

华电国际 (600027.SH)

盈利同比大幅增长，火电业绩仍有增长空间

买入

核心观点

营业收入稳步提升，归母净利润同比大幅增长。2023年，公司实现营业收入1171.76亿元(+9.45%)，归母净利润45.22亿元(+3789.00%)，扣非归母净利润38.03亿元。营业收入增加主要原因是煤炭贸易量增加的影响，公司归母净利润大幅增长主要是燃料成本下降影响，2023年公司燃料成本约为754.62亿元(-8.93%)。投资收益方面，2023年公司投资收益约为37.76亿元(-21.41%)，投资收益同比下降的原因是参股煤炭企业收益减少影响。投资收益中，持有华电新能源股权确认的投资收益为29.50亿元(+13.7%)。

火电装机容量进一步增加，驱动公司业绩增长。截至2023年，公司控股装机容量为58.45GW，主要包括煤电46.89GW，气电9.09GW，水电2.46GW。2023年，公司投产电源项目3.70GW，其中煤电机组3.02GW、气电机组0.68GW。目前，公司已获核准及在建机组装机容量为6.54GW，其中煤电3.32GW，气电2.92GW，抽水蓄能0.30GW，未来公司火电项目投运将驱动公司业绩增长。

电价趋稳以及煤价下行有望驱动火电盈利进一步改善。煤炭消费增速有望放缓，政策保障下电煤中长期合同签约履约有望提升，煤价中枢将有所下移，同时电价趋稳，公司火电盈利将进一步改善。同时，煤电容量电价执行使得燃煤发电企业固定成本可通过容量电价进行疏导，新型电力系统建设推进背景下火电辅助服务、容量电价等收入增加，未来火电盈利、现金流趋于稳定，分红水平有望提升。

多措并举提升经营效益，盈利能力有望持续提升。电价方面，加强能源产业政策研究和市场形势研判，量价统筹开展市场交易，夯实盈利基础；煤炭方面，加强煤炭市场研判与政策分析，拓展进煤渠道、优化进煤结构，增加有价格优势的年度长协合同量，燃料成本有望进一步下降。资金成本方面，通过存量置换、提前还贷等方式，完成高利率贷款置换及降低财务费用，有效压降资金成本。

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；行业政策变化。

投资建议：由于公司煤电装机增长及煤价下降，上调盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为68/75/81亿元（2024/2025年原预测值为63/68亿元），分别同比增长50%/10%/8%；EPS分别为0.66、0.73、0.79元，当前股价对应PE为9.4/8.9/8.8X。给予公司2024年11-12xPE，公司合理市值为748-816亿元，对应7.31-7.98元/股合理价值，较目前股价有9%-18%的溢价空间，维持“买入”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	118,843	122,456	124,834
(+/-%)	2.5%	9.5%	1.4%	3.0%	1.9%
净利润(百万元)	100	4522	6801	7472	8052
(+/-%)	-102.0%	4430.7%	50.4%	9.9%	7.8%
每股收益(元)	0.01	0.44	0.66	0.73	0.79
EBIT Margin	-1.1%	4.9%	10.5%	10.7%	10.5%
净资产收益率(ROE)	0.2%	6.5%	9.2%	9.5%	9.5%
市盈率(PE)	690.6	15.2	10.1	9.2	8.6
EV/EBITDA	26.1	13.0	9.4	8.9	8.8
市净率(PB)	1.16	0.99	0.93	0.87	0.82

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：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

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	买入(维持)
合理估值	7.31 - 7.98元
收盘价	6.87元
总市值/流通市值	70263/70263百万元
52周最高价/最低价	7.32/4.61元
近3个月日均成交额	383.11百万元

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

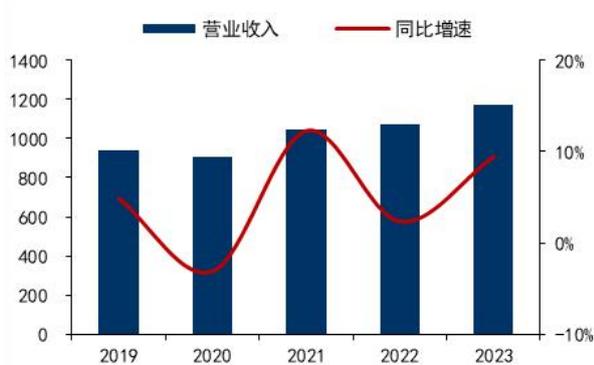
《华电国际(600027.SH)-净利润显著改善，盈利有望持续修复》——2023-04-01

《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

营业收入稳步提升，归母净利润同比大幅增长。2023年，公司实现营业收入1171.76亿元（+9.45%），归母净利润45.22亿元（+3789.00%），扣非归母净利润38.03亿元。公司营业收入增加主要原因是煤炭贸易量增加的影响，2023年公司售煤收入106.01亿元（+609.59%）；公司归母净利润大幅增长主要是燃料成本下降影响，2023年公司燃料成本约为754.62亿元（-8.93%）。投资收益方面，2023年公司投资收益约为37.76亿元（-21.41%），投资收益同比下降的原因是参股煤炭企业收益减少影响。投资收益中，持有华电新能源股权确认的投资收益为29.50亿元（+13.7%）。

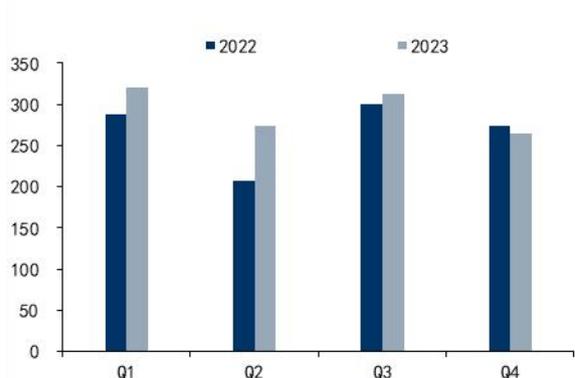
公司发电量、上网电量小幅增长。公司发电量2237.95亿千瓦时（+1.30%），上网电量2095.46亿千瓦时（+1.21%），其中火电发电量2144.59亿千瓦时（+1.46%），上网电量2003.13亿千瓦时（+1.46%）；水电发电量93.36亿千瓦时（-4.20%），上网电量92.33亿千瓦时（-4.01%）。

图1：华电国际营业收入及增速（单位：亿元）



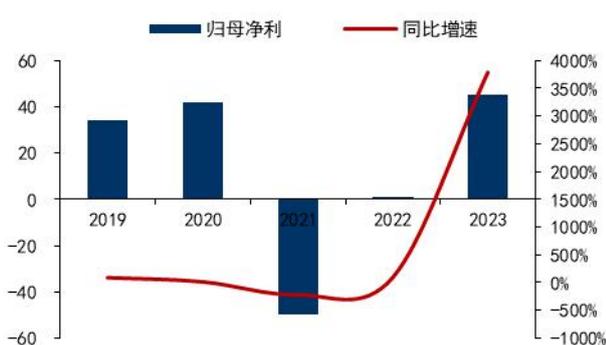
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华电国际单季营业收入（单位：亿元）



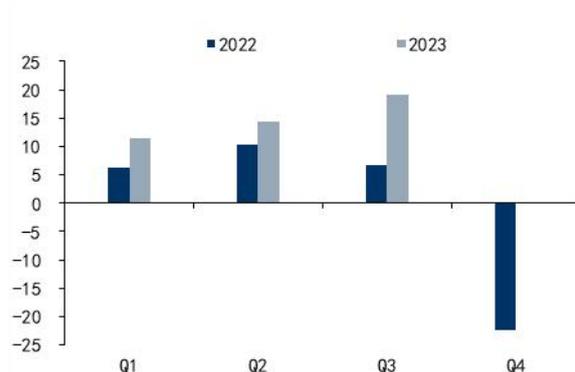
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

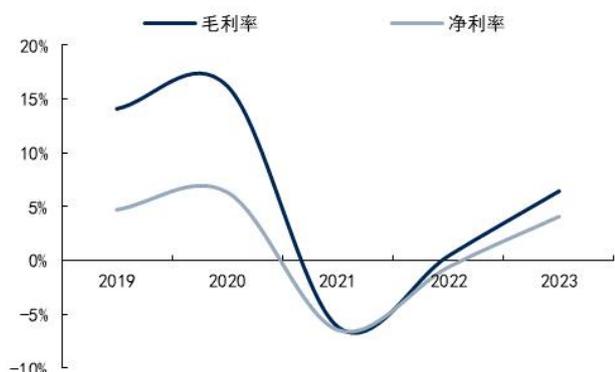


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提升及费用率水平下降，净利率水平上行。2023年，公司毛利率为6.43%，同比增加6.00pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降影响。费用率方面，2023年，公司财务费用率、管理费用率分别为3.08%、1.42%，财务费用率、管理费用率分别同比减少0.70、0.11pct，公司财务费用率下降主要原因是公司加大资金运作、融资成本降低的影响。同期内，受毛利率提升及费用率水平下降影响，

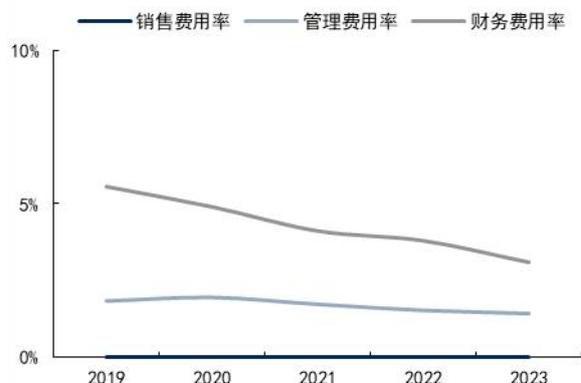
公司净利率同比增加 4.70pct 至 4.10%。

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

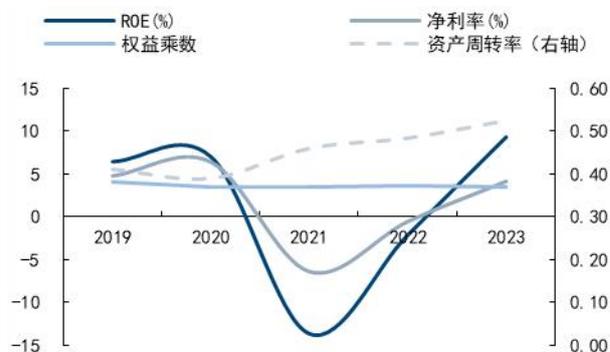
ROE 提升，经营性净现金流同比增加。2023 年，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 11.46pct 至 9.34%。现金流方面，2023 年，公司经营性净现金流为 132.52 亿元，同比增加 37.26%，主要系公司经营业务改善影响所致；投资性现金净流出额为 92.92 亿元，同比增加 9.20%，主要系收到资产处置款项减少的影响；筹资性现金流净流出 46.97 亿元，流出金额进一步扩大，主要系偿还借款的影响。

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

资本开支水平保持稳定。2023 年，公司资本开支 102.23 亿元，其中 62.33 亿元用于基建工程投资，37.20 亿元用于一般技改、环保技改和小型基建投资，2.70 亿元用于参股股权投资。2024 年，公司计划资本开支 97 亿元，用于电源项目建设，环保和节能技术改造及参股投资等。

火电装机容量进一步增加，驱动公司业绩增长。截至 2023 年，公司控股装机容量为 58.45GW，主要包括煤电 46.89GW，气电 9.09GW，水电 2.46GW。2023 年，公司投产电源项目 3.70GW，其中煤电机组 3.02GW、气电机组 0.68GW。目前，公司已获核准及在建机组装机容量为 6.54GW，其中煤电 3.32GW，气电 2.92GW，抽水蓄能 0.30GW，未来公司火电项目投运将驱动公司业绩增长。

电价趋稳以及煤价下行有望驱动火电盈利进一步改善。煤炭消费增速有望放缓，政策保障下电煤中长期合同签约履约有望提升，煤价中枢将有所下移，同时电价

趋稳，公司火电盈利将进一步改善。同时，煤电容量电价执行使得燃煤发电企业固定成本可通过容量电价进行疏导，新型电力系统建设推进背景下火电辅助服务、容量电价等收入增加，未来火电盈利、现金流趋于稳定，分红水平有望提升。

多措并举提升经营效益，盈利能力有望持续提升。电价方面，加强能源产业政策研究和市场形势研判，量价统筹开展市场交易，夯实盈利基础；煤炭方面，加强煤炭市场研判与政策分析，拓展进煤渠道、优化进煤结构，增加有价格优势的年度长协合同量，燃料成本有望进一步下降。资金成本方面，通过存量置换、提前还贷等方式，完成高利率贷款置换及降低财务费用，有效压降资金成本。

投资建议：由于公司煤电装机增长及煤价下降，上调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 68/75/81 亿元（2024/2025 年原预测值为 63/68 亿元），分别同比增长 50%/10%/8%；EPS 分别为 0.66、0.73、0.79 元，当前股价对应 PE 为 9.4/8.9/8.8X。给予公司 2024 年 11-12xPE，公司合理市值为 748-816 亿元，对应 7.31-7.98 元/股合理价值，较目前股价有 9%-18%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE (22A)	投资 评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600011.SH	华能国际	9.17	1,440	-0.47	0.54	0.83	0.91	-19.5	17.0	11.0	10.1	-6.8%	买入	
600021.SH	上海电力	8.42	237	0.11	0.75	1.08	1.29	76.5	11.2	7.8	6.5	1.5%	买入	
600483.SH	福能股份	10.16	258	1.02	1.03	1.17	1.23	10.0	9.9	8.7	8.3	13.0%	买入	

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	17665	24878	营业收入	107059	117176	118843	122456	124834
应收款项	12447	12632	14771	17072	19271	营业成本	106599	109646	104413	107329	109682
存货净额	3937	4501	4602	4332	4565	营业税金及附加	880	983	1070	1102	1124
其他流动资产	6467	5821	6901	6864	6816	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	29230	28582	41972	46376	56237	管理费用	1852	1964	2044	2098	2134
固定资产	140591	139535	138726	135844	132519	财务费用	4047	3604	4064	3986	3875
无形资产及其他	7272	7273	7274	7275	7276	投资收益	4805	3776	3776	4276	5276
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	238101	241859	250406	营业利润	(1336)	5703	12542	13790	14868
短期借款及交易性金融负债	40309	46152	50615	46152	46152	营业外净收支	186	107	107	107	107
应付款项	16614	11288	13550	13786	13143	利润总额	(1150)	5810	12649	13897	14975
其他流动负债	6170	5757	6531	6146	6274	所得税费用	(512)	1002	3162	3474	3744
流动负债合计	63092	63197	70696	66085	65569	少数股东损益	(738)	286	2685	2950	3179
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	6801	7472	8052
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	149134	146501	147964	净利润	100	4522	6801	7472	8052
少数股东权益	10935	13624	14966	16441	18031	资产减值准备	(1967)	(460)	184	(6)	(14)
股东权益	59514	69756	74001	78916	84411	折旧摊销	9616	10274	10725	11183	11530
负债和股东权益总计	223262	223036	238101	241859	250406	公允价值变动损失	(1967)	(460)	184	(6)	(14)
						财务费用	4047	3604	4064	3986	3875
关键财务与估值指标						营运资本变动	(136)	(5841)	(284)	(2143)	(2898)
每股收益	0.01	0.44	0.66	0.73	0.79	其它	4008	5216	1446	1191	202
每股红利	0.25	0.15	0.25	0.25	0.25	经营活动现金流	9654	13252	19056	17691	16859
每股净资产	5.82	6.82	7.24	7.72	8.25	资本开支	(10423)	(10488)	(10101)	(8296)	(8192)
ROIC	-1%	3%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(23)	(76)	(104)	(166)	(266)
ROE	0%	6%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(8509)	(9292)	(12687)	(10696)	(10469)
毛利率	0%	6%	12%	12%	12%	权益性融资	7514	22289	0	0	0
EBIT Margin	-1%	5%	11%	11%	10%	负债净变化	3058	1861	1861	1861	1861
EBITDA Margin	8%	14%	20%	20%	20%	支付股利、利息	(2557)	(1534)	(2557)	(2557)	(2557)
收入增长	3%	9%	1%	3%	2%	其它融资现金流	(16988)	(12363)	4463	(4463)	0
净利润增长率	-102%	4431%	50%	10%	8%	融资活动现金流	(1183)	(4697)	3597	(4750)	823
资产负债率	73%	69%	69%	67%	66%	现金净变动	192	(827)	9966	2244	7213
息率	3.7%	2.2%	3.7%	3.7%	3.7%	货币资金的期初余额	6091	6282	5455	15421	17665
P/E	690.6	15.2	10.1	9.2	8.6	货币资金的期末余额	6282	5455	15421	17665	24878
P/B	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(1298)	9724	10586	10257
EV/EBITDA	26.1	13.0	9.4	8.9	8.8	权益自由现金流	0	(11800)	13000	4995	9212

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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