

2024 年 07 月 22 日

增持 (维持)

证券分析师

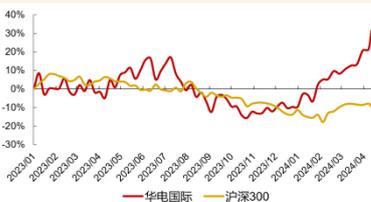
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com

邹佩轩
S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

邓思平
S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

华电国际 (600027.SH)

——集团筹划大额资产注入 规模接近现有装机 1/3

投资要点:

- 事件: 公司公告筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项。
- 收购资产合计装机约 18GW。均为火电并以燃气发电机组为主。公司拟通过发行普通股 (A 股) 及支付现金的方式购买华电江苏公司 80% 股权, 上海华电福新公司 51% 股权、上海华电闵行公司 100% 股权、广州大学城华电公司 55% 股权、华电福新广州公司 55% 股权、华电福新江门公司 70% 股权、华电福新清远公司 100% 股权, 以及中国华电集团贵港发电公司 100% 股权等。
- 根据公开资料, 收购资产合计装机约 18GW, 几乎均为火电并以燃机为主。具体而言, 收购资产主要位于江苏、广东、广西、上海, 其中华电江苏公司在运装机 1385 万千瓦 (2023 年数据), 2022 年底煤电 497、燃机 617、新能源 16 万千瓦。根据 wind 资料, 华电江苏公司 2023 年实现归母净利润 1.68 亿元, 归母权益 61.5 亿元。另有广东四家公司, 主要为华电福新广州公司 2*67 万千瓦、华电福新清远公司 2*50.16 万千瓦; 广西中国华电集团贵港发电公司 2*63 万千瓦燃机。
- 长期以来, 公司的发展历史为公司打上深刻的“山东烙印”, 目前山东装机占比仍超过 40%, 如果资产注入完成, 公司江苏机组占比将超过 20%, 成为公司第二大经营区域。截至 2023 年 12 月底, 公司拥有控股装机 5845 万千瓦, 其中煤电 4689 万千瓦, 气电 909 万千瓦, 水电 246 万千瓦。与五大发电集团其他平台相比, 公司虽然也属于全国性火电龙头, 但是控股装机分布集中度极高, 与公司发展历史关系密切。山东至今仍然是公司煤电最主要的经营区域, 装机占比达到 43.65%; 湖北成为公司第二大经营区域, 装机占比达到 15.38%; 安徽、湖南、河南三个中部省份合计占比达到 25%。如果此次资产注入完成, 公司在江苏机组占比将超过 20%, 成为公司第二大经营区域, 有利于拓展公司业务版图, 分布更均匀化。
- 从投资的角度看, 煤电始终拥有煤价和电价两条博弈主线, 目前煤电板块业绩修复基本完成, 后续的关键是盈利能力稳定性。受煤价回落影响, 2024 年一季度煤电板块业绩普遍超预期, 但是进入二季度后, 受来水大幅改善影响, 火电发电量受到一定冲击, 且由于业绩基数抬升, 结合部分已出业绩预告的公司情况, 预计火电板块二季度业绩改善斜率有所降低。然而从绝对值看, 我们认为当前煤电板块利润率已经基本回归至历史合理区间, 点火价差进一步扩张空间有限。未来进一步表现需要 DCF 模型分母端发力, 即由周期股向真正意义的稳定收益型公用事业股转变, 带动折现率下降, 核心验证点是盈利能力稳定性。
- 长期来看, 公司大级别投资机会仍在于煤电商业模式转变, 山东新能源快速发展, 对煤电定位提出新的要求。在新型电力系统下, 随着新能源的快速发展, 尤其山东发展进度全国领先, 煤电定位正在从基础电源向调节性电源过渡, 如果未来燃料成本可以更好地传导, 容量电价占到煤电收益的主体, 公司业绩稳定性将得到大幅提升, 周期属性的弱化有望降低公司未来现金流的折现率, 进而提升估值水平。角色转变需要底层制度支持, 目前全国新一轮电改整体基调已经确立, 密切关注相关政策落地情况。
- 盈利预测与估值: 考虑到此次资产注入的价格和具体方案尚未确定, 我们暂不考虑此次资产注入, 维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 58.77、68.90、73.82 亿元, 扣除公司约 10 亿元永续债利息 (估算值), 从普通股股东的角度看, 当前股价对应 PE 13、11、10 倍, 公司作为五大发电集团之一的华电集团火电平台, 有望深度受益于煤电机制理顺, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 煤价波动; 电价政策调整。

股票数据: 2024 年 7 月 18 日

收盘价 (元)	6.08
一年内最高/最低 (元)	7.67/4.61
总市值 (亿元)	622

基础数据: 2024 年 3 月 31 日

总股本 (亿股)	102
总资产 (亿元)	2215
净资产 (亿元)	877
每股净资产 (元)	4.00
市净率 PB	1.52

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	107059	117176	110746	109474	108564
同比增长率 (%)	2.5%	9.5%	-5.5%	-1.1%	-0.8%
归母净利润 (百万元)	100	4522	5877	6890	7382
同比增长率 (%)	-102.0%	4430.7%	30.0%	17.2%	7.1%
每股收益 (元/股)	0.01	0.44	0.48	0.58	0.63
毛利率 (%)	0.4%	6.4%	6.9%	7.7%	8.3%
ROE (%)	0.2%	6.5%	8.1%	9.2%	9.5%
市盈率			13	11	10

表 1：公司利润表预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	104422	107059	117176	110746	109474	108564
营业收入	104422	107059	117176	110746	109474	108564
营业总成本	117969	113166	115901	108792	106379	105131
营业成本	110857	106599	109646	103082	100999	99554
税金及附加	1024	880	983	929	918	911
销售费用				0	0	0
管理费用	1807	1639	1668	1577	1559	2063
研发费用	3			0	0	0
财务费用	4279	4047	3604	3204	2904	2604
其中：利息费用				3204	2904	2604
减：利息收入				0	0	0
加：其他收益	938	934	871	871	871	871
投资净收益	7242	4805	3776	4336	4606	4899
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2471	4797	3759	4318	4589	4881
公允价值变动净收益	-37	10	-19	0	0	0
资产减值损失	-2934	-1015	-527			
信用减值损失	-471	-45	221	0	0	0
资产处置收益	260	82	105	0	0	0
营业利润	-8549	-1336	5703	7160	8571	9202
加：营业外收入	471	275	296	296	296	296
减：营业外支出	348	89	189	189	189	189
利润总额	-8426	-1150	5810	7267	8678	9309
减：所得税	-1672	-512	1002	737	1022	1107
净利润	-6754	-638	4808	6530	7656	8202
持续经营净利润	-6754	-638	4808	6530	7656	8202
减：少数股东损益	-1789	-738	286	653	766	820
归属于母公司所有者的净利润	-4965	100	4522	5877	6890	7382

资料来源：ifind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数