

经营业绩稳健增长，优质火电资产注入进行中

华电国际(600027.SH)

核心观点

2024 前三季度，公司实现营业收入 848.11 亿元，同比减少 6.52%；归母净利润 51.56 亿元，同比增长 14.63%。公司营收规模下降主要系水电发电量增长挤占公司煤电机组上网电量空间叠加上网电价同比下降的影响。近期公司发布关联交易报告书（草案），进一步明确细化了本次重组交易的内容。根据公司测算，本次交易完成后，公司 2024H1 营业收入、归母净利润和基本每股收益将增长至 685.70 亿元、34.50 亿元和 0.2694 元/股，增长幅度达 23.86%、7.04% 和 1.62%，有望增厚公司盈利能力和每股收益水平。截至 2023 年末，中国华电集团在运资产仍有 6366.54 万千瓦未注入上市公司，剔除本次交易标的后仍有 4769.26 万千瓦常规能源资产。公司作为华电集团的常规能源上市平台，后续集团优质资产有望持续注入上市公司。

事件

公司发布 2024 年第三季度报告

2024 前三季度，公司实现营业收入 848.11 亿元，同比减少 6.52%；归母净利润 51.56 亿元，同比增长 14.63%；扣非归母净利润 51.45 亿元，同比增长 23.62%；实现加权净资产收益率 10.73%，同比增加 0.90 个百分点；实现基本每股收益 0.43 元/股，同比增长 16.22%。单三季度来看，公司实现归母净利润 19.33 亿元，同比增长 0.87%。

简评

燃煤价格下降推动利润增长，参股公司减值影响当季利润

2024 前三季度，公司实现营业收入 848.11 亿元，同比减少 6.52%；归母净利润 51.56 亿元，同比增长 14.63%。公司营收规模下降主要系水电发电量增长挤占公司煤电机组上网电量空间叠加上网电价同比下降的影响。2024 年前三季度，公司上网电量同比下降约 2.52%，上网电价同比下降 1.46%。单三季度来看，公司实现营业收入 316.30 亿元，同比增长 1.13%；实现归母净利润 19.33 亿元，同比增长 0.87%。2024 年上半年，公司实现投资收益 22.19 亿元，同比下降 2.84%，其中新能源公司贡献投资收益 19.34 亿元。公司期间费用率方面，2024Q3 公司管理费用率和财务费用率分别为 1.25% 和 2.87%，同比变化+0.14 和-0.14 个百分点。2024 年前三季度，公司实现财务费用 24.38 亿元，同比下降 11%。

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440519060004

发布日期：2024 年 11 月 03 日

当前股价：5.47 元

目标价格 6 个月：8 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.32/-8.11	-7.76/-20.70	9.62/1.39
12 月最高/最低价 (元)		7.57/4.86
总股本 (万股)		1,022,756.11
流通 A 股 (万股)		851,032.75
总市值 (亿元)		524.21
流通市值 (亿元)		465.51
近 3 月日均成交量 (万)		8307.38
主要股东		
中国华电集团有限公司		45.17%

股价表现



水电偏丰挤压火电出力，上网电量同比下降

受水电资源丰富区域来水偏丰和新能源装机增长的影响，公司火电机组出力受到挤压，上网电量同比下降。2024 年前三季度，公司完成发电量 1684.59 亿千瓦时，较上年同期下降约 2.46%；完成上网电量 1577.21 亿千瓦时，较上年同期下降约 2.52%。其中，公司煤电、气电和水电上网电量分别为 1374.35、136.56 和 65.28 亿千瓦时，同比变化-2.85%、+ 2.28%和-6.37%。电价方面，2024 年前三季度，公司平均上网电价约为人民币 510.46 元/兆瓦时，较上年同期下降约 1.46%。

资产交易草案发布，有望增厚每股收益，维持“买入”评级

近期公司发布关联交易报告书（草案），进一步明确细化了本次重组交易的内容。本次资产收购方式为发行股份及支付现金，交易总对价为 71.66 亿元，其中，股份对价和现金对价分别为 34.28 亿元和 37.38 亿元。股份对价方面，公司对集团的股份发行价格约 5.05 元/股（原为 5.13 元/股，除权（息）后为 5.05 元），发行数量为 6.79 亿股，约占公司总股本的 6.22%（不考虑募集配套资金）。此外，公司拟向特定投资者发行股份募集配套资金用于重组及华电望亭机组扩建项目，募集资金不超过本次股份对价。根据公司测算，本次交易完成后，公司 2024H1 营业收入、归母净利润和基本每股收益将增长至 685.70 亿元、34.50 亿元和 0.2694 元/股，增长幅度达 23.86%、7.04%和 1.62%，有望增厚公司盈利能力和每股收益水平。截至 2023 年末，中国华电集团在运资产仍有 6366.54 万千瓦未注入上市公司，剔除本次交易标的后仍有 4769.26 万千瓦常规能源资产。公司作为华电集团的常规能源上市平台，后续集团优质资产有望持续注入上市公司。不考虑重组交易的情况下，我们预计公司 2024 年~2026 年归母净利润分别为 54.62 亿元、71.51 亿元、73.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.44 元/股、0.60 元/股、0.62 元/股（扣除永续债利息后）。

表 1：盈利预测（单位：百万元，元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	107058.5	117176.1	112813.0	116381.5	116505.6
营业成本	106599.0	109645.7	101673.0	102724.9	102646.7
营业税金及附加	880.4	983.1	946.5	976.4	977.5
营业费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	1639.4	1668.4	1606.2	1657.0	1658.8
财务费用	4046.8	3603.6	3783.8	3973.0	4171.7
资产减值损失	1015.5	526.7	500.0	400.0	300.0
公允价值变动收益	10.3	-18.6	10.0	10.0	10.0
投资净收益	4805.3	3776.5	3600.0	4000.0	4250.0
其他收益	934.0	870.6	870.6	870.6	870.6
营业利润	-1335.6	5703.5	8774.1	11520.7	11871.6
营业外收入	275.2	295.5	295.5	295.5	295.5
营业外支出	89.4	188.8	188.8	188.8	188.8
利润总额	-1149.8	5810.1	8880.8	11627.4	11978.3
所得税	-511.7	1002.1	1598.5	2092.9	2156.1
净利润	-638.1	4808.0	7282.3	9534.5	9822.2
少数股东损益	-737.9	285.9	1820.6	2383.6	2455.5
归属母公司净利润	99.8	4522.1	5461.7	7150.9	7366.6
EPS（摊薄）	-0.08	0.35	0.44	0.60	0.62

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

燃煤成本风险: 如果国内燃煤市场价格转而上行或者公司长协煤兑现情况不及预期, 公司燃煤成本无明显改善, 公司火电业务盈利恢复不及预期, 公司业绩增长也会相应下降。

电价政策风险: 公司处于电力行业, 上网电价的变化受政策调整的影响。如果电价政策或电力市场交易机制发生重大改变, 公司平均上网电价下降, 公司业绩会有所下降。

投资收益不及预期的风险: 公司参股华电新能所获得的投资收益贡献受新能源行业整体发展影响, 如果新能源行业的政策或环境发生较大改变, 华电新能业绩增长不及预期, 公司投资收益会相应减少。

分析师介绍

高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

研究助理

侯启明

houqiming@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk