

华电国际（600027）

2022 年报业绩预告：符合预期，重视火电容量电价视角下的资产重估

买入（维持）

2023 年 01 月 31 日

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	104,422	113,941	127,943	138,780
同比	12%	9%	12%	8%
归属母公司净利润（百万元）	-4,965	353	3,873	4,287
同比	-212%	107%	998%	11%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.50	0.04	0.39	0.43
P/E（现价&最新股本摊薄）	—	161.79	14.73	13.31

关键词：#业绩符合预期

事件：（1）公司公布 2022 年年报业绩预告，公司预计 2022 年实现归母净利润 0.1 亿元至 2 亿元，较上年同期减亏 49.75 亿元至 51.65 亿元；扣非后净利润-6.9 亿元至-5 亿元，较上年同期（重述后）减亏 76.95 亿元至 78.85 亿元。（2）公司公布 2022 年发电量、上网电价及机组投产产能情况，2022 年公司累计完成发电量 2209.32 亿千瓦时，同比增长 0.54%；实现上网电量 2070.45 亿千瓦时，同比增长 0.32%；2022 年集团平均上网电价为 519 元/兆瓦时，同比上涨 20.69%。

■ **新型电力系统下火电功能转型，估值有望重塑：**市场须重新认识新型电力系统下火电的支撑性电源地位，新型的电力系统应当是“火-储-风光”一体化的多能互补的电力系统，多能互补体现在当风光无法出力的时候，火+储应当补上，使得电力系统维持电源供应的动态平衡，而火电因其低成本、不受天气影响的稳定特质在新型电力系统中也正在发挥着越来越重要的作用，估值也应当得到重塑。

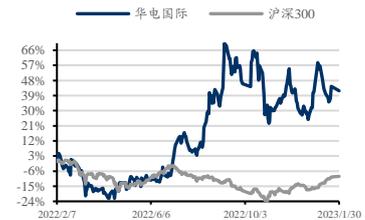
■ **容量电价+市场化电价变革火电盈利新模式：**2022 年以来山东、贵州等地陆续推出火电容量电价试点，为火电参与深度调峰调频提供了盈利性来源。目前我国电力市场化改革中对提供灵活性调节性服务电源的激励机制尚不完善，而传统管理机制下煤电机组缺乏动力主动提供调峰调频服务。由于煤电灵活性改造在技术层面不存在障碍，因而主要是机制未理顺的原因。

■ **公司：以火电+抽蓄为主业，参股新能源发电+煤炭：**新型电力系统下，公司以火电+抽蓄为基本盘，参股新能源获成长性收益，参股煤炭享煤电一体化低成本，价值凸显。公司以充当电力系统的压舱石的火电和抽蓄为主业，2021 年公司剥离风电光伏发电项目，注入华电新能，参股华电新能 31%，享受投资收益。我们认为火电行业逐渐从周期属性走向公用事业属性，估值有待重估；抽蓄新型电力系统重要的储能资产，叠加较高的增速，应当给予成长性估值；参股华电新能，一方面不需要投入大量的资本开支，保证了良好的现金流和资产运营状况，另一方面也能享受到新能源发电成长性的投资收益。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持预计 2022-2024 年公司实现营业收入 1139.41 亿元、1279.43 亿元、1387.80 亿元，同比增长 9.1%、12.3%、8.5%；实现归母净利润 3.53 亿元、38.73 亿元、42.87 亿元。我们看好火电容量电价视角下的资产重估机会，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险，煤炭价格波动风险；宏观经济风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.78
一年最低/最高价	3.27/7.15
市净率(倍)	1.48
流通 A 股市值(百万元)	47,122.17
总市值(百万元)	57,047.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.91
资产负债率(%，LF)	66.36
总股本(百万股)	9,869.86
流通 A 股(百万股)	8,152.62

相关研究

《华电国际(600027)：新型电力系统下火电支撑性电源价值重估，容量电价变革火电电价机制》

2022-11-17

华电国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	29,579	41,648	48,474	61,379	营业总收入	104,422	113,941	127,943	138,780
货币资金及交易性金融资产	6,091	16,960	21,537	32,530	营业成本(含金融类)	110,857	111,036	119,693	128,255
经营性应收款项	11,875	13,904	15,104	16,511	税金及附加	1,024	1,219	1,331	1,457
存货	6,116	5,326	6,029	6,357	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,807	2,067	2,285	2,492
其他流动资产	5,497	5,458	5,804	5,980	研发费用	3	2	3	3
非流动资产	189,282	183,733	182,321	178,037	财务费用	4,279	3,781	3,727	3,704
长期股权投资	37,250	50,421	65,043	77,281	加:其他收益	938	889	1,049	1,119
固定资产及使用权资产	124,028	109,618	90,174	71,546	投资净收益	7,242	5,501	7,076	7,350
在建工程	15,862	12,504	10,153	8,507	公允价值变动	-37	0	0	0
无形资产	7,217	6,325	12,175	16,007	减值损失	-3,406	-1,816	-2,687	-4,298
商誉	441	371	271	181	资产处置收益	260	193	250	259
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	-8,549	601	6,592	7,300
其他非流动资产	4,484	4,493	4,505	4,516	营业外净收支	123	0	0	0
资产总计	218,860	225,381	230,794	239,416	利润总额	-8,426	601	6,592	7,300
流动负债	65,663	71,699	71,810	74,556	减:所得税	-1,672	117	1,290	1,425
短期借款及一年内到期的非流动负债	42,181	42,181	42,181	42,181	净利润	-6,754	484	5,302	5,876
经营性应付款项	14,803	18,481	18,609	20,409	减:少数股东损益	-1,789	132	1,430	1,589
合同负债	1,876	2,182	2,243	2,443	归属母公司净利润	-4,965	353	3,873	4,287
其他流动负债	6,803	8,855	8,777	9,523	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.50	0.04	0.39	0.43
非流动负债	79,631	79,631	79,631	79,631	EBIT	-8,843	-384	4,631	6,574
长期借款	56,682	56,682	56,682	56,682	EBITDA	2,360	-1,014	1,877	4,349
应付债券	17,512	17,512	17,512	17,512	毛利率(%)	-6.16	2.55	6.45	7.58
租赁负债	328	328	328	328	归母净利率(%)	-4.76	0.31	3.03	3.09
其他非流动负债	5,110	5,110	5,110	5,110	收入增长率(%)	12.27	9.12	12.29	8.47
负债合计	145,294	151,331	151,441	154,187	归母净利润增长率(%)	-211.80	107.10	998.32	10.69
归属母公司股东权益	61,830	62,182	66,055	70,342					
少数股东权益	11,736	11,868	13,298	14,887					
所有者权益合计	73,566	74,050	79,353	85,229					
负债和股东权益	218,860	225,381	230,794	239,416					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-6,351	4,625	-417	4,985	每股净资产(元)	3.98	4.02	4.41	4.85
投资活动现金流	-6,395	10,056	8,805	9,820	最新发行在外股份(百万股)	9,870	9,870	9,870	9,870
筹资活动现金流	11,922	-3,812	-3,812	-3,812	ROIC(%)	-3.55	-0.16	1.93	2.66
现金净增加额	-824	10,870	4,577	10,993	ROE-摊薄(%)	-8.03	0.57	5.86	6.09
折旧和摊销	11,203	-631	-2,754	-2,225	资产负债率(%)	66.39	67.14	65.62	64.40
资本开支	-13,171	21,471	21,417	21,233	P/E(现价&最新股本摊薄)	—	161.79	14.73	13.31
营运资本变动	-9,329	2,746	-1,714	263	P/B(现价)	1.45	1.44	1.31	1.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

