

煤电实现扭亏为盈，新能源装机明显加速

核心观点：

● 事件：

公司发布 2023 年半年报，上半年实现营收 1260.32 亿元，同比增长 7.84%；实现归母净利润 63.08 亿元（扣非 55.71 亿元），同比增长 309.67%（扣非增长 245.32%）；其中第二季度实现归母净利润 40.58 亿元（同比增长 297.72%）。

● 盈利能力同比大幅提升，资产负债率下降明显

第二季度公司毛利率 14.14%（同比+14.39pct），净利率 6.84%（同比+12.25pct），ROE（摊薄）3.13%（同比+5.12pct），整体盈利能力同比大幅提升。期间费用率 6.64%（同比-0.59pct），其中财务费用率 3.74%（同比-0.77pct），成本控制能力良好。第二季度经营性净现金流 76.21 亿元（同比-34.8%），主要由于经营扭亏增利，收到的以前年度的可再生能源补贴和增值税留抵退税同比减少，以及存货占用资金同比增加的影响。截至二季度末，公司资产负债率 70.9%（同比-4.16pct），资产负债率下降明显。

● 煤电实现扭亏为盈，下半年盈利有望持续修复

按照利润总额口径，上半年燃煤盈利 5.93 亿元（同比+96.54 亿元），燃机盈利 3.51 亿元（同比+0.11 亿元）；其中第二季度燃煤盈利 6.63 亿元（同比+64.52 亿元），燃机盈利 0.25 亿元（同比-0.92 亿元）。

受益于煤价下降以及电量提升，上半年煤电实现整体扭亏为盈。上半年公司入炉标煤单价 1137.76 元/吨（除税），同比下降 10.49%。上半年公司煤电发电量 1760.16 亿千瓦时，同比增长 5.19%。7 月以来进入迎峰度夏，市场煤价虽然有所上涨，秦港 5500 大卡动力煤接近 900 元/吨，但考虑到厄尔尼诺气候推动水电出力回升，且经济复苏趋势依然偏弱，预计后续煤价反弹空间较为有限。火电板块下半年盈利有望持续修复。

● 新能源板块盈利高增长，风光新增装机加速

按照利润总额口径，上半年风电盈利 40.24 亿元（同比+17.5%），光伏盈利 10.02 亿元（同比+89.55%）；其中第二季度风电盈利 20.99 亿元（同比+9.9%），光伏盈利 6.57 亿元（同比+77.6%）。

新能源盈利随着装机规模以及上网电量增加而增长。上半年公司新投产风电 0.41GW，光伏 2.50GW；其中第二季度新投产风电 0.30GW，光伏 1.80GW，新增装机环比明显加速。上半年公司风电上网电量 167.77 亿千瓦时（同比+21.92%），光伏上网电量 47.05 亿千瓦时（同比+72.04%）。截至 2023 年上半年，风电累计装机 13.89GW，太阳能累计装机 8.78GW，新能源装机仅占公司总装机的 17.4%，后续装机比例及盈利有较大上涨空间。

华能国际(600011.SH)

推荐(维持)

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

分析师

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

市场数据

2023-7-25

A 股收盘价(元)	8.63
股票代码	600011
A 股一年内最高价(元)	10.55
A 股一年内最低价(元)	6.26
沪深 300	3915.12
市盈率(TTM)	-32.4
总股本(万股)	1,569,809
实际流通 A 股(万股)	1,099,771
流通 A 股市值(亿元)	949

相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **响应能源转型要求，2023-2025 年新能源装机有望加速**

华能集团规划到 2025 年新增新能源装机 80GW 以上，确保清洁能源装机占比 50% 以上。公司目前煤电装机占比仍然较高，响应集团及国资委能源转型要求的积极性强，我们预计十四五期间公司新增新能源装机 40GW，年均新增 8GW 左右。2021-2022 年由于疫情以及光伏产业链价格过高等原因，新能源合计装机仅为 9GW。随着疫情缓解以及光伏上游价格大幅下降，我们预计 2023-2025 年新能源装机有望加速至年均 10GW 左右。

● **估值分析与评级说明**

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 122.86 亿元、148.49 亿元、172.15 亿元，对应 PE 分别为 11.6 倍、9.6 倍、8.3 倍，当前维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

煤价超预期上涨；新能源开发进度不及预期；上网电价下调等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	246724.79	258517.46	255942.28	258846.88
收入增长率%	20.31	4.78	-1.00	1.13
归母净利润（百万元）	-7387.12	12285.82	14849.16	17214.84
利润增速%	26.17	266.31	20.86	15.93
毛利率%	3.04	12.53	13.39	14.55
摊薄 EPS(元)	-0.47	0.78	0.95	1.10
PE	—	11.59	9.59	8.27
PB	1.31	1.03	0.93	0.84
PS	0.58	0.55	0.56	0.55

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	86721.86	107884.18	109319.64	112576.24	营业收入	246724.79	258517.46	255942.28	258846.8
现金	17175.57	29908.63	32999.67	36537.17	营业成本	239220.71	226117.41	221667.31	221177.0
应收账款	39862.09	44912.34	44306.55	44364.64	营业税金及附加	1442.44	2197.40	2175.51	2200.20
其它应收款	2733.48	3460.49	3391.94	3348.15	营业费用	180.18	129.26	127.97	129.42
预付账款	6611.14	5170.32	5373.67	5385.43	管理费用	5636.68	6721.45	6398.56	6212.33
存货	12701.91	13951.42	13785.77	13383.81	财务费用	9486.72	9357.96	8268.43	8455.09
其他	7637.68	10480.98	9462.04	9557.04	资产减值损失	-2732.10	-1548.03	-1302.38	-1470.57
非流动资产	415884.12	435807.39	456484.68	479957.33	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	23898.40	24882.17	25810.75	26760.71	投资净收益	1076.87	2585.17	2559.42	2588.47
固定资产	289311.62	308198.96	330394.44	355321.74	营业利润	-10410.70	16452.98	19969.22	23214.32
无形资产	14698.76	15010.08	15352.09	15711.84	营业外收入	952.34	800.00	1000.00	1200.00
其他	87975.35	87716.19	84927.40	82163.05	营业外支出	244.32	400.00	600.00	800.00
资产总计	502605.98	543691.57	565804.32	592533.57	利润总额	-9702.68	16852.98	20369.22	23614.32
流动负债	171333.35	177068.79	177849.23	179325.60	所得税	382.21	1685.30	2036.92	2361.43
短期借款	83573.50	87805.70	91411.66	93238.17	净利润	-10084.89	15167.68	18332.30	21252.89
应付账款	21101.77	22201.56	21466.58	21200.07	少数股东损益	-2697.77	2881.86	3483.14	4038.05
其他	66658.08	67061.53	64971.00	64887.36	归属母公司净利润	-7387.12	12285.82	14849.16	17214.84
非流动负债	204728.58	207636.50	210636.50	214636.50	EBITDA	24461.31	51622.66	55969.93	61506.03
长期借款	151677.53	153677.53	156677.53	160677.53	EPS (元)	-0.47	0.78	0.95	1.10
其他	53051.06	53958.97	53958.97	53958.97					
负债合计	376061.93	384705.29	388485.73	393962.10	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	18008.57	20890.43	24373.57	28411.62	营业收入	20.31%	4.78%	-1.00%	1.13%
归属母公司股东权益	108535.48	138095.85	152945.02	170159.86	营业利润	28.42%	258.04%	21.37%	16.25%
负债和股东权益	502605.98	543691.57	565804.32	592533.57	归属母公司净利润	26.17%	266.31%	20.86%	15.93%
					毛利率	3.04%	12.53%	13.39%	14.55%
					净利率	-2.99%	4.75%	5.80%	6.65%
					ROE	-6.81%	8.90%	9.71%	10.12%
					ROIC	0.13%	5.08%	5.27%	5.59%
					资产负债率	74.82%	70.76%	68.66%	66.49%
					净负债比率	297.18%	241.97%	219.09%	198.40%
					流动比率	0.51	0.61	0.61	0.63
					速动比率	0.37	0.47	0.48	0.50
					总资产周转率	0.50	0.49	0.46	0.45
					应收帐款周转率	6.19	6.10	5.74	5.84
					应付帐款周转率	10.94	10.44	10.15	10.37
					每股收益	-0.47	0.78	0.95	1.10
					每股经营现金	2.07	2.81	3.24	3.65
					每股净资产	6.91	8.80	9.74	10.84
					P/E	—	11.59	9.59	8.27
					P/B	1.31	1.03	0.93	0.84
					EV/EBITDA	16.47	8.09	4.98	4.57
					PS	0.58	0.55	0.56	0.55

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于 2018 年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn