

华电国际 (600027.SH)

优于大市

电量、电价下降影响收入，华电集团优质资产注入

核心观点

营业收入同比下降，归母净利润实现增长。2024H1，公司实现营收 531.81 亿元 (+10.54%)，归母净利润 32.23 亿元 (+24.84%)，扣非归母净利润 33.10 亿元 (+43.31%)。公司营业收入同比下降主要系发电量、上网电价及煤炭贸易量下降等影响，2024H1，公司发电量 1012.99 亿千瓦时 (-5.85%)，上网电量为 947.13 亿千瓦时 (-5.97%)，上网电价 509.94 元/兆瓦时 (-3.25%)。公司归母净利润增长主要系煤价同比下降影响，2024H1 公司入炉标煤单价为 970.88 元/吨 (-11.16%)。

华电集团优质资产注入，公司装机容量规模及盈利能力有望进一步提升。公司发布公告，拟通过发行股份或发行股份及支付现金的方式向中国华电购买其持有的江苏公司 80% 股权，拟通过支付现金的方式向华电福瑞收购上海福新 51% 股权、上海闵行 100% 股权、广州大学城 55% 股权、福新广州 55% 股权、福新江门 70% 股权、福新清远 100% 股权，向运营公司收购贵港公司 100% 股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金；本次拟注入标的资产合计在运装机规模为 1597.28 万千瓦，其中煤电装机容量 755 万千瓦，气电装机容量 842.28 万千瓦，注入后将提高公司控股装机规模至 7478.81 万千瓦，增幅为 27.16%。本次拟注入标的资产位于江苏、上海、广东、广西等地区，多数资产位于经济较好、用电负荷较高的地区，资产盈利性较强，资产注入后有望提升上市公司盈利水平。

火电装机容量有望持续增加，驱动公司业绩增长。2024H1，公司新增气电装机容量 50.554 万千瓦，截至 2024H1，公司已获核准及在建机组装机容量 603.13 万千瓦，其中煤电装机容量 266 万千瓦，气电装机容量 307.33 万千瓦，未来公司火电项目投运将驱动公司业绩增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；火电项目投运不及预期。

投资建议：公司资产注入对价及时间进度尚不确定，暂不考虑资产注入的影响；由于电量、电价下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 60.7/67.5/74.2 亿元（原预测值为 68/75/81 亿元），分别同比增长 34.3%/11.2%/9.9%；EPS 分别为 0.59、0.66、0.73 元，当前股价对应 PE 为 9.2/8.3/7.5X。给予公司 2024 年 10-11xPE，公司合理市值为 607-668 亿元，对应 5.94-6.53 元/股合理价值，较目前股价有 9%-19% 的溢价空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	107,059	117,176	116,844	121,423	123,785
(+/-%)	2.5%	9.5%	-0.3%	3.9%	1.9%
净利润(百万元)	100	4522	6071	6753	7421
(+/-%)	-102.0%	4430.7%	34.3%	11.2%	9.9%
每股收益(元)	0.01	0.44	0.59	0.66	0.73
EBIT Margin	-1.1%	4.9%	9.6%	10.0%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	0.2%	6.5%	8.3%	8.7%	9.0%
市盈率 (PE)	560.5	12.4	9.2	8.3	7.5
EV/EBITDA	24.6	12.2	9.4	8.7	8.6
市净率 (PB)	0.94	0.80	0.76	0.72	0.68

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

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	5.94 - 6.53 元
收盘价	5.47 元
总市值/流通市值	55945/55945 百万元
52 周最高价/最低价	7.67/4.61 元
近 3 个月日均成交额	462.37 百万元

市场走势



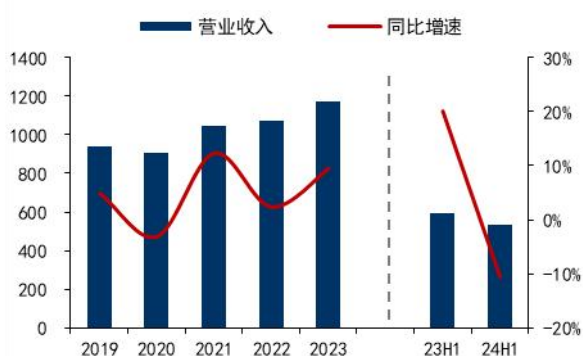
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华电国际 (600027.SH) - 盈利同比大幅增长，火电业绩仍有增长空间》——2024-03-31
- 《华电国际 (600027.SH) - 盈利持续改善，Q3 归母净利润大幅增长》——2023-10-31
- 《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

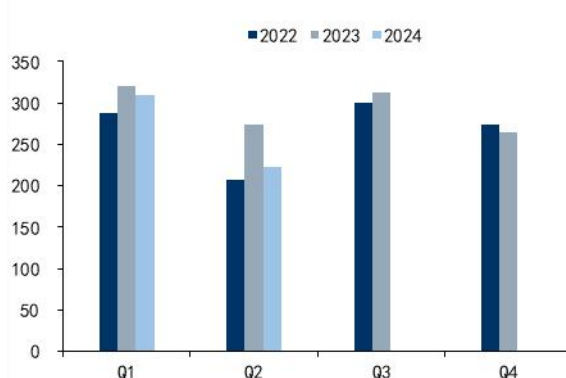
营业收入同比下降，归母净利润实现增长。2024H1，公司实现营收 531.81 亿元（+10.54%），归母净利润 32.23 亿元（+24.84%），扣非归母净利润 33.10 亿元（+43.31%）。其中，第二季度单季营收 222.29 亿元（-19.08%），归母净利润 13.61 亿元（-6.00%），扣非归母净利润 16.89 亿元（+26.19%）。公司营业收入同比下降主要系发电量、上网电价及煤炭贸易量下降等影响，2024H1，公司发电量 1012.99 亿千瓦时（-5.85%），上网电量为 947.13 亿千瓦时（-5.97%），上网电价 509.94 元/兆瓦时（-3.25%）。公司归母净利润增长主要系煤价同比下降影响，2024H1 公司入炉标煤单价为 970.88 元/吨（-11.16%）。公司第二季度归母净利润同比下降而扣非归母净利润同比增长的原因是公司参股公司内蒙古福城矿业公司列为被执行人，使得公司 2024 半年度财务报告中“长期股权投资”、“投资收益”科目均减少 6.97 亿元，非经常性损益金额有所下降。

图1：华电国际营业收入及增速（单位：亿元）



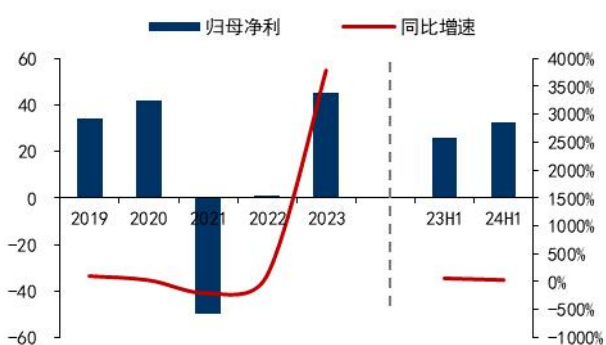
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

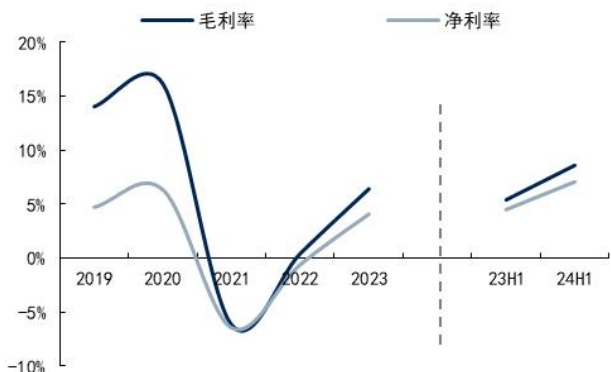
图4：华电国际单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

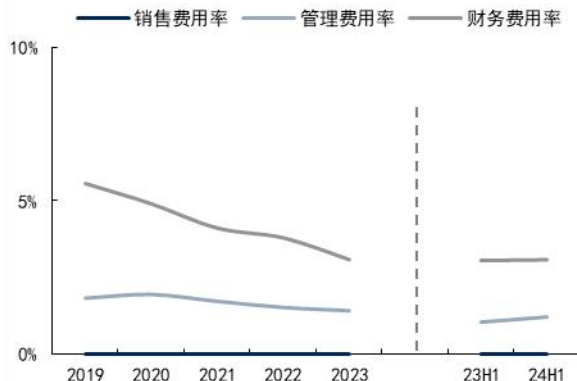
毛利率提升，费用率水平有所增加，净利率水平上行。2024H1，公司毛利率为 8.62%，同比增加 3.21pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降影响。费用率方面，2024H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.07%、1.22%，财务费用率、管理费用率分别同比增加 0.03、0.17pct，整体费用率水平有所增加。同期内，受毛利率提升影响，公司净利率较 2023 同期增加 2.57pct 至 7.10%。

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

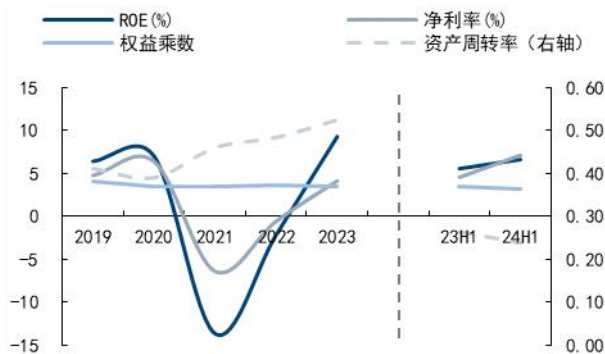
ROE 提升，经营性净现金流大幅改善。2024H1，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2023 年同期增加 1.06pct 至 6.66%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 69.83 亿元，同比增长 87.51%，主要系经营业绩改善的影响；投资性净现金流流出 26.22 亿元，同比下降 35.13%，主要系基建资金支出减少以及收到参股企业现金分红增加等影响。融资性净现金流-42.64 亿元，同比大幅减少，主要系归还带息负债增加的影响。

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

华电集团优质资产注入，公司装机容量规模及盈利能力有望进一步提升。公司发布公告，拟通过发行股份或发行股份及支付现金的方式向中国华电购买其持有的江苏公司 80%股权，拟通过支付现金的方式向华电福瑞收购上海福新 51%股权、上海闵行 100%股权、广州大学城 55%股权、福新广州 55%股权、福新江门 70%股权、福新清远 100%股权，向运营公司收购贵港公司 100%股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金；本次拟注入标的资产合计在运装机规模为 1597.28 万千瓦，其中煤电装机容量 755 万千瓦，气电装机容量 842.28 万千瓦，注入后将提高公司控股装机规模至 7478.81 万千瓦，增幅为 27.16%。本次拟注入标的资产位于江苏、上海、广东、广西等地区，多数资产位于经济较好、用电负荷较高的地区，资产盈利性较强，资产注入后有望提升上市公司盈利水平。

火电装机容量有望持续增加，驱动公司业绩增长。2024H1，公司新增气电装机容量 50.554 万千瓦，累计控股装机容量达 5881.53 万千瓦。截至 2024H1，公司已获核准及在建机组装机容量 603.13 万千瓦，其中煤电装机容量 266 万千瓦，气电

装机容量 307.33 万千瓦，未来公司火电项目投运将驱动公司业绩增长。

投资建议：公司资产注入对价及时间进度尚不确定，暂不考虑资产注入的影响；由于电量、电价下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 60.7/67.5/74.2 亿元（原预测值为 68/75/81 亿元），分别同比增长 34.3%/11.2%/9.9%；EPS 分别为 0.59、0.66、0.73 元，当前股价对应 PE 为 9.2/8.3/7.5X。给予公司 2024 年 10-11xPE，公司合理市值为 607-668 亿元，对应 5.94-6.53 元/股合理价值，较目前股价有 9%-19%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600011.SH	华能国际	7.18	1,127	0.54	0.74	0.77	0.82	13.3	9.7	9.3	8.8	6.4%	优于大市
600795.SH	国电电力	5.47	976	0.31	0.54	0.52	0.56	17.6	10.1	10.5	9.8	11.5%	优于大市
000883.SZ	湖北能源	4.95	322	0.27	0.43	0.48	0.55	18.3	11.5	10.3	9.0	5.4%	优于大市

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6282	5455	15421	16070	22529	营业收入	107059	117176	116844	121423	123785
应收款项	12447	12632	14605	16986	19183	营业成本	106599	109646	103809	107329	109682
存货净额	3937	4501	4572	4332	4564	营业税金及附加	880	983	1052	1093	1114
其他流动资产	6467	5821	6785	6806	6758	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	29230	28582	41659	44637	53743	管理费用	1852	1964	2014	2083	2118
固定资产	140591	139535	138726	135844	132519	财务费用	4047	3604	4074	4016	3924
无形资产及其他	7272	7273	7274	7275	7276	投资收益	4805	3776	3776	3976	5176
投资性房地产	5136	3856	3856	3856	3856	资产减值及公允价值变动	(1005)	(545)	(545)	(545)	(545)
长期股权投资	41033	43791	46274	48508	50519	其他收入	1184	1493	2058	2118	2118
资产总计	223262	223036	237788	240120	247912	营业利润	(1336)	5703	11184	12452	13695
短期借款及交易性金融负债	40309	46152	51309	46152	46152	营业外净收支	186	107	107	107	107
应付款项	16614	11288	13462	13785	13142	利润总额	(1150)	5810	11291	12558	13802
其他流动负债	6170	5757	6487	6145	6272	所得税费用	(512)	1002	2823	3140	3450
流动负债合计	63092	63197	71257	66082	65566	少数股东损益	(738)	286	2397	2666	2930
长期借款及应付债券	84774	71395	73256	75117	76979	归属于母公司净利润	100	4522	6071	6753	7421
其他长期负债	4947	5065	5182	5299	5417						
长期负债合计	89721	76460	78438	80417	82395	现金流量表 (百万元)					
负债合计	152813	139657	149696	146499	147962	净利润	100	4522	6071	6753	7421
少数股东权益	10935	13624	14822	16155	17620	资产减值准备	(1967)	(460)	184	(6)	(14)
股东权益	59514	69756	73270	77466	82330	折旧摊销	9616	10274	10725	11183	11530
负债和股东权益总计	223262	223036	237788	240120	247912	公允价值变动损失	(1967)	(460)	184	(6)	(14)
						财务费用	4047	3604	4074	4016	3924
关键财务与估值指标						营运资本变动	(136)	(5841)	(104)	(2182)	(2897)
每股收益	0.01	0.44	0.59	0.66	0.73	其它	4008	5216	1312	1379	227
每股红利	0.25	0.15	0.25	0.25	0.25	经营活动现金流	9654	13252	18373	17121	16254
每股净资产	5.82	6.82	7.16	7.57	8.05	资本开支	(10423)	(10488)	(10101)	(8296)	(8192)
ROIC	-1%	3%	5%	5%	5%	其它投资现金流	(23)	(76)	(104)	(166)	(266)
ROE	0%	6%	8%	9%	9%	投资活动现金流	(8509)	(9292)	(12687)	(10696)	(10469)
毛利率	0%	6%	11%	12%	11%	权益性融资	7514	22289	0	0	0
EBIT Margin	-1%	5%	10%	10%	10%	负债净变化	3058	1861	1861	1861	1861
EBITDA Margin	8%	14%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(2557)	(1534)	(2557)	(2557)	(2557)
收入增长	3%	9%	-0%	4%	2%	其它融资现金流	(16988)	(12363)	5157	(5157)	0
净利润增长率	-102%	4431%	34%	11%	10%	融资活动现金流	(1183)	(4697)	4281	(5775)	674
资产负债率	73%	69%	69%	68%	67%	现金净变动	192	(827)	9966	649	6459
息率	4.6%	2.7%	4.6%	4.6%	4.6%	货币资金的期初余额	6091	6282	5455	15421	16070
P/E	560.5	12.4	9.2	8.3	7.5	货币资金的期末余额	6282	5455	15421	16070	22529
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(1298)	8893	9791	9490
EV/EBITDA	24.6	12.2	9.4	8.7	8.6	权益自由现金流	0	(11800)	12855	3483	8408

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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