

业绩符合市场预期，2022 年业绩增长确定性较强

买入（维持）

2022 年 03 月 24 日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号：S0600520070005

18806288427

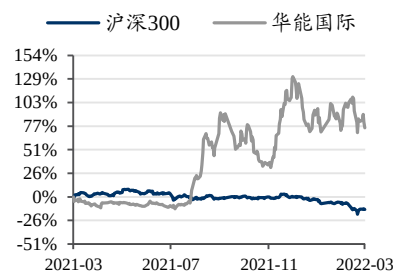
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	204,605	213,016	226,280	236,650
同比(%)	20.75	4.11	6.23	4.58
归属母公司净利润(百万元)	-10,264	7,547	11,400	13,395
同比(%)	-324.85	173.53	51.05	17.50
每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.79	0.48	0.73	0.85
P/E（现价&最新股本摊薄）	—	15.81	10.47	8.91

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 实现收入 2046.05 亿元, 同比增长 20.75%; 归母净利润为-102.64 亿元, 同比增长-324.85%; 扣非后为-125.58 亿元, 同比增长-385.57%。
- **业绩符合市场预期, 煤价高企严重拖累公司业绩表现。** 根据公司公告, 2021 年收入为 2046.05 亿元, 同比增长 20.75%, 受到燃煤采购价格同比大幅上涨影响, 公司归母净利润为-102.64 亿元, 比上年同期下降了 324.85%, 与公司之前业绩预告公告的区间相符。根据公司公开的年报解读会议内容, 2021 年业绩分板块来看: 煤电、气电、风电、光伏、水电、生物质的净利润分别为-176、11、44、7、0.2、-0.2 亿元, 其中 Q4 各板块的净利润分别为-140、2、13、-0.2、0.2 亿元, 可见, 业绩亏损的大部分都在 Q4 体现。
- **展望 2022 年煤价高位回落可期, 8GW 绿电投产将贡献显著业绩增量。** 2021 年 Q4 以来, 国家释放 5 亿吨煤炭先进产能, 今年将再释放 3 亿吨; 从月度数据来看, 1、2 月份煤炭产量同比增长 10%以上, 3 月份以来日均调度量仍然保持在 1200 万吨以上水平。根据公司公开交流内容, 2022 年计划投产 8GW 以上绿电产能, 其中风电 3GW (海上风电 1.35GW)、光伏 5GW, 有望贡献显著业绩增量。
- **绿电业务: 行业景气度高+竞争格局好+盈利能力强, 目标市值空间为 1800 亿。** 1) 行业层面: 景气度高+竞争格局好+盈利能力强, 绿电运营在未来 5-10 年, 属于非常明确的成长阶段, 更适合采用 PEG 的估值方式。2) 公司层面, 结合集团目标和在手储备项目, 我们预计 2022-2024 年, 公司绿电装机规模复合增速为 40%; 考虑到公司新增装机中有部分海风项目, 盈利能力相比陆风项目更强, 因此公司归母净利润复合增速应该比装机复合增速更高, 按照 PEG 给予 30 倍 PE 计算, 2022 年新能源装机业务贡献归母净利润约为 60 亿元, 对应目标市值为 1800 亿元。
- **火电业务: 长远来看终究通过折旧转化为绿电资产, 当前价值显著低估。** 1) 短期来看, 市场化交易电价上浮+发改委严控煤价, 公司火电业务已经度过最难时刻, 有望实现盈亏平衡或者微盈利。2) 中期来看, 《电力辅助服务管理办法》出台, 火电机组辅助服务的盈利能力有望提升。3) 长期来看, 公司现存的火电资产终究都会以折旧的形式转化为绿电资产, 目前华能国际 (A 股)、华能国际电力 (H 股) 的 PB 分别为 2.10、0.39, 而龙源电力 (A 股)、龙源电力 (H 股) 的 PB 分别为 4.01、2.06, 因此公司现有火电资产价值明显低估。
- **估值及盈利预测:** 结合年报内容, 我们上调公司 2022-2024 年 EPS 至 0.48、0.73、0.85 元, PE 分别为 16、10、9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 风电光伏发电小时数不达预期、终端销售电价受到政策影响持续下降等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.60
一年最低/最高价	3.77/10.50
市净率(倍)	2.10
流通 A 股市值(百万元)	83582.60

基础数据

每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	73.33
总股本(百万股)	15698.09
流通 A 股(百万股)	10997.71

相关研究

- 1、《华能国际（600011）：资产价值显著低估，火电龙头转型绿电行业领军者》2022-03-20
- 1、《公用事业行业：碳中和视角下的现代能源体系构建与推演——风光实现真正意义平价依然任重道远》2021-02-21
- 2、《百年未有之大变局三：“需求侧管理”和“智慧化”是公用事业发展的必然趋势》2020-12-30

【事件】

公司发布 2021 年年报，实现收入 2046.05 亿元，同比增长 20.75%；归母净利润为 -102.64 亿元，同比增长-324.85%；扣非后为-125.58 亿元，同比增长-385.57%。

业绩符合市场预期，煤价高企严重拖累公司业绩表现

根据公司公告，2021 年收入为 2046.05 亿元，同比增长 20.75%，受到燃煤采购价格同比大幅上涨影响，公司归母净利润为-102.64 亿元，比上年同期下降了 324.85%，与公司之前业绩预亏公告的区间相符。根据公司公开的年报解读会议内容，2021 年业绩分板块来看：煤电、气电、风电、光伏、水电、生物质的净利润分别为-176、11、44、7、0.2、-0.2 亿元，其中 Q4 各板块的净利润分别为-140、2、13、-0.2、0.2 亿元，可见，业绩亏损的大部分都在 Q4 体现。

展望 2022 年煤价高位回落可期，8GW 绿电投产将贡献显著业绩增量

2021 年 Q4 以来，国家释放 5 亿吨煤炭先进产能，今年将再释放 3 亿吨；从月度数据来看，1、2 月份煤炭产量同比增长 10%以上，3 月份以来日均调度量仍然保持在 1200 万吨以上水平。根据公司公开交流内容，2022 年计划投产 8GW 以上绿电产能，其中风电 3GW（海上风电 1.35GW）、光伏 5GW，有望贡献显著业绩增量。

绿电业务：行业景气度高+竞争格局好+盈利能力强，目标市值空间为 1800 亿

1) 行业层面：景气度高+竞争格局好+盈利能力强，绿电运营作为存续期为 20-30 年的稳定运营资产，从全生命周期来看更适合采用 DCF 估值方法，但是在未来 5-10 年，属于非常明确的成长阶段，在该阶段我们认为更适合采用 PEG 的估值方式。2) 公司层面，结合集团“十四五”装机目标和在手储备项目，我们预计 2022-2024 年，公司绿电装机规模复合增速为 40%；考虑到公司新增装机中有部分海风项目，盈利能力相比陆风项目更强，因此公司归母净利润复合增速应该比装机复合增速更高，按照 PEG 给予 30 倍 PE 计算，2022 年新能源装机业务贡献归母净利润约为 60 亿元以上，对应目标市值

为 1800 亿元。

火电业务：长远来看终究通过折旧转化为绿电资产，当前价值显著低估

公司燃煤机组中，超过 50% 是 60 万千瓦以上的大型机组，25 家电厂位于沿海沿江经济发达地区，是公司机组利用率高、盈利能力最强的优质火力发电资产。2017-2021 年，受到动力煤价格高企及计提大额资产减值的影响，公司火电业务持续拖累业绩表现。1) 短期来看，市场化交易电价上浮+发改委严控煤价，我们判断动力煤价格大概率高位震荡，公司火电业务已经度过最难时刻，有望实现盈亏平衡或者微盈利。2) 中期来看，《电力辅助服务管理办法》出台，按照“谁提供、谁获利；谁受益、谁承担”的原则，火电机组辅助服务的盈利能力有望提升。3) 长期来看，公司用于绿电资产的投资越来越多、用于传统火电资产的投资会越来越少，那么现存的火电资产终究都会以折旧的形式转化为绿电资产，目前华能国际（A 股）、华能国际电力（H 股）的 PB 分别为 2.10、0.39，而龙源电力（A 股）、龙源电力（H 股）的 PB 分别为 4.01、2.06，因此公司现有火电资产价值明显低估。

盈利预测

结合公司年报内容、在手项目储备等信息，我们上调公司 2022-2024 年收入分别为 2130.16、2262.80、2366.50 亿元，归母净利润分别为 75.47、114.00、133.95 亿元，EPS 分别为 0.48、0.73、0.85 元，PE 分别为 16、10、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，风电光伏波动较大，发电小时数不达预期；
- 2) 终端销售电价受到政策影响持续下降，公司业绩受到电价下行的影响，历史拖欠补贴下发进度不达预期；
- 3) 电力改革推进进度不达预期，国家电网投资规模不达预期，特高压建设进度不达预期等；
- 4) 风电光伏建设力度不达预期，分布式项目盈利能力和建设进度不达预期，分布

式项目融资存在困难，业主方资信和经营情况异常等

华能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	92,471	97,624	119,790	128,118	营业收入	204,605	213,016	226,280	236,650
现金	16,350	29,022	44,225	46,064	减:营业成本	205,281	181,303	186,091	191,776
应收账款	39,857	36,169	41,052	45,996	营业税金及附加	1,686	1,755	1,865	1,950
存货	16,824	11,427	12,018	15,718	营业费用	193	201	213	223
其他流动资产	19,440	21,006	22,496	20,341	管理费用	5,594	6,177	6,562	6,863
非流动资产	397,597	428,772	456,163	495,309	研发费用	1,325	1,379	1,465	1,532
长期股权投资	22,904	22,904	22,904	22,904	财务费用	8,550	9,138	9,707	10,152
固定资产	266,133	290,919	320,109	356,960	资产减值损失	89	0	0	0
在建工程	50,105	56,815	55,340	57,957	加:投资净收益	822	276	335	259
无形资产	14,189	13,866	13,544	13,222	其他收益	2,124	1,133	1,204	1,259
其他非流动资产	44,267	44,267	44,267	44,267	资产处置收益	469	43	45	47
资产总计	490,068	526,395	575,953	623,427	营业利润	-14,802	14,415	21,852	25,615
流动负债	186,398	184,151	189,673	189,445	加:营业外净收支	525	-15	-101	-58
短期借款	91,897	93,977	96,161	98,454	利润总额	-14,277	14,400	21,751	25,557
应付账款	22,624	18,080	19,963	21,136	减:所得税费用	-1,604	5,081	7,675	9,018
其他流动负债	71,878	72,095	73,549	69,855	少数股东损益	-2,409	1,772	2,676	3,144
非流动负债	179,778	179,778	179,778	179,778	归属母公司净利润	-10,264	7,547	11,400	13,395
长期借款	136,858	136,858	136,858	136,858	EBIT	-7,454	22,200	30,083	34,306
其他非流动负债	42,920	42,920	42,920	42,920	EBITDA	14,228	47,012	56,398	62,651
负债合计	366,176	363,929	369,451	369,223	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	18,636	20,408	23,084	26,228	每股收益(元)	-0.79	0.48	0.73	0.85
归属母公司股东权益	105,256	134,691	169,020	206,570	每股净资产(元)	6.70	8.58	10.77	13.16
负债和股东权益	490,068	526,395	575,953	623,427	发行在外股份(百万股)	15,698	15,698	15,698	15,698
					ROIC(%)	-1.6%	3.2%	4.0%	4.2%
					ROE(%)	-9.8%	5.6%	6.7%	6.5%
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	-0.3%	14.9%	17.8%	19.0%
经营活动现金流	6,033	44,386	43,518	42,635	销售净利率(%)	-5.0%	3.5%	5.0%	5.7%
投资活动现金流	-42,657	-33,794	-30,499	-43,088	资产负债率(%)	74.7%	69.1%	64.1%	59.2%
筹资活动现金流	39,767	2,080	2,184	2,293	收入增长率(%)	20.8%	4.1%	6.2%	4.6%
现金净增加额	2,297	12,672	15,202	1,840	净利润增长率(%)	-324.8%	173.5%	51.0%	17.5%
折旧和摊销	21,682	24,812	26,315	28,345	P/E	—	15.81	10.47	8.91
资本开支	-42,969	-34,070	-30,834	-43,347	P/B	1.45	0.89	0.71	0.58
营运资本变动	-7,902	3,093	-3,734	-9,113	EV/EBITDA	29.87	8.12	6.53	5.89

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>