

华能国际 (60011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩如期释放, Q3 基本面继续稳固

业绩简评

- 7月25日晚间公司披露23年半年报, 1H23实现营收1260.3亿元(同比+7.8%), 实现归母净利润63.1亿元(同比+309.7%); 其中2Q23实现营收607.6亿元, 实现归母净利润40.6亿元, 同比大幅扭亏。

经营分析

- 2Q23煤电电量强复苏。公司2Q23/1H23煤电分别实现上网电量864.8/1760.2亿千瓦时(同比+16.9%/+5.2%), 在去年低基数、今年同期来水偏枯、气温偏高等因素共同作用下实现强势复苏。公司电厂于沿海负荷中心广泛布局, 预计3Q23进一步受益于迎峰度夏期间保供需求。
- 煤价下行带来火电盈利实质性改善。(1)成本端: 年初以来进口煤供给宽松, 内贸/进口煤价格均有下调, 1H23公司累计入炉除税标煤单价1137.76元/吨, 同比下降10.5%。考虑到当前重点电厂普遍维持20天以上的库存水平, 随着高价库存消化完毕, 我们预计3Q23平均入炉煤价有望进一步下行。(2)电价端: 平均上网电价0.515元/KWh, 同比+1.9%, 各地23年中长协电价顶格20%上浮的利好继续体现。
- 风光电量扩大, 贡献利润增量。1H23公司新增风电/光伏装机分别为40.9万千瓦、249.7万千瓦, 1H23风电/光伏上网电量分别为167.8亿千瓦时(同比+21.9%)、47.1亿千瓦时(同比+72%)。根据公司规划, 全年预计新增风光装机共8GW, 则预计相比22年同比+32.1%。

盈利预测、估值与评级

- 随着火电板块业绩改善、绿电装机加速, 公司业绩回归增长, 因此我们继续上调盈利预测, 预计公司2023~2025年分别实现归母净利润126.2/177.4/218.2亿元, EPS分别为0.80/1.13/1.39元, 对应PE分别为11倍、8倍和6倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 各类电源装机及电量不及规划预期、煤价下跌不及预期、电价上浮空间不及预期风险等。

国金证券研究所

分析师: 许隽逸 (执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

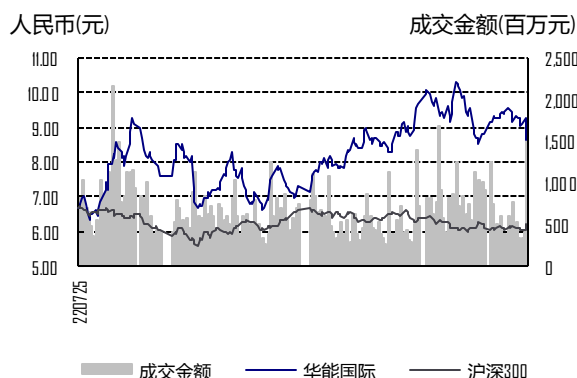
联系人: 张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 8.63元

相关报告:

- 《华能国际公司点评: 盈利改善已兑现, Q2电量恢复可期》, 2023.4.26
- 《华能国际公司点评: 至暗时刻将过, 关注盈利实质性改善》, 2023.3.22
- 《火电电量转正, 盈利同、环比改善-华能国际季报点评》, 2022.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	204,605	246,725	259,134	259,458	270,750
营业收入增长率	20.75%	20.59%	5.03%	0.13%	4.35%
归母净利润(百万元)	-10,264	-7,387	12,617	17,742	21,817
归母净利润增长率	-324.85%	-28.03%	N/A	40.62%	22.97%
摊薄每股收益(元)	-0.654	-0.471	0.804	1.130	1.390
每股经营性现金流净额	0.38	2.07	2.83	3.94	4.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	-9.75%	-6.81%	10.48%	13.07%	14.13%
P/E	-13.20	-18.34	10.74	7.64	6.21
P/B	1.29	1.25	1.13	1.00	0.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	169,439	204,605	246,725	259,134	259,458	270,750
增长率		20.8%	20.6%	5.0%	0.1%	4.4%
主营业务成本	-139,881	-205,281	-239,221	-221,393	-215,656	-220,351
%销售收入	82.6%	100.3%	97.0%	85.4%	83.1%	81.4%
毛利	29,558	-676	7,504	37,741	43,802	50,399
%销售收入	17.4%	n.a	3.0%	14.6%	16.9%	18.6%
营业税金及附加	-1,795	-1,686	-1,442	-1,503	-1,505	-1,570
%销售收入	1.1%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-148	-193	-180	-233	-234	-244
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-4,946	-5,594	-5,637	-5,520	-5,526	-5,767
%销售收入	2.9%	2.7%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-668	-1,325	-1,608	-1,296	-1,297	-1,354
%销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	22,001	-9,474	-1,363	29,189	35,240	41,464
%销售收入	13.0%	n.a	n.a	11.3%	13.6%	15.3%
财务费用	-8,836	-8,550	-9,487	-14,327	-14,587	-14,676
%销售收入	5.2%	4.2%	3.8%	5.5%	5.6%	5.4%
资产减值损失	-6,234	-193	-2,780	-200	-300	-400
公允价值变动收益	-2	0	0	-1,105	0	0
投资收益	1,652	822	1,077	1,135	1,148	1,163
%税前利润	18.7%	-5.8%	-11.1%	6.7%	4.8%	3.9%
营业利润	9,628	-14,802	-10,411	16,372	23,181	29,231
营业利润率	5.7%	n.a	n.a	6.3%	8.9%	10.8%
营业外收支	-814	525	708	650	670	700
税前利润	8,814	-14,277	-9,703	17,022	23,851	29,931
利润率	5.2%	n.a	n.a	6.6%	9.2%	11.1%
所得税	-3,110	1,604	-382	-3,404	-5,009	-6,884
所得税率	35.3%	n.a	n.a	20.0%	21.0%	23.0%
净利润	5,704	-12,673	-10,085	13,617	18,842	23,047
少数股东损益	1,139	-2,409	-2,698	1,000	1,100	1,230
归属于母公司的净利润	4,565	-10,264	-7,387	12,617	17,742	21,817
净利率	2.7%	n.a	n.a	4.9%	6.8%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,704	-12,673	-10,085	13,617	18,842	23,047
少数股东损益	1,139	-2,409	-2,698	1,000	1,100	1,230
非现金支出	27,536	21,875	26,694	26,176	30,014	34,474
非经营收益	8,078	4,733	7,968	13,984	12,847	12,897
营运资金变动	731	-7,902	7,943	-9,345	225	-108
经营活动现金净流	42,050	6,033	32,520	44,431	61,928	70,309
资本开支	-42,213	-42,969	-40,278	-34,960	-51,590	-52,460
投资	-874	-452	-445	-1,495	-480	-492
其他	1,020	765	751	1,279	1,292	1,307
投资活动现金净流	-42,067	-42,657	-39,971	-35,175	-50,778	-51,645
股权募资	26,613	1,877	25,867	0	0	0
债权募资	-5,895	55,616	7,787	6,975	7,463	393
其他	-16,699	-17,725	-16,681	-15,372	-17,200	-18,079
筹资活动现金净流	4,019	39,767	16,973	-8,398	-9,737	-17,686
现金净流量	3,263	2,297	9,962	858	1,413	978

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,872	16,350	17,176	16,597	16,966	17,186
应收款项	40,364	47,405	45,388	48,998	49,059	51,194
存货	6,602	16,824	12,702	14,557	14,180	14,489
其他流动资产	5,300	11,891	11,457	14,088	13,887	14,054
流动资产	66,138	92,471	86,722	94,240	94,092	96,922
%总资产	15.1%	18.9%	17.3%	18.1%	17.3%	17.2%
长期投资	33,824	33,530	34,055	34,300	34,636	34,983
固定资产	295,356	316,307	332,443	341,567	363,859	382,693
%总资产	67.4%	64.5%	66.1%	65.7%	67.1%	67.8%
无形资产	25,914	25,692	26,483	26,759	26,981	27,099
非流动资产	372,068	397,597	415,884	425,650	448,411	467,625
%总资产	84.9%	81.1%	82.7%	81.9%	82.7%	82.8%
资产总计	438,206	490,068	502,606	519,889	542,503	564,547
短期借款	100,540	117,156	104,517	105,729	103,174	93,591
应付款项	41,866	53,962	53,431	51,699	50,384	51,500
其他流动负债	11,642	15,280	13,385	13,870	14,894	16,280
流动负债	154,048	186,398	171,333	171,298	168,452	161,372
长期贷款	112,077	136,858	151,678	161,678	171,678	181,678
其他长期负债	30,605	42,920	53,051	47,537	46,510	45,727
负债	296,730	366,176	376,062	380,513	386,640	388,776
普通股股东权益	121,699	105,256	108,535	120,368	135,755	154,433
其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	31,248	16,013	6,703	18,536	33,923	52,600
少数股东权益	19,777	18,636	18,009	19,009	20,109	21,339
负债股东权益合计	438,206	490,068	502,606	519,889	542,503	564,547

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.291	-0.654	-0.471	0.804	1.130	1.390
每股净资产	7.752	6.705	6.914	7.668	8.648	9.838
每股经营现金净流	2.679	0.384	2.072	2.830	3.945	4.479
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	3.75%	-9.75%	-6.81%	10.48%	13.07%	14.13%
总资产收益率	1.04%	-2.09%	-1.47%	2.43%	3.27%	3.86%
投入资本收益率	3.79%	-2.06%	-0.34%	5.27%	5.96%	6.55%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.33%	20.75%	20.59%	5.03%	0.13%	4.35%
EBIT增长率	17.38%	-143.06%	-85.61%	N/A	20.73%	17.66%
净利润增长率	170.68%	-324.85%	-28.03%	N/A	40.62%	22.97%
总资产增长率	5.95%	11.84%	2.56%	3.44%	4.35%	4.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.1	61.1	59.0	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	20.2	20.8	22.5	24.0	24.0	24.0
应付账款周转天数	35.4	33.1	33.4	33.4	33.4	33.4
固定资产周转天数	525.0	474.8	428.0	427.7	456.1	465.7
偿债能力						
净负债/股东权益	154.81%	215.03%	219.71%	205.07%	187.92%	166.75%
EBIT利息保障倍数	2.5	-1.1	-0.1	2.0	2.4	2.8
资产负债率	67.71%	74.72%	74.82%	73.19%	71.27%	68.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-14	买入	9.00	10.84~10.84
2	2022-10-26	买入	8.17	N/A
3	2023-03-22	买入	8.69	N/A
4	2023-04-26	买入	9.07	N/A

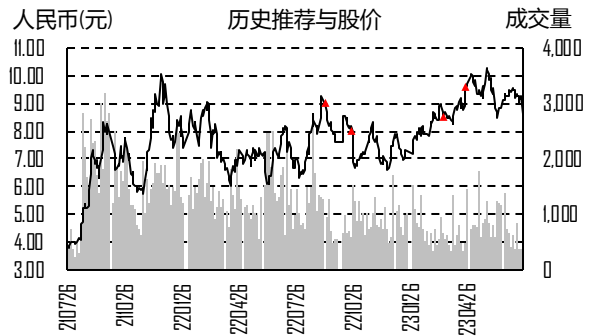
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806