

2022年07月28日

证券研究报告·2022年中报点评

华能国际 (600011) 公用事业

买入 (维持)

当前价: 6.95元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 煤价高企火电承压，新能源逐步支撑业绩

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022H1 报告, 22H1 公司实现营收 1169 亿元 (+22.7%), 归母净利润-30.1 亿元 (-167.6%), 每股收益为-0.26 元。
- **22Q2 受用电需求影响营收承压, 电价同比提升 20.7%。** 公司 22H1 电价 505.7 元/兆瓦时, 同比增幅 20.7%, 推动 22H1 整体营收增长 22.7%。22H1 各板块利润总额中, 燃煤-90.6 亿元 (-506%), 燃机 3.4 亿元 (-56%), 风电 34.3 亿元 (+20%), 光伏 5.3 亿元 (+43%), 水电 0.4 亿元 (+97%), 生物质-0.2 亿元 (+23%), 新能源板块发展强劲。此外 22H1 公司应收账款为 342.9 亿元, 较上年期末下降 14.0%, 同时经营性现金流净额为 200.9 亿元 (+4.3%), 主要系公司部分可再生能源补贴的回收使得公司现金流表现较好, 支撑公司新能源板块扩张。
- **煤价高企 22H1 火电板块盈利承压, 盈利有望逐步修复。** 22H1 公司原煤采购综合价达 840 元/吨, 同比增长 41%, 燃煤税前利润大幅下滑 506%至 -90.6 亿元, 火电盈利承压系燃料价格大幅上涨, 公司境内火电厂单位燃料成本 376.7 元/兆瓦时 (+50.5%), 按 2022H1 数据测算, 入炉煤单位燃料成本 319 元/兆瓦时左右, 煤电基本实现盈亏平衡。7 月发改委再次呼吁煤炭保供, 公司迅速抓住机遇, 努力提升长协签约及兑现率, 不断推进合同换改签工作, 公司中长期合同覆盖率有望进一步提升, 预计随着政策持续发力, 煤价将趋于稳定, 煤电业绩有望修复。
- **新能源装机快速增长, 强力支撑公司业绩。** 22H1 风电装机 12.5GW (+45.3%), 光伏装机 4.5GW (+66.7%); 下半年风电有望新增 1.1GW, 光伏新增 3.8GW, 装机结构持续优化。22H1 风电上网电量 137.6 亿千瓦时 (+30.6%), 光伏 27.4 亿千瓦时 (+69.6%), 主要系风光装机的快速增长带动发电量提升。22H1 公司风光税前利润 39.6 亿元, 新能源龙头企业三峡能源 21H1 利润总额 38.7 亿元, 公司新能源运营效益凸显。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 16.6 亿元/102.0 亿元/156.7 亿元; 考虑公司拥有规模效应和业务协同优势, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 煤价电价波动风险, 新能源发展不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	204605.08	228291.76	232106.89	239266.67
增长率	20.75%	11.58%	1.67%	3.08%
归属母公司净利润 (百万元)	-10264.37	1662.73	10196.40	15667.90
增长率	-324.85%	116.20%	513.23%	53.66%
每股收益 EPS (元)	-0.65	0.11	0.65	1.00
净资产收益率 ROE	-10.23%	1.65%	9.24%	12.85%
PE	-10.4	64.0	10.4	6.8
PB	0.86	0.84	0.77	0.70

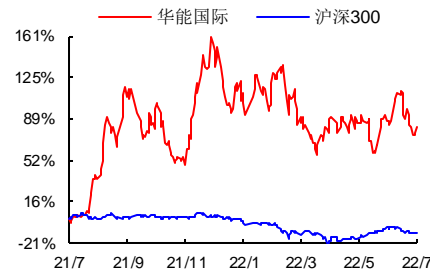
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
 执业证号: S1250515090004  
 电话: 023-67610701  
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠  
 电话: 13003109597  
 邮箱: cth@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	156.98
流通 A 股(亿股)	109.98
52 周内股价区间(元)	3.77-10.03
总市值(亿元)	1,091.02
总资产(亿元)	4,900.68
每股净资产(元)	3.62

### 相关研究

1. 华能国际 (600011): 火电龙头转型, 业务协同发展 (2022-04-22)

## 盈利预测

对于公司电力及热力业务，我们结合 2022H1 公告最新披露数据对公司假设进行调整：

假设 1：对于燃煤机组，公司 2022H1 新增装机约 0.4GW，维持假设 2022-2024 年装机量保持稳定，2022H1 受部分地区用电需求下降及电煤成本高位运行等影响，公司燃煤机组利用小时 1946 小时，同比下降 220 小时，现下调原有利用小时数假设，调整为 4000/3950/3925 小时，2022H1 平均上网结算电价 0.51 元/千瓦时，主要系电煤成本因素推动导致电价上升，下半年预计电煤成本因素将有所缓解，维持含税电价逐年下降假设，调整为每千瓦时 0.480/0.460/0.440 元；

假设 2：对于风电机组，2022-2024 年装机量每年分别增长 3/4/5GW，得益于海风投产和新能源消纳问题的改善，利用小时数逐年增加，据 2022H1 公告中公司风电业务的表现，调整为 2400/2450/2490 小时，由于平价项目占比提升，含税电价逐年下降，分别为每千瓦时 0.570/0.560/0.550 元；

假设 3：对于煤炭燃料成本，公司 2022Q1 入炉标煤单价 1222 元/吨，2022Q2 为 1245 元/吨，2022H1 电煤成本高位运行。7 月发改委再呼吁中长期合同的签订，考虑随着政策的持续发力，煤价逐步趋于稳定。调整入炉标煤价格为每吨 1065/900/800 元。

表 1：电力及热力业务核心假设-收入端

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
燃煤	收入（百万元）	133633	154442	166130	157516	149714
	Yoy		15.6%	7.6%	-5.2%	-5.0%
	装机量（万千瓦）	9001	9212	9247	9247	9247
	利用小时数（小时）	4059	4488	4000	3950	3925
	含税电价（元/千瓦时）	0.3905	0.4074	0.4800	0.4600	0.4400
燃气	收入（百万元）	13722	17189	19688	19581	19306
	Yoy		25.3%	14.5%	-0.5%	-1.4%
	装机量（万千瓦）	1224	1224	1224	1224	1224
	利用小时数（小时）	2427	2667	2580	2566	2530
	含税电价（元/千瓦时）	0.6579	0.6398	0.6400	0.6400	0.6400
风电	收入（百万元）	7519	11443	15703	20332	26171
	Yoy		52.2%	37.2%	29.5%	28.7%
	装机量（万千瓦）	813	1054	1354	1754	2254
	利用小时数（小时）	2104	2250	2400	2450	2490
	含税电价（元/千瓦时）	0.5554	0.5760	0.5700	0.5600	0.5500
光伏	收入（百万元）	1730	2183	4670	8905	13886
	Yoy		26.2%	113.9%	90.7%	55.9%
	装机量（万千瓦）	251	331	831	1431	2131
	利用小时数（小时）	1161	1286	1320	1335	1366
	含税电价（元/千瓦时）	0.7455	0.6406	0.6400	0.6200	0.6000
水电	收入（百万元）	291	277	284	281	282

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	Yoy		-4.6%	2.4%	-1.2%	0.6%
	装机量（万千瓦）	37	37	37	37	37
	利用小时数（小时）	2634	2513	2574	2543	2558
	含税电价（元/千瓦时）	0.3000	0.3000	0.3000	0.3000	0.3000
其他	收入（百万元）	4644	8117	9740	12176	15219
	Yoy		74.8%	20.0%	25.0%	25.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**表 2：电力及热力业务核心假设-成本端**

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭燃料成本（元/吨）		73350	123817	112446	92473	80316
yoy			68.8%	-9.2%	-17.8%	-13.1%
	入炉标煤价格（元/吨）	691.1	1053.3	1065.0	900.0	800.0
	单位供电煤耗（克/千瓦时）	291.1	290.7	286.0	281.3	276.6
	单位燃料成本（元/千千瓦时）	201.2	306.2	304.6	253.2	221.3

数据来源：Wind, 西南证券

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电力及热力业务	收入	193651	216215	218790	224580
	增速	19.9%	11.7%	1.2%	2.6%
	毛利率	-2.8%	12.0%	16.0%	18.0%
港口服务业务	收入	242	290	348	418
	增速	22.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	36.3%	34.8%	35.5%	35.1%
运输服务业务	收入	60	69	79	91
	增速	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	9.6%	12.7%	13.5%	16.4%
其他业务	收入	10652	11717	12889	14178
	增速	39.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	43.4%	49.9%	53.1%	51.5%
合计	收入	204605	228292	232107	239267
	增速	20.8%	11.6%	1.7%	3.1%
	毛利率	-0.3%	9.9%	16.6%	20.6%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	204605.08	228291.76	232106.89	239266.67	净利润	-12673.43	2078.41	12745.50	19584.88
营业成本	205281.13	205782.97	193527.84	190014.92	折旧与摊销	21351.01	37283.58	40929.07	45170.03
营业税金及附加	1686.34	1881.56	1913.01	1972.02	财务费用	8550.20	9097.19	9628.29	10252.88
销售费用	192.83	207.02	214.62	219.10	资产减值损失	-89.09	-2500.00	-2500.00	-2500.00
管理费用	5594.10	6382.39	6441.38	6656.46	经营营运资本变动	-8159.65	-2587.24	-1746.61	-131.04
财务费用	8550.20	9097.19	9628.29	10252.88	其他	-2946.20	1706.79	1697.03	1696.14
资产减值损失	-89.09	-2500.00	-2500.00	-2500.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6032.84</b>	<b>45078.74</b>	<b>60753.27</b>	<b>74072.89</b>
投资收益	822.03	800.00	800.00	800.00	资本支出	-23471.05	-55000.00	-65000.00	-75000.00
公允价值变动损益	0.00	5.98	1.47	2.48	其他	-19185.98	852.51	802.83	802.03
其他经营损益	0.00	-1000.00	-1000.00	-1000.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-42657.03</b>	<b>-54147.49</b>	<b>-64197.17</b>	<b>-74197.97</b>
<b>营业利润</b>	<b>-14801.76</b>	<b>2246.59</b>	<b>17683.23</b>	<b>27453.78</b>	短期借款	25585.56	9048.32	560.72	757.96
其他非经营损益	524.62	524.62	524.62	524.62	长期借款	24780.32	5000.00	8000.00	10000.00
<b>利润总额</b>	<b>-14277.14</b>	<b>2771.22</b>	<b>18207.85</b>	<b>27978.40</b>	股权融资	-908.70	0.00	0.00	0.00
所得税	-1603.71	692.80	5462.36	8393.52	支付股利	-2825.66	0.00	-831.37	-5098.20
净利润	-12673.43	2078.41	12745.50	19584.88	其他	-6864.50	-3523.15	-3987.88	-4976.22
少数股东损益	-2409.06	415.68	2549.10	3916.98	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>39767.03</b>	<b>10525.17</b>	<b>3741.48</b>	<b>683.54</b>
归属母公司股东净利润	-10264.37	1662.73	10196.40	15667.90	<b>现金流量净额</b>	<b>2296.93</b>	<b>1456.43</b>	<b>297.58</b>	<b>558.46</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16350.33	17806.76	18104.34	18662.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	51357.42	54584.18	52997.78	51821.94	销售收入增长率	20.75%	11.58%	1.67%	3.08%
存货	16824.43	13770.63	13288.82	13349.34	营业利润增长率	-253.74%	115.18%	687.11%	55.25%
其他流动资产	7938.94	6092.69	6484.92	6784.26	净利润增长率	-322.20%	116.40%	513.23%	53.66%
长期股权投资	22903.97	22903.97	22903.97	22903.97	EBITDA 增长率	-61.60%	222.05%	40.33%	21.45%
投资性房地产	635.27	639.34	637.98	638.43	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	313501.71	331647.47	356147.73	386407.03	毛利率	-0.33%	9.86%	16.62%	20.58%
无形资产和开发支出	25423.88	25021.35	24618.82	24216.28	三费率	7.01%	6.87%	7.02%	7.16%
其他非流动资产	35132.52	35105.73	35078.93	35052.13	净利率	-6.19%	0.91%	5.49%	8.19%
<b>资产总计</b>	<b>490068.49</b>	<b>507572.10</b>	<b>530263.28</b>	<b>559836.18</b>	ROE	-10.23%	1.65%	9.24%	12.85%
短期借款	91896.72	100945.04	101505.76	102263.72	ROA	-2.59%	0.41%	2.40%	3.50%
应付和预收款项	28847.72	28004.65	26786.49	26470.41	ROIC	-1.67%	2.37%	4.99%	6.41%
长期借款	136857.72	141857.72	149857.72	159857.72	EBITDA/销售收入	7.38%	21.30%	29.40%	34.64%
其他负债	108574.32	110794.28	114228.76	118873.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>366176.48</b>	<b>381601.68</b>	<b>392378.73</b>	<b>407464.95</b>	总资产周转率	0.44	0.46	0.45	0.44
股本	15698.09	15698.09	15698.09	15698.09	固定资产周转率	0.80	0.84	0.79	0.76
资本公积	17642.89	17642.89	17642.89	17642.89	应收账款周转率	5.97	5.64	5.76	6.16
留存收益	24199.74	25862.47	35227.51	45797.21	存货周转率	17.25	13.30	14.11	14.07
归属母公司股东权益	105255.59	106918.32	116283.35	126853.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.99%	—	—	—
少数股东权益	18636.41	19052.10	21601.20	25518.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>123892.00</b>	<b>125970.42</b>	<b>137884.55</b>	<b>152371.23</b>	资产负债率	74.72%	75.18%	74.00%	72.78%
负债和股东权益合计	490068.49	507572.10	530263.28	559836.18	带息债务/总负债	70.50%	72.64%	74.10%	75.23%
					流动比率	0.50	0.48	0.48	0.48
					速动比率	0.41	0.41	0.41	0.41
					股利支付率	-27.53%	0.00%	8.15%	32.54%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.65	0.11	0.65	1.00
					每股净资产	7.89	8.02	8.78	9.71
					每股经营现金	0.38	2.87	3.87	4.72
					每股股利	0.18	0.00	0.05	0.32
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	15099.44	48627.37	68240.59	82876.68					
PE	-10.37	64.01	10.44	6.79					
PB	0.86	0.84	0.77	0.70					
PS	0.52	0.47	0.46	0.44					
EV/EBITDA	22.30	7.30	5.40	4.64					
股息率	2.65%	0.00%	0.78%	4.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn