

## 盈利能力边际改善，新能源装机提升打开增长空间

华能国际(600011.SH)

**推荐**(首次)

### 核心观点:

#### ● 事件:

公司发布 2022 年半年度报告，上半年实现营业收入 1168.7 亿元，同比增长 22.7%；实现归母净利润-30.1 亿元（扣非-38.3 亿元），同比下降 167.6%（扣非下降 195.0%）。

#### ● 新能源板块盈利稳健增长，燃料价格高企拖累整体业绩

分板块来看，上半年燃煤亏损 90.61 亿元，同比下降 506%；燃机盈利 3.4 亿元，同比下降 56%；风电盈利 34.25 亿元，同比增长 20%；光伏盈利 5.29 亿元，同比增长 43%。

新能源板块盈利随着装机规模增加而稳健增长。目前新能源装机仅占公司总装机的 13.9%，随着新能源装机不断增长，盈利有较大上涨空间；火电板块燃料价格同比大幅上涨，拖累整体业绩表现。上半年公司原煤采购综合价为 840.27 元/吨，同比上涨 41.20%。境内火电厂售电单位燃料成本为 376.70 元/兆瓦时，同比上涨 50.49%。虽然上半年公司各运行电厂平均上网结算电价为 505.69 元/兆瓦时，同比上升 20.70%，但电价上升带来的收益不足以覆盖公司燃料成本的增加，导致公司上半年业绩亏损。

#### ● 上半年风光装机新增 3.1GW，整体装机结构不断优化

截至 2022 年上半年，公司总装机达到 122.19GW，其中风电累计装机 12.48GW（含海上风电 3.16GW），上半年新增 1.95GW；太阳能累计装机 4.48GW，上半年新增 1.17GW。考虑到水电、生物质及天然气等其他清洁能源，公司低碳清洁能源装机容量占比达到 24.33%，较 2021 年末提升了 1.94 个百分点。

#### ● 盈利能力边际改善，经营性现金流量净额同比增加

上半年公司毛利率 1.93%，同比下降 11.35pct，较 2021 年全年提升 2.26pct；净利率-3.34%，同比下降 8.78pct，较 2021 年全年提升 2.86pct。虽然盈利能力受燃料价格影响较大，但相比于 2021 年全年仍有所改善。期间费用率 6.54%，同比减少 0.70pct，成本控制能力良好。资产负债率 75.06%，同比增加 7.01pct；经营性现金流量净额 200.88 亿元，同比增长 4.99%。

#### ● 长协履约监管力度加大，火电盈利能力有望修复

从 303 号文正式执行的两个多月以来，国家及地方不断加大煤炭中长期合同签约履约监管，确保长协稳定供应且价格不超出规定的区间。根据 7 月 22 日国新办发布会，截至 7 月 12 日，电煤的中长期合同履约率超过了 96%，向下游企业让利超过 600 亿。考虑到煤电电价最高可上浮 20%，且高耗能行业涨幅不受此限制，在长协煤价及市场化电价的双重作用下，下半年火电盈利能力有望明显修复。

#### 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

#### 研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

#### 市场数据

2022-07-26

A 股收盘价(元)	6.67
股票代码	600011
A 股一年内最高价(元)	10.50
A 股一年内最低价(元)	5.51
沪深 300	4245.98
市盈率(TTM)	-7.3
总股本(万股)	1,569,809
实际流通 A 股(万股)	1,099,770
流通 A 股市值(亿元)	733.5

#### 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，预计十四五新增新能源 40GW**

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。

● **估值分析与评级说明**

预计下半年长协比例逐步提升，至 2023 年能够实现长协全覆盖，且价格不超过规定区间。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 38.15 亿元、106.61 亿元、127.17 亿元，对应 PE 分别为 28.9 倍、10.4 倍、8.7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**

煤价维持高位；新能源开发进度不及预期；电价上涨幅度受限等。

**主要财务指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	204605.08	236183.17	239776.31	245677.18
EBITDA（百万元）	14228.43	34981.33	47078.63	53043.18
收入增长率	20.75%	15.43%	1.52%	2.46%
归母净利润（百万元）	-10264.37	3815.19	10661.59	12717.16
摊薄 EPS(元)	-0.79	0.24	0.68	0.81
PE	—	28.93	10.35	8.68
EV/EBITDA(X)	29.87	11.49	9.03	8.30
PB	1.45	1.01	0.92	0.83
ROIC	-1.60%	2.13%	3.95%	4.41%
总资产周转率	0.42	0.46	0.44	0.42

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)					
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产	92471.12	90566.89	93083.41	93956.23	营业收入	204605.08	236183.17	239776.31	245677.1
现金	16350.33	10000.00	10000.00	10000.00	营业成本	205281.13	216535.29	210075.06	212231.4
应收账款	39856.73	42960.58	45161.09	45480.00	营业税金及附加	1686.34	2007.56	2038.10	2088.26
其它应收款	3527.48	3533.02	3860.31	3815.18	营业费用	66.14	118.09	119.89	122.84
预付账款	4436.26	3543.56	3988.85	3751.46	管理费用	5594.10	6140.76	5994.41	5896.25
存货	16824.43	13983.68	15391.91	14627.82	财务费用	8550.20	9377.98	10425.82	11606.59
其他	11475.88	16546.06	14681.25	16281.77	资产减值损失	-89.09	-1185.15	-1094.16	-1109.32
非流动资产	397597.36	425128.51	454573.27	486248.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	22903.97	24047.99	24959.62	25987.45	投资净收益	822.03	2361.83	2397.76	2456.77
固定资产	266132.64	287137.66	311205.18	338172.71	营业利润	-14801.76	4833.45	14224.96	17044.66
无形资产	14188.94	16610.18	17877.22	19334.23	营业外收入	819.92	800.00	1000.00	1200.00
其他	94371.81	97332.67	100531.24	102754.01	营业外支出	295.30	400.00	600.00	800.00
资产总计	490068.49	515695.40	547656.68	580204.62	利润总额	-14277.14	5233.45	14624.96	17444.66
流动负债	186398.30	175315.11	152113.93	116961.67	所得税	-1603.71	523.35	1462.50	1744.47
短期借款	91896.72	72397.97	53514.25	16459.15	净利润	-12673.43	4710.11	13162.46	15700.19
应付账款	22623.96	23229.35	22844.30	22923.22	少数股东损益	-2409.06	894.92	2500.87	2983.04
其他	71877.61	79687.79	75755.37	77579.30	归属母公司净利润	-10264.37	3815.19	10661.59	12717.16
非流动负债	179778.18	211778.18	253778.18	305778.18	EBITDA	14228.43	34981.33	47078.63	53043.18
长期借款	136857.72	166857.72	206857.72	256857.72	EPS (元)	-0.79	0.24	0.68	0.81
其他	42920.46	44920.46	46920.46	48920.46					
负债合计	366176.48	387093.29	405892.11	422739.85	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	18636.41	19531.33	22032.20	25015.24	营业收入	20.75%	15.43%	1.52%	2.46%
归属母公司股东权益	105255.59	109070.78	119732.37	132449.53	营业利润	-253.74%	132.65%	194.30%	19.82%
负债和股东权益	490068.49	515695.40	547656.68	580204.62	归属母公司净利润	-324.85%	137.17%	179.45%	19.28%
					毛利率	-0.33%	8.32%	12.39%	13.61%
					净利率	-5.02%	1.62%	4.45%	5.18%
					ROE	-9.75%	3.50%	8.90%	9.60%
					ROIC	-1.60%	2.13%	3.95%	4.41%
					资产负债率	74.72%	75.06%	74.11%	72.86%
					净负债比率	295.56%	301.00%	286.31%	268.47%
					流动比率	0.50	0.52	0.61	0.80
					速动比率	0.38	0.41	0.48	0.64
					总资产周转率	0.42	0.46	0.44	0.42
					应收帐款周转率	5.13	5.50	5.31	5.40
					应付帐款周转率	9.04	10.17	10.50	10.72
					每股收益	-0.79	0.24	0.68	0.81
					每股经营现金	0.38	2.61	2.63	3.50
					每股净资产	6.70	6.95	7.63	8.44
					P/E	—	28.93	10.35	8.68
					P/B	1.45	1.01	0.92	0.83
					EV/EBITDA	29.87	11.49	9.03	8.30
					PS	0.54	0.47	0.46	0.45

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

**陶贻功**，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**，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

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。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

### 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

北京市丰台区西营街 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](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)