

华能国际 (600011)

2022 半年报预告点评: 电价同比上涨 21%, 煤价高企拖累业绩表现

买入 (维持)

2022 年 07 月 18 日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

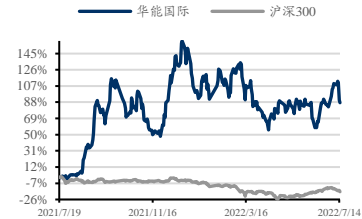
证券分析师 唐亚辉

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) | 204,605 | 213,016 | 226,280 | 236,650 |
| 同比 | 21% | 4% | 6% | 5% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -10,264 | 7,547 | 11,400 | 13,395 |
| 同比 | -325% | 174% | 51% | 18% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | -0.65 | 0.48 | 0.73 | 0.85 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | --- | 15.06 | 9.97 | 8.48 |

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 7.24 |
| 一年最低/最高价 | 3.77/10.03 |
| 市净率(倍) | 2.03 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 79,623.42 |
| 总市值(百万元) | 113,654.20 |

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.57 |
| 资产负债率(% ,LF) | 74.76 |
| 总股本(百万股) | 15,698.09 |
| 流通 A 股(百万股) | 10,997.71 |

相关研究

《华能国际(600011): 2022 一季报点评: 电价上浮+新机组投产提供业绩弹性, 全年增长确定性较强》

2022-04-27

《华能国际(600011): 业绩符合市场预期, 2022 年业绩增长确定性较强》

2022-03-24

《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

■ **事件:** 公司发布业绩预亏公告, 预计上半年实现归母净利润-27.00 亿元到-32.40 亿元; 扣非后为-35.00 亿元到-40.40 亿元。

■ **上半年电价同比上涨 20.70%, 煤价高企拖累业绩表现。**根据公司公告: 1) **电价,** 上半年境内各运行电厂平均上网结算电价为 505.69 元/兆瓦时, 同比上涨 20.70%; 市场化交易电量比例为 87.81%, 比去年同期上升 26.76 个百分点。2) **电量,** 上半年完成上网电量 1965.44 亿千瓦时, 同比下降 5.61%。其中煤机完成 1673.38 亿千瓦时, 同比为-8.04%; 燃机完成 118.36 亿千瓦时, 同比为-11.66%; 风电完成 137.61 亿千瓦时, 同比为 30.61%; 光伏完成 27.35 亿千瓦时, 同比为 69.63%; 水电完成 5.10 亿千瓦时, 同比为 17.32%; 生物质发电完成 3.65 亿千瓦时, 同比为 29.79%。发电量下降的主要原因为, 二季度, 上海、广东、吉林、海南、辽宁、江苏、福建、河北、湖南、浙江、山东、黑龙江等地区用电需求下降较多; 火电机组燃料成本持续高位运行, 公司火电发电量同比下降。3) **盈利,** 公司燃料采购价格同比大幅上涨, 尤其是公司装机占比较大的下水煤区域电厂煤炭价格涨幅较大, 导致公司上半年业绩预亏。

■ **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, 截至 2022 年 7 月 15 日, 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。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到下半年煤炭长协比例提高, 煤炭价格有望回归正常水平, 我们维持预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.48、0.73、0.85 元, PE 分别为 15、10、8 倍, 维持“买入”评级

■ **风险提示:** 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱、风电和光伏项目建设和投产进度不达预期

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 | 营业总收入 | 204,605 | 213,016 | 226,280 | 236,650 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 16,350 | 29,022 | 44,224 | 46,064 | 营业成本(含金融类) | 205,281 | 181,303 | 186,091 | 191,776 |
| 经营性应收款项 | 48,314 | 46,805 | 52,719 | 54,791 | 税金及附加 | 1,686 | 1,755 | 1,865 | 1,950 |
| 存货 | 16,824 | 11,427 | 12,018 | 15,718 | 销售费用 | 193 | 201 | 213 | 223 |
| 合同资产 | 67 | 46 | 57 | 77 | 管理费用 | 5,594 | 6,177 | 6,562 | 6,863 |
| 其他流动资产 | 10,915 | 10,324 | 10,773 | 11,468 | 研发费用 | 1,325 | 1,379 | 1,465 | 1,532 |
| 非流动资产 | 397,597 | 428,772 | 456,163 | 495,309 | 财务费用 | 8,550 | 9,138 | 9,707 | 10,152 |
| 长期股权投资 | 22,904 | 22,904 | 22,904 | 22,904 | 加:其他收益 | 2,124 | 1,133 | 1,204 | 1,259 |
| 固定资产及使用权资产 | 274,121 | 298,908 | 328,097 | 364,948 | 投资净收益 | 822 | 276 | 335 | 259 |
| 在建工程 | 50,105 | 56,815 | 55,340 | 57,957 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 14,189 | 13,866 | 13,544 | 13,222 | 减值损失 | -193 | -99 | -108 | -104 |
| 商誉 | 11,235 | 11,235 | 11,235 | 11,235 | 资产处置收益 | 469 | 43 | 45 | 47 |
| 长期待摊费用 | 268 | 268 | 268 | 268 | 营业利润 | -14,802 | 14,414 | 21,852 | 25,615 |
| 其他非流动资产 | 24,776 | 24,776 | 24,776 | 24,776 | 营业外净收支 | 525 | -15 | -101 | -58 |
| 资产总计 | 490,068 | 526,395 | 575,953 | 623,427 | 利润总额 | -14,277 | 14,400 | 21,751 | 25,557 |
| 流动负债 | 186,398 | 184,151 | 189,673 | 189,445 | 减:所得税 | -1,604 | 5,081 | 7,675 | 9,018 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 117,156 | 119,236 | 121,420 | 123,713 | 净利润 | -12,673 | 9,319 | 14,076 | 16,539 |
| 经营性应付款项 | 25,774 | 20,871 | 22,177 | 24,079 | 减:少数股东损益 | -2,409 | 1,772 | 2,676 | 3,144 |
| 合同负债 | 3,275 | 3,322 | 3,416 | 3,059 | 归属母公司净利润 | -10,264 | 7,547 | 11,400 | 13,395 |
| 其他流动负债 | 40,194 | 40,723 | 42,660 | 38,594 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | -0.65 | 0.48 | 0.73 | 0.85 |
| 非流动负债 | 179,778 | 179,778 | 179,778 | 179,778 | EBIT | -7,454 | 22,200 | 30,083 | 34,306 |
| 长期借款 | 136,858 | 136,858 | 136,858 | 136,858 | EBITDA | 14,228 | 47,012 | 56,398 | 62,651 |
| 应付债券 | 29,397 | 29,397 | 29,397 | 29,397 | 毛利率(%) | -0.33 | 14.89 | 17.76 | 18.96 |
| 租赁负债 | 5,793 | 5,793 | 5,793 | 5,793 | 归母净利率(%) | -5.02 | 3.54 | 5.04 | 5.66 |
| 其他非流动负债 | 7,730 | 7,730 | 7,730 | 7,730 | 收入增长率(%) | 20.75 | 4.11 | 6.23 | 4.58 |
| 负债合计 | 366,176 | 363,929 | 369,451 | 369,223 | 归母净利润增长率(%) | -324.85 | 173.53 | 51.05 | 17.50 |
| 归属母公司股东权益 | 105,256 | 134,691 | 169,020 | 206,570 | | | | | |
| 少数股东权益 | 18,636 | 20,408 | 23,084 | 26,228 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 123,892 | 155,099 | 192,104 | 232,798 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 490,068 | 526,395 | 575,953 | 623,427 | | | | | |

| 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 | 6,033 | 44,386 | 43,518 | 42,635 | 每股净资产(元) | 3.62 | 5.50 | 7.68 | 10.07 |
| 投资活动现金流 | -42,657 | -33,794 | -30,499 | -43,088 | 最新发行在外股份(百万股) | 15,698 | 15,698 | 15,698 | 15,698 |
| 筹资活动现金流 | 39,767 | 2,080 | 2,184 | 2,293 | ROIC(%) | -1.67 | 3.34 | 4.18 | 4.38 |
| 现金净增加额 | 2,297 | 12,672 | 15,202 | 1,840 | ROE-摊薄(%) | -9.75 | 5.60 | 6.74 | 6.48 |
| 折旧和摊销 | 21,682 | 24,812 | 26,315 | 28,345 | 资产负债率(%) | 74.72 | 69.14 | 64.15 | 59.22 |
| 资本开支 | -42,969 | -34,070 | -30,834 | -43,347 | P/E(现价&最新股本摊薄) | — | 15.06 | 9.97 | 8.48 |
| 营运资本变动 | -7,463 | 1,972 | -5,223 | -4,352 | P/B(现价) | 2.00 | 1.32 | 0.94 | 0.72 |

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>

