

增持 (维持)

华电国际 (600027)

成本负荷双修复, 煤电贴近盈亏平衡

2023年5月1日

市场数据

日期	2023/4/28
收盘价(元)	6.32
总股本(百万股)	9,894
流通股本(百万股)	8,439
净资产(百万元)	63,845
总资产(百万元)	223,166
每股净资产(元)	3.75

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

投资要点

- **事件:** 华电国际发布 2023 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 319.78 亿元, 同比+10.98%, 归母净利润 11.34 亿元, 同比+82.30%, 扣非后归母净利润 9.71 亿元, 同比+113.11%, 结合经营数据, 我们点评如下:
- **火电: 成本负荷双修复, 煤电贴近盈亏平衡。** 公司 2023Q1 上网电量 526.36 亿度, 同比+0.31%, 平均上网电价 0.531 元/度, 同比+2.90% (煤炭贸易量提升增长营业收入)。同时伴随煤炭长协兑现率的提升, 公司毛利率同比提升 +2.41pct 达到 4.24%, 单季度毛利率已达到 2021Q2 以来的最高值, 以上两方面因素推动煤电业务贴近盈亏平衡状态。边际上, 除煤炭成本外, 局部性电量修复将为公司的主要增长动力之一。山东省 2022 全年用电量同比+2.4%, 低于全国平均的 3.6% 与邻省江苏的 4.2%, 叠加 2022H1 因疫情所带来的低基数效应 (公司 2022H1 上网电量同比-5.02%), 电量弹性有望于 2023Q2 释放。
- **投资收益: 华电新能、华电煤业经营稳健, 投资收益总体持平 2022Q1。** 公司分别持有华电新能、华电煤业 31.03%、11.82% 的股权, 当前为公司的重要利润贡献点, 2022Q1 以来单季度联营、合营企业投资收益分别为 11.77、17.18、10.34、8.68、11.72 亿元。
- **投资建议: 维持“增持”评级。** 基于当下基本面与公司的资产质地, 我们认为公司或正处于火电经营业绩转正的时期, 主营业务业绩弹性较高, 此外华电新能 IPO 已获上交所受理, 其 2022 年已为华电国际贡献 25.94 亿的联营收益, 预计此部分业绩同样将保持快速增长。我们略微调整了公司 2023-2025 年归母净利润分别为 70.23、80.29、88.66 亿元, 分别同比+6936.1%、+14.3%、+10.4%, 对应 4 月 28 日收盘价 PE 估值分别为 8.9x、7.8x、7.0x。
- **风险提示:** 动力煤价格大幅上行、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	107059	116716	118429	117887
同比增长	2.3%	9.0%	1.5%	-0.5%
归母净利润(百万元)	100	7023	8029	8866
同比增长	/	6936.1%	14.3%	10.4%
毛利率	0.4%	9.4%	10.1%	10.9%
ROE	0.2%	10.9%	11.7%	12.0%
每股收益(元)	0.01	0.71	0.81	0.90
市盈率	625.0	8.9	7.8	7.0

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	29230	26234	26021	26099
货币资金	6282	6394	6207	6294
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	11968	12078	12247	12359
预付款项	3729	0	0	0
存货	3937	4523	4577	4408
其他	3314	3239	2990	3038
非流动资产	194032	202161	219187	234899
长期股权投资	41033	34982	37397	37198
固定资产	125748	143263	158774	174450
在建工程	14843	12471	11636	11885
无形资产	7272	7272	7272	7272
商誉	374	478	437	440
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	4762	3695	3671	3654
资产总计	223262	228395	245208	260998
流动负债	63092	67388	78131	87231
短期借款	27985	32104	42772	52495
应付票据及应付账款	16614	15792	16087	15904
其他	18493	19492	19272	18833
非流动负债	89721	84002	83706	83332
长期借款	59740	58341	57056	56458
其他	29982	25661	26649	26875
负债合计	152813	151390	161837	170564
股本	9870	9894	9894	9894
资本公积	12949	12949	12949	12949
未分配利润	8126	13175	17692	22544
少数股东权益	10935	12626	14559	16693
股东权益合计	70449	77005	83372	90434
负债及权益合计	223262	228395	245208	260998

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	100	7023	8029	8866
折旧和摊销	9616	10276	12292	14397
资产减值准备	1015	-168	43	10
资产处置损失	-82	-129	-135	-124
公允价值变动损失	-10	0	0	0
财务费用	4056	3587	3875	4303
投资损失	-4805	-5286	-6079	-6991
少数股东损益	-738	1691	1933	2134
营运资金的变动	1006	2955	-82	-470
经营活动产生现金流量	9654	19916	19820	22158
投资活动产生现金流量	-8509	-12367	-23251	-23024
融资活动产生现金流量	-1183	-7437	3245	953
现金净变动	-37	111	-187	87
现金的期初余额	5945	6282	6394	6207
现金的期末余额	6282	6394	6207	6294

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	107059	116716	118429	117887
营业成本	106599	105712	106409	105070
税金及附加	880	1103	1078	1069
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1639	1951	1935	1921
研发费用	0	1	1	1
财务费用	4047	3587	3875	4303
其他收益	934	934	934	934
投资收益	4805	5286	6079	6991
公允价值变动收益	10	0	0	0
信用减值损失	-45	0	0	0
资产减值损失	-1015	0	0	0
资产处置收益	82	129	135	124
营业利润	-1336	10710	12279	13572
营业外收入	275	390	365	358
营业外支出	89	208	192	180
利润总额	-1150	10892	12452	13751
所得税	-512	2178	2490	2750
净利润	-638	8713	9962	11000
少数股东损益	-738	1691	1933	2134
归属母公司净利润	100	7023	8029	8866
EPS(元)	0.01	0.71	0.81	0.90

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	2.3%	9.0%	1.5%	-0.5%
营业利润增长率	84.4%	/	14.7%	10.5%
归母净利润增长率	/	6936.1%	14.3%	10.4%
盈利能力				
毛利率	0.4%	9.4%	10.1%	10.9%
归母净利率	-0.6%	7.5%	8.4%	9.3%
ROE	0.2%	10.9%	11.7%	12.0%
偿债能力				
资产负债率	68.4%	66.3%	66.0%	65.4%
流动比率	0.46	0.39	0.33	0.30
速动比率	0.40	0.32	0.27	0.25
营运能力				
资产周转率	0.48	0.52	0.50	0.47
应收帐款周转率	9.88	9.44	9.46	9.31
存货周转率	21.06	24.94	23.39	23.39
每股资料(元)				
每股收益	0.01	0.71	0.81	0.90
每股经营现金	0.98	2.02	2.01	2.25
每股净资产	6.03	6.52	6.97	7.47
估值比率(倍)				
PE	625.0	8.9	7.8	7.0
PB	1.0	1.0	0.9	0.8

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn