

火电盈利能力改善，新能源持续贡献投资收益

华电国际 2023 年第一季度报告点评

核心观点

事件：公司近期发布 2023 年一季报，一季度实现营业收入 319.8 亿元，同比 +11.0%；实现归母净利润 11.3 亿元，同比+82.3%。

- **1Q23 公司营收增长 11%，综合毛利率同比上升 2.4pct，财务费用率持续下降。**受煤炭贸易量增加以及新机组投运影响，公司营收成本均同比增长。1Q23 公司实现营业收入 319.78 亿元，同比+11.0%；营业成本 306.22 亿元，同比+8.25%；公司综合毛利率达到 4.2%，同比+2.4pct，较 2022 年全年平均水平上升 3.8pct，盈利能力持续改善。公司加大资金运作、融资创新力度，1Q23 公司财务费用 9.27 亿元，同比-11.3%，财务费用率 2.9%，同比-0.7pct，资金成本持续下降。
- **电价上浮、煤价企稳，公司盈利能力明显改善。**1Q23 公司实现净利润 11.80 亿元，同比+137.22%，利润改善明显。一方面是受电价上浮政策的影响，公司平均上网电价上升。1Q23 公司平均上网电价 530.87 元/兆瓦时，同比+2.9%，较 21 年全年平均水平提高了 23.5%。另一方面，23 年以来国际能源价格趋于稳定，进口煤政策宽松，国内动力煤价格持续回落。至 23 年 4 月底，5500 大卡港口煤现价回归 1000 元/吨左右水平，较 22 年 3 月的 1600 元/吨高位已经下降超 600 元/吨，23 年内均价较 22 年下降超过 10%。收入提升、成本改善，盈利能力明显提升，全年预期向好。
- **华电新能持续贡献投资收益。**1Q23 公司实现投资收益 11.72 亿元，与 22 年同期基本持平。在 23 年煤价下降的预期下，预计公司煤炭联营企业利润同比下降，投资收益的稳定或主要源于华电新能的持续盈利。我们预计 23 年华电新能风电、光伏新增装机规模 5.7GW，总装机规模将超过 36GW，净利润超过 100 亿元，有望为华电国际贡献投资收益超 30 亿元。

盈利预测与投资建议

- 公司 1Q23 业绩基本符合预期，我们预计公司 23-25 年归属于母公司净利润分别为 55.49、64.97、71.49 亿元，对应每股收益分别为 0.55、0.64、0.70 元。我们选择相对估值法对公司进行估值，可比公司 2023 年调整后平均预测市盈率为 15 倍。我们给予公司 2023 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 8.25 元，维持“买入”评级。

风险提示

电价下滑风险；火电需求不及预期风险；市场煤价格波动风险；长协煤政策推进不及预期风险；投资收益波动风险；

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	104,608	107,059	114,891	121,539	125,002
同比增长(%)	12.5%	2.3%	7.3%	5.8%	2.8%
营业利润(百万元)	(8,574)	(1,336)	8,471	9,983	10,986
同比增长(%)	-216.6%	84.4%	734.2%	17.8%	10.0%
归属母公司净利润(百万元)	(4,982)	100	5,549	6,497	7,149
同比增长(%)	-212.2%	102.0%	5459.2%	17.1%	10.0%
每股收益(元)	(0.49)	0.01	0.55	0.64	0.70
毛利率(%)	-6.2%	0.4%	10.1%	11.4%	11.7%
净利率(%)	-4.8%	0.1%	4.8%	5.3%	5.7%
净资产收益率(%)	-7.3%	0.2%	9.1%	10.0%	10.2%
市盈率	(12.3)	615.6	11.1	9.5	8.6
市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年05月10日)	6.05 元
目标价格	8.25 元
52 周最高价/最低价	7.15/3.4 元
总股本/流通 A 股 (万股)	1,015,601/1,015,601
A 股市值 (百万元)	61,444
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2023 年 05 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.25	1.56	-2.52	68.48
相对表现	-3.45	4.19	0.15	66.52
沪深 300	-0.8	-2.63	-2.67	1.96



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
周迪	zhoudi1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050001

联系人

李少甫	lishaofu@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

电价上浮、煤价企稳，火电迎价值重估， 2023-04-29
持股绿电享收益：——华电国际 (600027) 首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表（数据截至 2023.5.10 收盘价）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023/5/10	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
国电电力	600795	3.98	0.16	0.39	0.47	0.54	25.13	10.08	8.41	7.37
华能国际	600011	9.64	-0.47	0.62	0.78	0.91	-20.48	15.51	12.31	10.63
大唐发电	601991	3.23	-0.02	0.19	0.27	0.33	-145.50	16.86	11.95	9.73
上海电力	600021	11.05	0.11	0.74	0.96	1.16	97.01	14.98	11.55	9.52
申能股份	600642	6.96	0.22	0.55	0.69	0.78	31.56	12.57	10.11	8.98
粤电力 A	000539	5.82	-0.57	0.31	0.51	0.67	-10.17	18.52	11.42	8.67
调整后平均							7.00	15.00	11.00	9.00

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,091	6,282	27,693	39,546	63,225	营业收入	104,608	107,059	114,891	121,539	125,002
应收票据、账款及款项融资	9,808	12,717	13,147	13,247	14,259	营业成本	111,084	106,599	103,281	107,717	110,360
预付账款	2,067	3,729	2,455	3,077	3,396	营业税金及附加	1,024	880	1,168	1,386	1,426
存货	6,116	3,937	4,323	4,806	4,540	销售费用	0	0	0	0	0
其他	5,497	2,565	3,417	3,637	3,157	管理费用及研发费用	1,810	1,639	2,007	2,028	2,061
流动资产合计	29,579	29,230	51,035	64,313	88,578	财务费用	4,279	4,047	4,341	4,410	4,407
长期股权投资	37,370	41,033	43,084	45,238	47,500	资产、信用减值损失	3,406	1,060	1,058	1,059	1,059
固定资产	122,987	125,748	123,158	116,780	107,285	公允价值变动收益	(37)	10	(9)	(12)	(4)
在建工程	15,859	14,843	10,530	7,975	5,825	投资净收益	7,259	4,805	4,687	4,336	4,615
无形资产	7,217	7,272	7,354	7,393	7,387	其他	1,198	1,016	757	720	684
其他	5,927	5,136	6,394	5,290	6,490	营业利润	(8,574)	(1,336)	8,471	9,983	10,986
非流动资产合计	189,360	194,032	190,521	182,675	174,488	营业外收入	471	275	439	395	370
资产总计	218,939	223,262	241,556	246,988	263,066	营业外支出	348	89	240	226	185
短期借款	27,645	27,985	27,815	27,900	27,857	利润总额	(8,451)	(1,150)	8,670	10,152	11,171
应付票据及应付账款	14,803	16,614	17,949	16,621	17,803	所得税	(1,672)	(512)	1,734	2,030	2,234
其他	23,215	18,493	22,856	19,448	22,320	净利润	(6,779)	(638)	6,936	8,122	8,936
流动负债合计	65,663	63,092	68,620	63,968	67,980	少数股东损益	(1,797)	(738)	1,387	1,624	1,787
长期借款	56,682	59,740	66,992	71,605	76,451	归属于母公司净利润	(4,982)	100	5,549	6,497	7,149
应付债券	17,512	25,034	25,034	25,034	25,034	每股收益(元)	-0.49	0.01	0.55	0.64	0.70
其他	5,438	4,947	5,542	5,220	5,237						
非流动负债合计	79,631	89,721	97,569	101,859	106,722	主要财务比率					
负债合计	145,294	152,813	166,189	165,828	174,702		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	11,729	10,935	12,322	13,947	15,734	成长能力					
实收资本(或股本)	9,870	9,894	9,894	9,894	9,894	营业收入	12.5%	2.3%	7.3%	5.8%	2.8%
资本公积	13,209	12,949	12,949	12,949	12,949	营业利润	-216.6%	84.4%	734.2%	17.8%	10.0%
留存收益	16,050	12,781	16,351	20,870	26,040	归属于母公司净利润	-212.2%	102.0%	5459.2%	17.1%	10.0%
其他	22,788	23,891	23,851	23,502	23,748	获利能力					
股东权益合计	73,644	70,449	75,367	81,160	88,364	毛利率	-6.2%	0.4%	10.1%	11.4%	11.7%
负债和股东权益总计	218,939	223,262	241,556	246,988	263,066	净利率	-4.8%	0.1%	4.8%	5.3%	5.7%
						ROE	-7.3%	0.2%	9.1%	10.0%	10.2%
						ROIC	-1.7%	0.8%	5.1%	5.4%	5.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	66.4%	68.4%	68.8%	67.1%	66.4%
净利润	(6,779)	(638)	6,936	8,122	8,936	净负债率	149.8%	168.6%	140.1%	120.6%	89.7%
折旧摊销	(2,365)	8,816	14,853	16,049	16,971	流动比率	0.45	0.46	0.74	1.01	1.30
财务费用	4,279	4,047	4,341	4,410	4,407	速动比率	0.36	0.40	0.68	0.93	1.24
投资损失	(7,259)	(4,805)	(4,687)	(4,336)	(4,615)	营运能力					
营运资金变动	(8,787)	(160)	3,169	(5,681)	3,336	应收账款周转率	10.6	9.9	9.4	9.8	9.6
其它	14,510	2,395	936	(267)	(439)	存货周转率	25.2	21.1	24.9	23.5	23.5
经营活动现金流	(6,401)	9,654	25,549	18,296	28,596	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	45,234	(11,160)	(9,192)	(5,904)	(6,206)	每股指标(元)					
长期投资	(25,433)	(3,748)	(2,039)	(2,178)	(2,260)	每股收益	-0.49	0.01	0.55	0.64	0.70
其他	(26,145)	6,399	5,000	4,002	4,827	每股经营现金流	-0.65	0.98	2.58	1.85	2.89
投资活动现金流	(6,344)	(8,509)	(6,232)	(4,081)	(3,639)	每股净资产	6.10	5.86	6.21	6.62	7.15
债权融资	(973)	8,128	8,584	3,941	5,151	估值比率					
股权融资	(1,862)	(236)	0	0	0	市盈率	-12.3	615.6	11.1	9.5	8.6
其他	14,757	(9,075)	(6,490)	(6,304)	(6,429)	市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
筹资活动现金流	11,922	(1,183)	2,094	(2,362)	(1,278)	EV/EBITDA	-27.0	15.6	6.5	5.9	5.6
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-41.9	66.3	14.0	12.5	11.7
现金净增加额	(824)	(37)	21,411	11,853	23,679						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。