

# 华能国际 (600011.SH)

买入

高煤价和低利用率拖累业绩，新能源盈利提升 23%，欠补发放增强现金流

## 核心观点

**煤煤价同比大幅上涨，上半年业绩大幅亏损。**2022H1，公司实现营业收入 1169 亿元 (+22.68%)。公司上半年业绩亏损，归属于母公司股东净利润为-30 亿元 (-167.6%)，每股收益为-0.26 元。公司营业收入大幅增长得益于电价上浮，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 505.69 元/兆瓦时 (+20.70%)；业绩亏损主要由于煤价同比大幅上涨，公司上半年原煤采购综合价为 840.27 元/吨 (+41.20%)，境内火电厂售电单位燃料成本为 376.70 元/兆瓦时 (+50.49%)。

**新能源业绩持续快速提升，贡献主要盈利。**2022H1，公司新增风电/光伏装机 2.0/1.2GW。截至 2021 上半年末，公司控股装机 122.2GW，其中风电 12.5GW (其中海风 3.2GW)，光伏 4.5GW。风电光装机占比也从 2017 年的 5.1% 提升至 2021 年的 13.9%；净利润贡献从 2019 年的约 21.3 亿元提升至 2021 年的约 51 亿元；利润总额从 2021H1 的 32.1 亿元提升至 2022H1 的 39.5 亿元，同比增长 23%。

**火电有望业绩翻转，欠补逐渐解决增强现金流。**2月24日，发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，根据《价格法》等相关法律法规规定，现就进一步完善煤炭市场价格形成机制，促进秦皇岛港下水煤(5500千卡)中长期交易价格在合理区间570~770元/吨(含税)。引导煤、电价格主要通过中长期交易形成，随着严格履约，火电企业业绩有望翻转，赛道迎来重估。2022H1 经营性净现金流 201 亿元，同比增长 5%，主要得益于应收账款和应收票据减少。

**风险提示：**行业政策不及预期；用电量下滑；煤价大幅上涨。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

维持“买入”评级。由于煤价持续高位，下调部分盈利预测。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 2319、2404、2481 亿元 (原值 2366、2451、2529 亿元)，同比增长 13%、4%、3%；归母净利润分别为 31、112、147 亿元 (原值 86.3、129.4、165.9 亿元)，2023-2024 年同比增长 262%、31%；EPS 为 0.20、0.71、0.94 元，当前股价对应 PE 为 32.4、9.0、6.8x。火电转型新能源企业华润电力、中国电力、吉电股份对应 2022 年 PE 估值分别为 6.8X、11.5X、10.3X。由于公司为火电龙头股，给予公司 2023 年 10-12 倍 PE，对应 7.10-8.52 元/股合理价值，较目前股价有 6%~28% 的溢价空间，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	169,439	204,605	231,911	240,351	248,123
(+/-%)	-2.3%	20.8%	13.3%	3.6%	3.2%
净利润(百万元)	4565	-10264	3089.20	11188.67	14703.91
(+/-%)	170.7%	-324.8%	-130.1%	262.2%	31.4%
每股收益(元)	0.29	-0.65	0.20	0.71	0.94
EBIT Margin	13.6%	-3.6%	4.8%	9.4%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	3.8%	-9.8%	2.9%	10.0%	12.3%
市盈率 (PE)	21.9	-9.8	32.4	9.0	6.8
EV/EBITDA	9.1	33.3	14.5	11.1	9.9
市净率 (PB)	0.82	0.95	0.94	0.89	0.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	7.10 - 8.52 元
收盘价	6.67 元
总市值/流通市值	104706/104706 百万元
52 周最高价/最低价	10.50/3.77 元
近 3 个月日均成交额	838.60 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

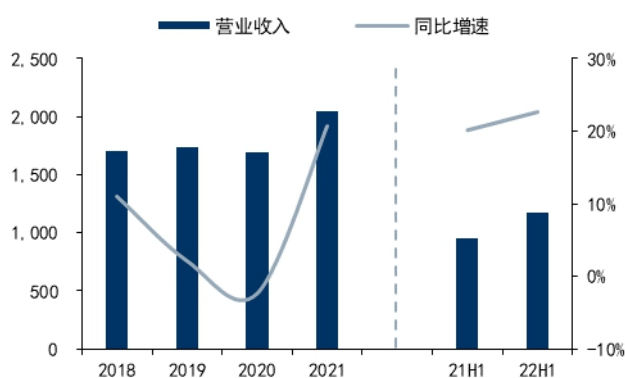
- 《华能国际(600011.SH)-高煤价拖累业绩，新能源盈利不断提升》——2022-03-29
- 《华能国际-600011-2021 年三季度点评：电价打开天花板，能源转型提估值》——2021-11-11
- 《华能国际-600011-火电龙头走出低谷，王者归来》——2019-07-10
- 《华能国际-600011-2019 年季报点评：毛利率提升显著，业绩超预期》——2019-04-29
- 《华能国际-600011-2018 年年报点评：燃料成本和投资收益拖累全年业绩》——2019-03-22

**煤价同比大幅上涨，上半年业绩大幅亏损。**2022H1，公司实现营业收入 1169 亿元（+22.68%）。受燃煤采购价格同比大幅上涨影响，公司上半年业绩亏损，归属于母公司股东净利润为-30 亿元（-167.6%），每股收益为-0.26 元。公司营业收入大幅增长得益于电价上浮，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 505.69 元/兆瓦时（+20.70%）；业绩亏损主要由于煤价同比大幅上涨，公司上半年原煤采购综合价为 840.27 元/吨（+41.20%），境内火电厂售电单位燃料成本为 376.70 元/兆瓦时（+50.49%）。

**燃料成本环比增长，亏损环比拉大。**2022Q1 公司境内电厂 2022Q1 单位燃料成本约 361.01 元/千瓦时。2022Q2 公司内电厂 2022Q1 单位燃料成本约 396.51 元/千瓦时，环比一季度增长约 9.8%。因此，公司 2022Q2 单季度亏损 20.5 亿元，环比一季度亏损拉大。

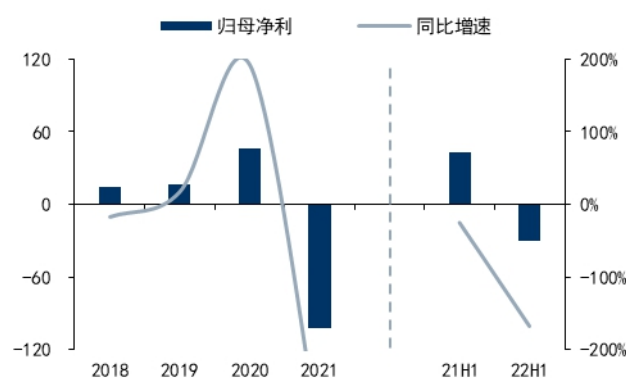
**火电发电量大幅下滑。**2022H1，公司上网电量 1965 亿千瓦时（-5.61%）。其中，煤电 1673 亿千瓦时（-8.04%）、燃机 118 亿千瓦时（-11.66%）、风电 138 亿千瓦时（+30.61%）、光伏 27.4 亿千瓦时（+69.63%）、水电 5.1 亿千瓦时（+17.32%）、生物质 3.65 亿千瓦时（+29.79%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



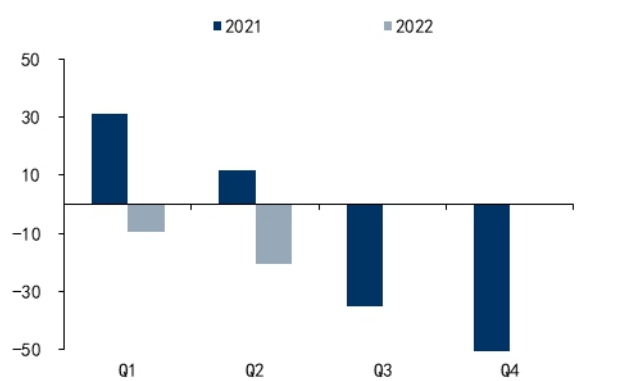
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021-2022 年单季度归母净利润对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利率 VS 煤价（单位：元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

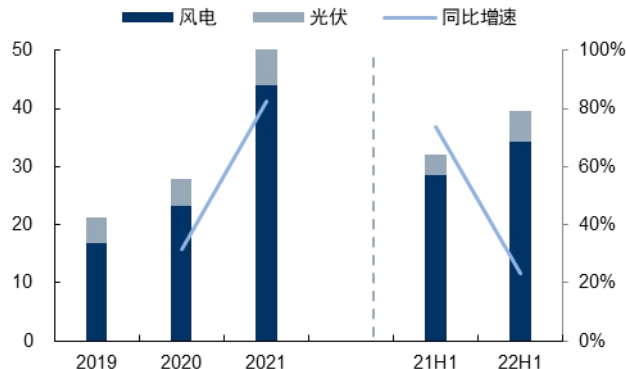
**新能源业绩持续快速提升，贡献主要盈利。**2022H1，公司新增风电/光伏装机 2.0/1.2GW。截至 2021 上半年末，公司控股装机 122.2GW，其中风电 12.5GW（其中海风 3.2GW），光伏 4.5GW。风电光装机占比也从 2017 年的 5.1% 提升至 2021 年的 13.9%；净利润贡献从 2019 年的约 21.3 亿元提升至 2021 年的约 51 亿元；利润总额从 2021H1 的 32.1 亿元提升至 2022H1 的 39.5 亿元，同比增长 23%。预计十四五期间新增新能源装机 40GW，到 2025 年末，新能源装机达到 50GW。随着新能源装机提升、绿电交易和碳交易推进，公司的利润结构将持续优化。

图5：公司发电装机容量构成（单位：GW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

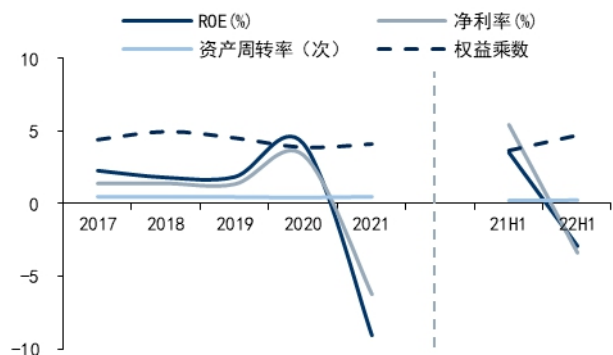
图6：公司风电、光伏板块盈利情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：2019-2021 年为净利润，21H1 和 22H1 为利润总额

**净利率大幅下滑拖累 ROE，应收账款减少增强经营现金流。**2022H1 公司 ROE 为 -2.9%，同比下滑 6.4pct，主要由于净利率大幅下滑。2022H1 经营性净现金流 201 亿元，同比增长 5%，主要得益于应收账款和应收票据减少；维持较大在建风电、光伏项目投资，投资性现金净流出 150 亿元，同比下降 12%；融资净现金流-55 亿元。公司目前在建项目处于较高峰，对资金需求较大，提升盈利能力和现金流，是需要关注的问题。

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**控制煤价在合理区间，火电有望迎来业绩翻转。**2月24日，发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，根据《价格法》等相关法律法规规定，

现就进一步完善煤炭市场价格形成机制，促进秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税）。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制下通过市场化方式充分传导燃料成本变化，鼓励在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导。火电企业盈利有望迎来反转，赛道迎来重估。

**投资建议：**维持“买入”评级。由于煤价持续高位，下调部分盈利预测。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 2319、2404、2481 亿元（原值 2366、2451、2529 亿元），同比增长 13%、4%、3%；归母净利润分别为 31、112、147 亿元（原值 86.3、129.4、165.9 亿元），2023-2024 年同比增长 262%、31%；EPS 为 0.20、0.71、0.94 元，当前股价对应 PE 为 32.4、9.0、6.8x。火电转型新能源企业华润电力、中国电力、吉电股份对应 2022 年 PE 估值分别为 6.8X、11.5X、10.3X。由于公司为火电龙头股，给予公司 2023 年 10-12 倍 PE，对应 7.10-8.52 元/股合理价值，较目前股价有 6%~28%的溢价空间，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)		
600011.SH	华能国际	6.67	1,218	-0.65	0.20	0.71	0.94	-9.76	32.42	8.95	6.81	-10%	0.25	买入	
0836.HK	华润电力	14.72	708	0.33	1.72	2.16	2.63	44.61	8.56	6.81	5.60	2%	0.02	买入	
2380.HK	中国电力	4.47	484	-0.09	0.30	0.39	0.53	-52.21	14.91	11.50	8.38	-1%	0.03	买入	
000875.SZ	吉电股份	7.24	235	0.21	0.55	0.70	0.80	34.82	13.16	10.34	9.05	8%	0.08	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：港股采用港币，吉电股份 2021 年数据为预测值

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	13872	16350	17912	26863	33056	<b>营业收入</b>	<b>169439</b>	<b>204605</b>	<b>231911</b>	<b>240351</b>	<b>248123</b>
应收款项	39058	46921	51197	53900	56548	营业成本	139881	205281	213008	209645	211620
存货净额	6602	16824	13663	13444	14542	营业税金及附加	1795	1686	1911	1981	2045
其他流动资产	6127	11825	9591	10841	11931	销售费用	148	193	219	227	234
<b>流动资产合计</b>	<b>66138</b>	<b>92471</b>	<b>93244</b>	<b>106457</b>	<b>118331</b>	管理费用	5271	5943	6891	6163	6780
固定资产	295409	316505	351192	368248	389062	财务费用	8836	8550	10024	10859	11636
无形资产及其他	14091	14189	14286	14384	14481	投资收益	1694	822	822	822	822
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	40344	43999	43999	43999	43999	动	(6115)	(89)	(101)	(109)	(116)
长期股权投资	22225	22904	22904	22904	22904	其他收入	542	1514	3192	2180	2534
<b>资产总计</b>	<b>438206</b>	<b>490068</b>	<b>525625</b>	<b>555992</b>	<b>588777</b>	营业利润	9628	(14802)	3772	14368	19048
短期借款及交易性金融						营业外净收支	(814)	525	525	525	525
负债	100540	117156	117156	117156	117156	利润总额	8814	(14277)	4297	14893	19572
应付款项	15778	25774	25030	24831	25018	<b>所得税费用</b>	<b>3110</b>	<b>(1604)</b>	<b>483</b>	<b>1191</b>	<b>1566</b>
其他流动负债	37730	43469	52864	51046	48869	少数股东损益	1139	(2409)	725	2513	3303
<b>流动负债合计</b>	<b>154048</b>	<b>186398</b>	<b>195050</b>	<b>193032</b>	<b>191042</b>	归属于母公司净利润	4565	(10264)	3089	11189	14704
长期借款及应付债券	132460	166255	191035	215815	240596						
其他长期负债	10223	13524	13524	13524	13524	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>142682</b>	<b>179778</b>	<b>204559</b>	<b>229339</b>	<b>254119</b>	<b>净利润</b>	4565	(10264)	3089	11189	14704
<b>负债合计</b>	<b>296730</b>	<b>366176</b>	<b>399608</b>	<b>422371</b>	<b>445161</b>	资产减值准备	323	(6026)	12	8	7
少数股东权益	19777	18636	19216	21227	23869	折旧摊销	20853	21351	23392	24588	26940
股东权益	121699	105256	106800	112395	119746	公允价值变动损失	323	(6026)	12	8	7
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>438206</b>	<b>490068</b>	<b>525625</b>	<b>555992</b>	<b>588777</b>	财务费用	8836	8550	10024	10859	11636
						营运资本变动	(3902)	(8049)	9815	(5752)	(6825)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	其它	19888	15048	9770	12039	13449
每股收益	0.29	(0.65)	0.20	0.71	0.94	<b>经营活动现金流</b>	<b>42050</b>	<b>6033</b>	<b>46090</b>	<b>42081</b>	<b>48282</b>
每股红利	0.18	0.00	0.10	0.36	0.47	资本开支	(42667)	(43484)	(58232)	(41750)	(47859)
每股净资产	7.75	6.70	6.80	7.16	7.63	其它投资现金流	24	(72)	(330)	(529)	(846)
ROIC	4%	-2%	2%	5%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(42067)</b>	<b>(42657)</b>	<b>(58563)</b>	<b>(42278)</b>	<b>(48704)</b>
ROE	4%	-10%	3%	10%	12%	权益性融资	26613	1877	0	0	0
毛利率	17%	-0%	8%	13%	15%	负债净变化	(3287)	24780	24780	24780	24780
EBIT Margin	14%	-4%	5%	9%	11%	支付股利、利息	(2826)	0	(1545)	(5594)	(7352)
EBITDA Margin	26%	7%	15%	20%	22%	其它融资现金流	(3121)	8523	0	0	0
收入增长	-2%	21%	13%	4%	3%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1519</b>	<b>39767</b>	<b>14034</b>	<b>9149</b>	<b>6614</b>
净利润增长率	171%	-325%	-130%	262%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>565</b>	<b>2479</b>	<b>1562</b>	<b>8952</b>	<b>6192</b>
资产负债率	72%	79%	80%	80%	80%	货币资金的期初余额	13306	13872	16350	17912	26863
息率	2.8%	0.0%	1.5%	5.6%	7.3%	货币资金的期末余额	13872	16350	17912	26863	33056
P/E	21.9	(9.8)	32.4	9.0	6.8						

P/B	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(36707)	(15212)	(2218)	(2023)
EV/EBITDA	9.1	33.3	14.5	11.1	9.9	权益自由现金流	0	(3404)	671	12572	12052

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032