同比下降 191 元/吨, 降幅 18.6%, 港口电煤价格下降明显叠加长协覆盖率的提升, 我们判断公司煤电业绩修复趋势不改。

➤ **参股煤矿复产, 投资收益有望企稳:** 公司投资收益主要来自参股煤矿企业与华电新能, 2023 年业绩交流会上, 公司表示上海庙区域 4 座煤矿已经复工, 按照年内生产安排, 对其投资收益预计逐步改善; 考虑 Q1 全国风光利用小时同比均降以及新能源电价的波动或在一定程度上抵消新能源新增装机带来的增量, Q1 公司实现投资净收益 11.48 亿元, 同比减少 0.35 亿元, 但降幅收窄。

➤ **投资建议:** 考虑近期煤价走势, 展望 24 年公司火电板块业绩有望持续改善, 参股煤矿风险已经充分释放, 投资收益有望趋稳。维持对公司盈利预测, 扣除永续债利息后, 预计 24/25/26 年 EPS 分别为 0.49/0.61/0.68 元, 对应 04 月 26 日 A 股收盘价 PE 分别为 14.0/11.1/10.1 倍, H 股收盘价 PE 分别为 7.9/6.4/5.7 倍。参考公司历史估值水平, 给予公司 2024 年 A/H 股 15.0/10 倍 PE, 目标价 7.35 元 (人民币) /5.33 元 (港币), 维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 燃料价格上涨提高运营成本; 2) 电力市场竞争降低上网电价; 3) 供应结构调整压制机组出力。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	117,176	120,686	122,672	125,797
增长率 (%)	9.5	3.0	1.6	2.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,522	5,905	7,254	7,923
增长率 (%)	3789.0	30.6	22.9	9.2
每股收益 (元)	0.35	0.49	0.61	0.68
PE	19.4	14.0	11.1	10.1
PB	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

A 股当前价格: 6.79 元

A 股目标价格: 7.35 元

H 股当前价格: 4.23 港元

H 股目标价格: 5.33 港元



分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书: S0100122070006

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) 2023 年年报点评: 业绩仍有上行空间-2024/03/28
2. 华电国际(600027.SH)&华电国际电力股份(1071.HK) 2023 业绩预告点评: 基本符合预期, 静待 1Q24 业绩释放-2024/01/30
3. 华电国际(600027.SH)&华电国际电力股份(1071.HK)2023 年三季报点评: 业绩符合预期, 改善仍将继续-2023/10/30
4. 华电国际(600027.SH)&华电国际电力股份(1071.HK)2023 年半年报点评: 煤价趋势下行, 业绩持续改善-2023/08/31
5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	117,176	120,686	122,672	125,797
营业成本	109,646	110,999	111,617	114,178
营业税金及附加	983	965	981	1,006
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,668	1,690	1,717	1,761
研发费用	0	0	0	0
EBIT	5,958	7,810	9,147	9,663
财务费用	3,604	3,277	3,152	3,197
资产减值损失	-527	-570	-567	-564
投资收益	3,776	4,016	4,301	4,751
营业利润	5,703	8,101	9,975	10,904
营业外收支	107	100	100	100
利润总额	5,810	8,201	10,075	11,004
所得税	1,002	1,640	2,015	2,201
净利润	4,808	6,561	8,060	8,803
归属于母公司净利润	4,522	5,905	7,254	7,923
EBITDA	16,371	18,521	20,146	20,892

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,455	25,590	36,545	47,350
应收账款及票据	12,183	13,193	13,410	13,751
预付款项	3,185	3,330	3,349	3,425
存货	4,501	4,562	4,587	4,692
其他流动资产	3,258	3,219	3,074	3,117
流动资产合计	28,582	49,893	60,964	72,336
长期股权投资	43,791	47,808	52,109	56,860
固定资产	131,660	129,265	124,287	116,044
无形资产	7,273	7,283	7,269	7,255
非流动资产合计	194,455	193,078	191,697	188,483
资产合计	223,036	242,972	252,661	260,819
短期借款	18,968	20,168	22,168	23,168
应付账款及票据	11,288	13,077	13,149	13,451
其他流动负债	32,941	37,044	37,085	37,220
流动负债合计	63,197	70,288	72,402	73,839
长期借款	61,601	64,601	65,101	65,101
其他长期负债	14,859	16,866	17,938	18,936
非流动负债合计	76,460	81,467	83,039	84,037
负债合计	139,657	151,755	155,441	157,875
股本	10,228	10,228	10,228	10,228
少数股东权益	13,624	14,280	15,086	15,966
股东权益合计	83,380	91,216	97,220	102,943
负债和股东权益合计	223,036	242,972	252,661	260,819

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.45	2.99	1.65	2.55
EBIT 增长率	608.12	31.09	17.12	5.63
净利润增长率	3789.00	30.57	22.86	9.22
盈利能力 (%)				
毛利率	6.43	8.03	9.01	9.24
净利润率	3.86	4.89	5.91	6.30
总资产收益率 ROA	2.03	2.43	2.87	3.04
净资产收益率 ROE	6.48	7.67	8.83	9.11
偿债能力				
流动比率	0.45	0.71	0.84	0.98
速动比率	0.30	0.58	0.71	0.85
现金比率	0.09	0.36	0.50	0.64
资产负债率 (%)	62.62	62.46	61.52	60.53
经营效率				
应收账款周转天数	37.90	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	14.98	15.00	15.00	15.00
总资产周转率	0.53	0.52	0.50	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.49	0.61	0.68
每股净资产	6.82	7.52	8.03	8.50
每股经营现金流	1.30	1.75	1.79	1.85
每股股利	0.15	0.25	0.35	0.40
估值分析				
PE	19.4	14.0	11.1	10.1
PB	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.88	9.61	8.84	8.52
股息收益率 (%)	2.21	3.68	5.15	5.89

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,808	6,561	8,060	8,803
折旧和摊销	10,413	10,711	10,999	11,229
营运资金变动	-2,485	772	-242	-200
经营活动现金流	13,252	17,871	18,285	18,943
资本开支	-10,354	-5,090	-4,957	-2,967
投资	-283	0	0	0
投资活动现金流	-9,292	-5,140	-4,784	-2,967
股权募资	22,289	0	0	0
债务募资	-19,901	10,076	3,500	2,000
筹资活动现金流	-4,697	7,404	-2,546	-5,171
现金净流量	-737	20,135	10,955	10,805

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收到任何形式的补偿。

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