

# 华能国际(600011.SH)/华能国际电力股份(00902.HK)

## 风光盈利超预期，期待火电盈利改善

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	7.02 元/3.75 港元
合理价值	8.74 元/4.67 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-07-31

### 核心观点:

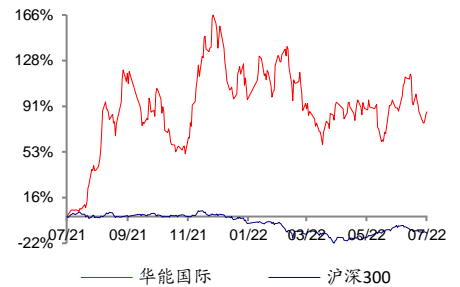
- 上半年业绩亏损 30 亿元，风光超预期而火电低预期。公司发布 2022 年中报，实现营收 1169 亿元（同比+22.7%）、归母净利亏损 30 亿元，其中 Q2 亏损 21 亿元。22H1 上网电价达 506 元/兆瓦时（同比+20.7%），然难抵原煤采购价 840 元/吨（同比+41.2%）、境内火电单位燃料成本 377 元/兆瓦时（同比+50.5%），导致上半年煤电板块亏损 91 亿元；其中 Q2 入炉标煤单价环比 Q1 增长 1.9%，致二季度亏损幅度扩大。
- 长协保供力度再升级，Q3 火电盈利有望改善。7 月起长协煤保供力度继续加大，不履约案例处罚力度升级至“欠一罚十”，预计在国家 2022 年电煤中长期合同必须实现三个 100% 的坚定决心下（100% 签约、100% 履约、100% 执行价格政策），公司 Q3 长协煤履约率环比提升，进口煤应急保障中长期合同有望落地，预期 Q3 火电盈利迎来改善。
- 上半年风光盈利 40 亿元超预期，新增装机达 3.1GW。上半年公司风电、光伏板块分别盈利 34.3、5.3 亿元；装机方面，截至 22H1 风电、光伏分别达 12.5、4.5GW，较 2021 年末分别新增 1.9、1.2GW。上半年公司收到可再生能源补贴 86 亿元、税费返还 45 亿元，经营性现金流已恢复至 201 亿元（同比+4.2%），有效保障绿电投资建设。
- 盈利预测与投资建议。预计 2022~2024 年归母净利润分别为 31.86、91.42、114.89 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 34.59、12.05、9.59 倍。火电 Q3 盈利有望迎来反转，而绿电投资仍不断加大。参考可比公司估值水平，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应 8.74 元/股合理价值，对应 H 股 4.67 港币/股合理价值（按照 7 月 29 日 AH 股溢价比），维持 A/H 股“买入”评级。
- 风险提示。煤价持续上行风险；项目建设不及预期风险。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	169,439	204,605	224,258	233,392	238,362
增长率（%）	-2.4	20.8	9.6	4.1	2.1
EBITDA（百万元）	44,106	14,228	41,548	54,692	62,381
归母净利润（百万元）	4,565	-10,264	3,186	9,142	11,489
增长率（%）	191.5	-324.8	-	186.9	25.7
EPS（元/股）	0.29	-0.65	0.20	0.58	0.73
市盈率（x）	15.41	-	34.59	12.05	9.59
ROE（%）	3.8	-9.8	2.9	7.8	8.9
EV/EBITDA（x）	6.65	29.87	9.68	8.02	7.19

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：港币兑人民币汇率 0.8592

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

### 相关研究:

华能国际(600011.SH)/华能 2022-04-26

国际电力股份(00902.HK):业绩拐点已现,全速发力绿电建设

华能国际(600011.SH)/华能 2022-04-06

国际电力股份(00902.HK):火电为基,全速迈向新能源

联系人: 许子怡 021-38003800

xuziyi@gf.com.cn

## 目录索引

一、电价提升难抵煤价上涨，上半年业绩亏损 30 亿元.....	4
二、上半年新增装机 3.5GW，风光盈利 40 亿元超预期.....	7
三、下半年预期火电盈利改善，全力支撑绿电快速发展.....	9
四、火电龙头加速绿电建设，维持“买入”评级.....	11
五、风险提示.....	13

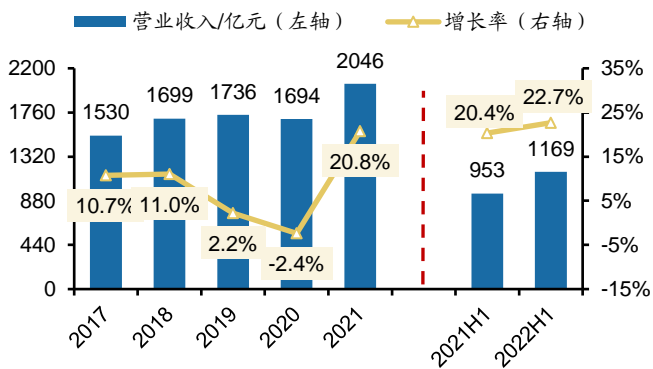
## 图表索引

图 1: 2022H1 公司营业收入同比+22.7%.....	4
图 2: 2022H1 年公司归母净利润亏损 30 亿元.....	4
图 3: 2022Q2 公司营业收入同比+14.0% .....	4
图 4: 2022Q2 公司归母净利润亏损幅度扩大.....	4
图 5: 2022H1 公司财务费用达 49 亿元 .....	5
图 6: 2022H1 公司财务费用率为 4.2%.....	5
图 7: 公司近三年融资成本持续下降 .....	5
图 8: 2022H1 公司经营性现金流净额恢复至 201 亿元.....	5
图 9: 2022H1 公司投资现金流净流出 150 亿元 .....	5
图 10: 2022H1 公司长短期借款达 2338 亿元.....	6
图 11: 2022H1 公司固定资产+在建工程达 3150 亿元.....	6
图 12: 2022H1 公司应收账款达 343 亿元 .....	6
图 13: 2022H1 公司资产负债率升至 75% .....	6
图 14: 2022H1 公司毛、净利率分别为 1.9%、-2.6% .....	6
图 15: 2022H1 公司投资收益为 6.71 亿元 .....	6
图 16: 2022H1 公司可控装机达 122GW .....	7
图 17: 2022H1 新增风光占全部新增的 88.6% .....	7
图 18: 2022H1 公司燃煤利用小时数同比下降 220 小时.....	7
图 19: 2022H1 公司上网电量同比-5.6% .....	8
图 20: 2022H1 风、光上网电量同比均提升 30%以上.....	8
图 21: 2022H1 公司平均结算电价同比+20.7% .....	8
图 22: 计算 2022Q2 上网电价达 510 元/兆瓦时.....	8
图 23: 2022H1 公司单位燃料成本同比+50.5% .....	8
图 24: 2022H1 燃煤亏损 91 亿元、风光盈利 40 亿元.....	8
图 25: 3 月至今秦皇岛动力煤市价已经下跌 20%+.....	9
图 26: 2022 年 7 月秦皇岛年度长协煤价为 719 元/吨.....	9
图 27: 公司规划十四五末风光装机分别为 29/26GW.....	10
图 28: 十四五末公司风光装机占比拟达 33%.....	10
表 1: 2022 年 7 月动力煤保供稳价政策再升级.....	9
表 2: 大部分省市对新增新能源项目均提出配储要求 .....	10
表 3: 存量火电机组可为公司贡献每年 300 亿元左右现金流 .....	11
表 4: 公司各分部业务经营数据预测 .....	12
表 5: 公司各分部业务预测.....	12
表 6: 华能国际可比公司估值对比 (收盘价日期: 2022/7/29) .....	13

## 一、电价提升难抵煤价上涨，上半年业绩亏损 30 亿元

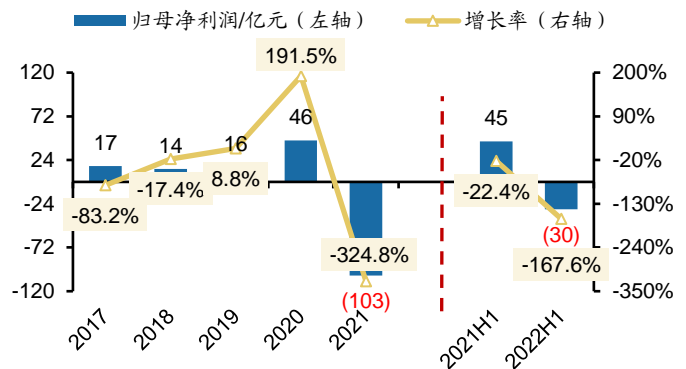
2022H1公司营收同比增长22.7%，业绩亏损30亿元，其中Q2亏损幅度扩大。公司发布2022年中报，上半年实现营收1169亿元（同比+22.7%），归母净利润亏损30亿元（同比-168%），其中单二季度亏损21亿元。公司营收高增速、但业绩亏损幅度扩大，主要系：**1.电价提升21%带动营收高增长**，上半年公司境内电厂平均上网结算电价为505.69元/兆瓦时（同比+20.7%）、弥补上网电量小幅下降；**2.单位燃料成本提升超50%致使业绩亏损**，上半年公司原煤采购综合价为840.27元/吨（同比+41.2%），境内火电厂单位燃料成本为376.70元/兆瓦时（同比+50.5%）。

图 1：2022H1公司营业收入同比+22.7%



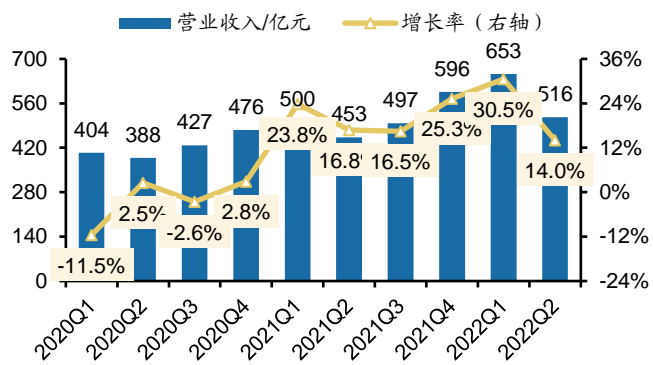
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 2：2022H1年公司归母净利润亏损30亿元



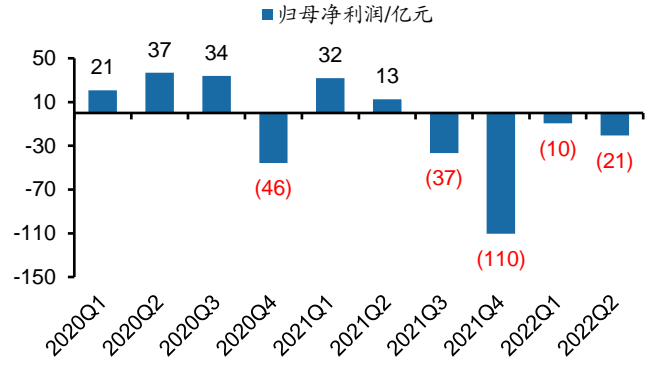
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 3：2022Q2公司营业收入同比+14.0%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

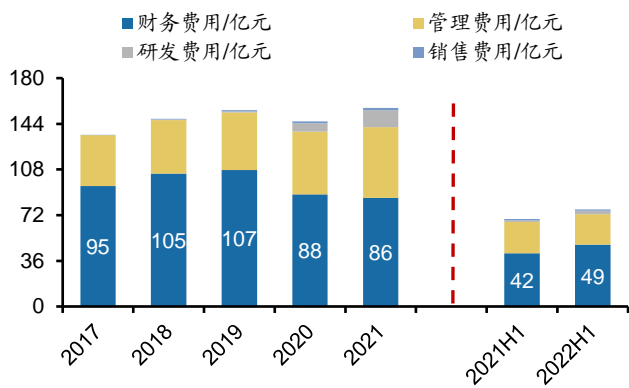
图 4：2022Q2公司归母净利润亏损幅度扩大



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

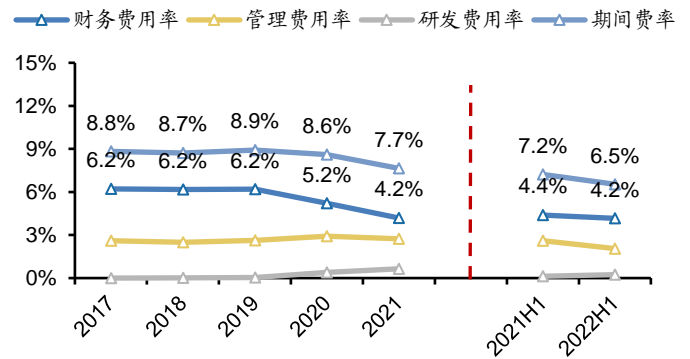
**积极管控融资成本，财务费用率持续下降。**受益于公司积极拓宽融资渠道、如利用绿色金融政策等手段，近年融资成本持续下降；同期财务费用约49亿元，对应费用率为4.2%（同比降低0.2pct）。同时公司积极控制管理费用，2022H1对应费用率为2.1%（同比降低0.5pct）。财务及管理费用作为公司期间费用的主要组成部分、管控良好，因而2022H1期间费用率降至6.5%（同比降低0.7pct）。

图 5: 2022H1公司财务费用达49亿元



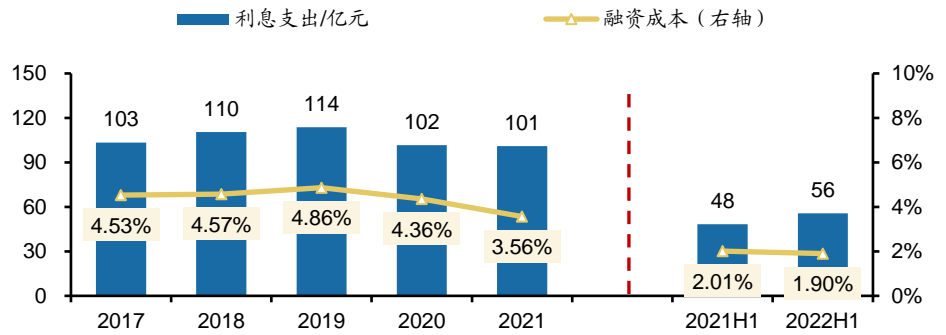
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 6: 2022H1公司财务费用率为4.2%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

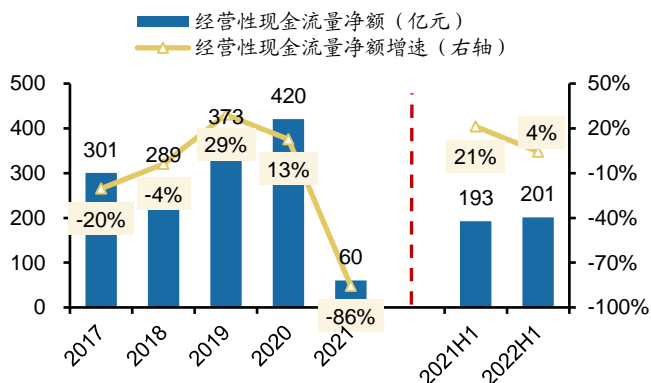
图 7: 公司近三年融资成本持续下降



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

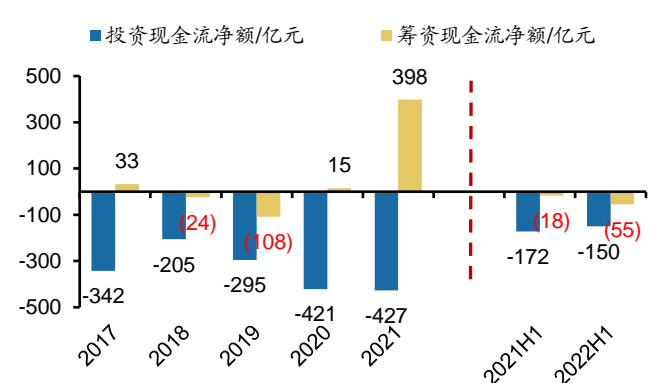
经营性现金流净额已恢复至同期水平, 投资现金流净流出150亿元。2022上半年公司现金流已修复至同期水平, 经营性现金流净额达201亿元, 考虑为公司收回86亿元可再生能源补贴、及积极申请增值税留抵退税影响, 2022H1收到税费返还45亿元(同比+35.4%)。上半年公司新增控股装机3.5GW, 投资现金流实现净流出150亿元, 其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达146亿元。

图 8: 2022H1公司经营性现金流净额恢复至201亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

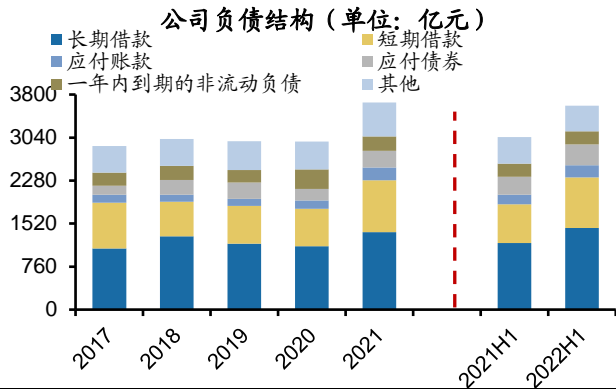
图 9: 2022H1公司投资现金流净流出150亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

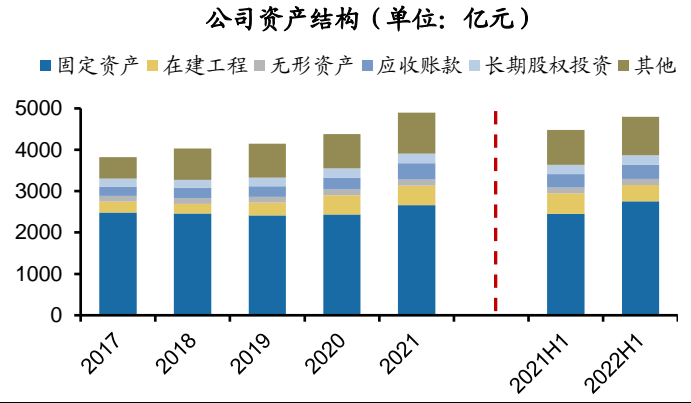
固定资产+在建工程达3150亿元，资产负债率升至75%。“十四五”期间公司加速绿电投资建设，2022H1公司固定资产+在建工程达3150亿元；同期长短期借款规模提升显著，达2338亿元（同比+25.7%），资产负债率升至75.1%。上半年公司收回部分可再生能源补贴款，应收账款为343亿元，较2021年末减少14.0%。

图 10: 2022H1公司长短期借款达2338亿元



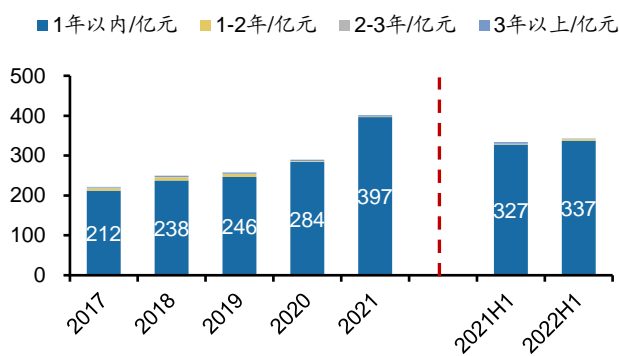
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 11: 2022H1公司固定资产+在建工程达3150亿元



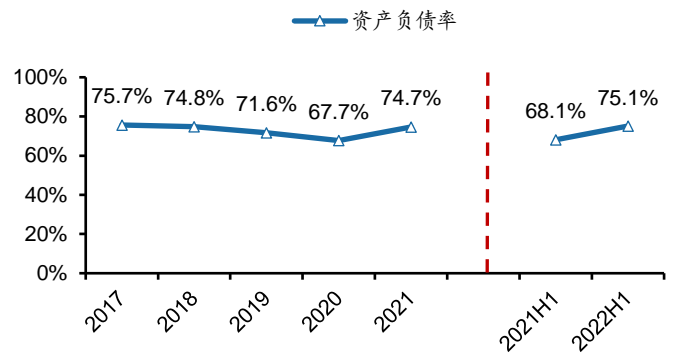
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 12: 2022H1公司应收账款达343亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

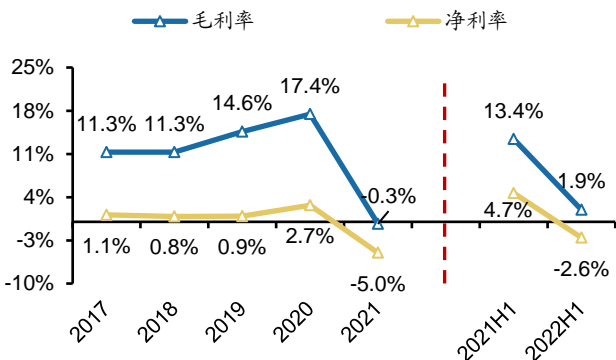
图 13: 2022H1公司资产负债率升至75%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

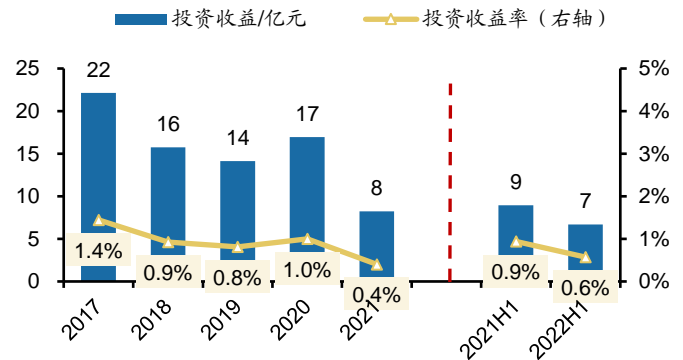
2022H1公司毛利率、净利率分别为1.9%、-2.6%。上半年公司毛利率降低11.4pct至1.9%，主要系营业成本中燃料采购成本达807亿元，同比提升40.7%；考虑期间费率下降0.7pct、投资收益贡献6.7亿元，同期净利率降低7.3pct至-2.6%。

图 14: 2022H1公司毛、净利率分别为1.9%、-2.6%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 15: 2022H1公司投资收益为6.71亿元

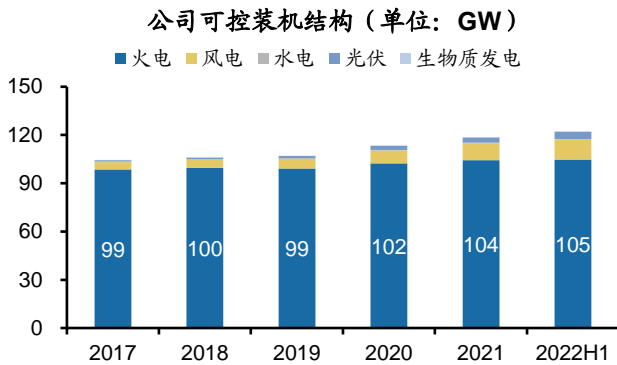


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

## 二、上半年新增装机 3.5GW，风光盈利 40 亿元超预期

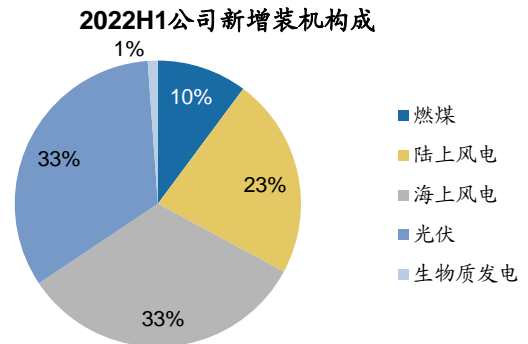
上半年新增风光装机3.1GW，可控装机增至122GW。2022H1公司新增可控发电装机容量3.5GW，其中陆上风电0.8GW、海上风电1.15GW、光伏1.17GW，风光新增占全部新增的88.6%。同期公司可控发电装机增至122GW，清洁能源占比较2021年末提升1.94pct至24.33%。

图 16: 2022H1公司可控装机达122GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

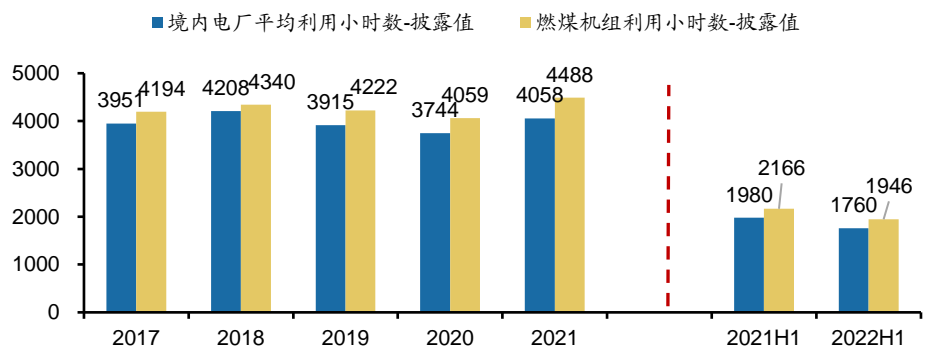
图 17: 2022H1新增风光占全部新增的88.6%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

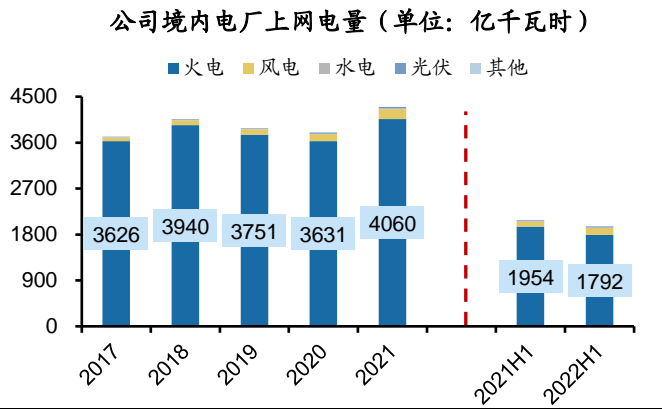
受疫情等多方面影响，上半年上网电量同比下降5.6%、平均利用小时数下降220小时。上半年受疫情影响，部分区域电力需求下降较多，全社会用电量增速明显放缓。公司境内电厂年累计平均利用小时1760小时，同比下降220小时；其中燃煤机组利用小时1946小时，同比下降220小时。同期公司完成上网电量1965.44亿千瓦时，同比-5.61%；其中煤电1673.38亿千瓦时（同比-8.04%）、气电118.36亿千瓦时（同比-11.66%）、风电137.61亿千瓦时（同比+30.61%）、光伏27.35亿千瓦时（同比+69.63%）。

图 18: 2022H1公司燃煤利用小时数同比下降220小时



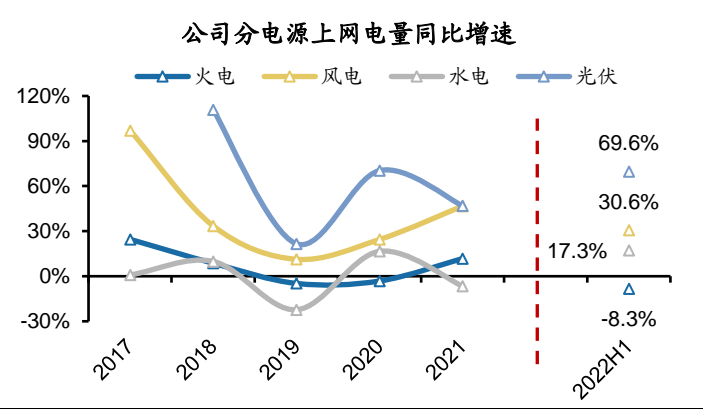
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 19: 2022H1公司上网电量同比-5.6%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

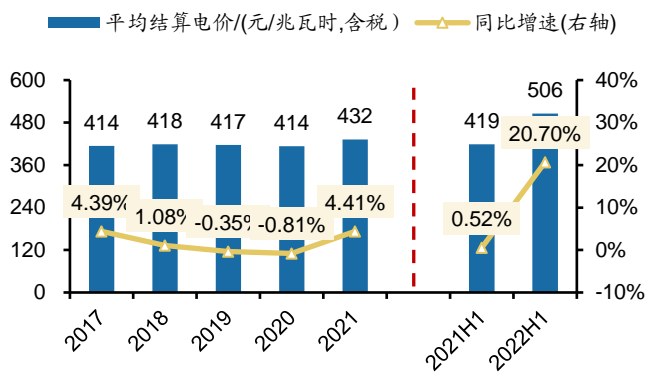
图 20: 2022H1风、光上网电量同比均提升30%以上



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

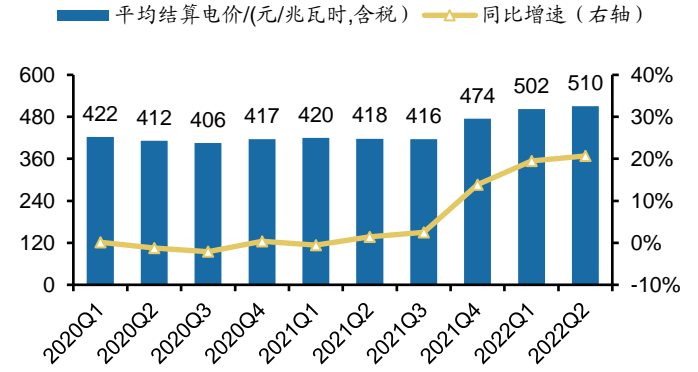
上半年燃煤亏损91亿元, 风光盈利40亿元超预期。2022H1公司平均结算电价同比+20.7%, 计算2022Q2上网电价达510元/兆瓦时; 但同期原煤采购综合价为840.27元/吨(同比+41.20%), 境内火电厂单位燃料成本为376.70元/兆瓦时(同比+50.49%)。具体分板块来看, 2022H1公司燃煤亏损90.61亿元(税前口径, 下同), 燃机盈利3.40亿元, 风电盈利34.25亿元, 光伏盈利5.29亿元, 水电及生物质盈利0.20亿元。

图 21: 2022H1公司平均结算电价同比+20.7%



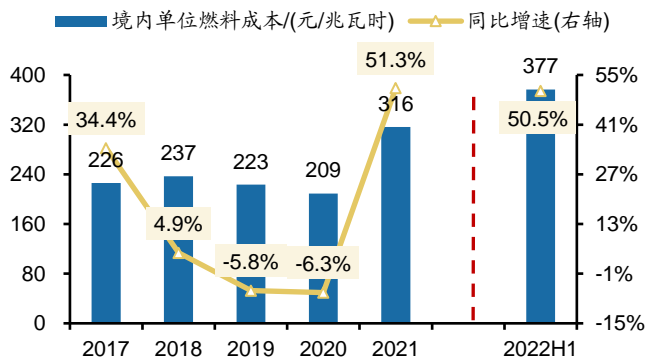
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 22: 计算2022Q2上网电价达510元/兆瓦时



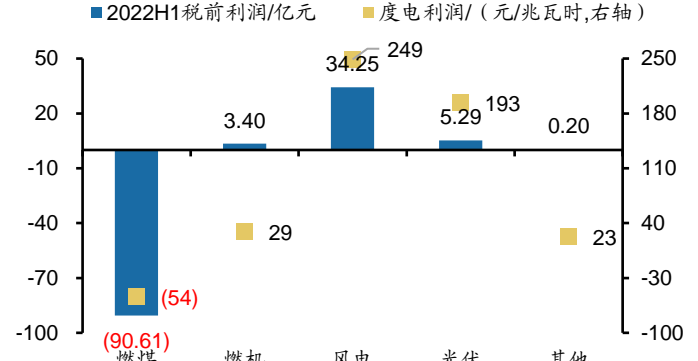
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 23: 2022H1公司单位燃料成本同比+50.5%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 24: 2022H1燃煤亏损91亿元、风光盈利40亿元



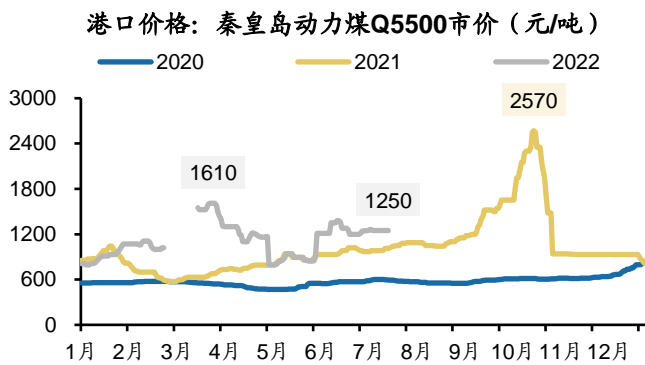
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

备注: 度电利润=税前利润/上网电量

### 三、下半年预期火电盈利改善，全力支持绿电快速发展

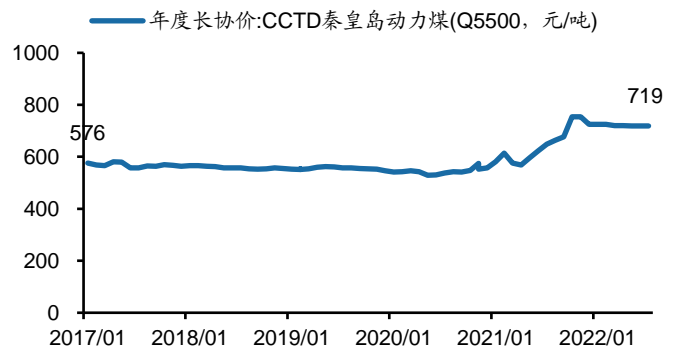
7月发改委动力煤保供稳价政策再升级，看好火电盈利逐季改善。2022年6月23日，发改委发文监管长协煤供应量、价，并要求合同价格超出合理区间的，要在6月28日前按政策价格进行换改签。进入7月由“欠一补三”至“欠一罚十”，长协煤监管、处罚力度再升级。国家发改委规定对6月以来不履约的，执行欠一补三；7月以来不履约，执行欠一罚十，对于处罚措施进一步升级。预计在政策面不断加压下，公司长协履约率环比提升，Q3火电盈利有望改善。

图 25: 3月至今秦皇岛动力煤市价已经下跌20%+



数据来源：百川盈孚，广发证券发展研究中心

图 26: 2022年7月秦皇岛年度长协煤价为719元/吨



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

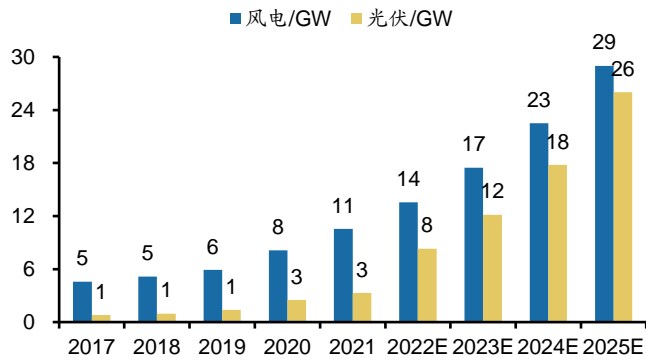
表 1: 2022 年 7 月动力煤保供稳价政策再升级

时间	政策名称	部门	主要内容
2022-07-06	《关于请确认电煤中长期合同签约履约情况的通知》	国家发改委	各煤炭企业、发电供热企业要严格执行国家关于电煤中长期合同的政策，做到三个 <b>100%</b> ：发电供热企业全年用煤量签约 100%，电煤中长期合同月度履约率 100%，执行国家电煤中长期合同价格政策 100%。
2022-06-24	《关于做好 2022 年电煤中长期合同补签换签和履约监管工作的通知》	国家发改委	要求煤炭生产企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的 80%以上，且去年 9 月份以后和今年新核增产能的保供煤矿核增部分要全部签订电煤中长期合同。价格方面要求严格按照价格政策签订执行，价格超出合理区间的，要在 6 月 28 日前按政策价格进行签订。
2022-04-30	《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》	国家发改委	明确捏造涨价信息、散布涨价信息、囤积居奇、无正当理由大幅度或者变相大幅度提高价格 4 类行为属于哄抬价格。其中大幅度提高价格指：经营者的煤炭中长期交易销售价格，超过国家或者地方有关文件明确的中长期交易价格合理区间上限的；经营者的煤炭现货交易销售价格，超过国家或者地方有关文件明确的中长期交易价格合理区间上限 50%的。
2022-03-18	《关于成立工作专班推动煤炭增产保供有关工作的通知》	国家发改委	提出“主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供，年内再释放产能 3 亿吨/年以上，日产量达到 1260 万吨以上”的目标。
2022-02-24	《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》	国家发改委	引导煤炭价格在合理区间运行，认为 <b>秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理</b> ；完善煤、电价格传导机制；健全煤炭价格调控机制。设定重点地区煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间。

数据来源：国务院，国家发改委，广发证券发展研究中心

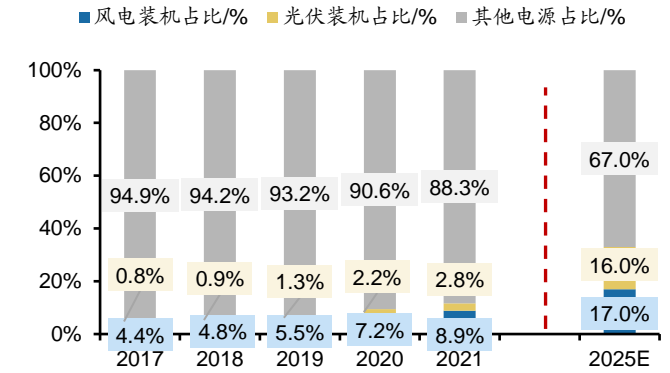
十四五末新能源装机达55GW，2021-2025装机年均CAGR达41%。根据公司官网披露的2020年业绩电话会公开信息，提出到2025年新能源装机达到55GW（新能源装机占比达34%），其中风电装机29GW（占总装机17%）、光伏装机26GW（占总装机16%），年均新增新能源装机8GW以上。风、光装机占总装机比例将由2021年的8.88%、2.79%，提升至2025年的17%、16%，十四五具备高成长潜力。

图 27：公司规划十四五末风光装机分别为29/26GW



数据来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

图 28：十四五末公司风光装机占比拟达33%



数据来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

伴随光伏、风电在电力系统中渗透率不断提高，调峰、调频等辅助服务不可忽视。2021年起我国大部分省份均对新建风光项目提出配储要求，并给予一定政策倾斜支持。公司作为传统火电龙头，燃煤机组达92.5GW，灵活性改造空间广阔；届时公司灵活性改造后的火电机组不仅可以获得调峰收益，还可以助力新能源项目的获批、为消纳难题解决后顾之忧。

表 2：大部分省市对新增新能源项目均提出配储要求

时间	政策名称	发布部门	主要内容
2021年12月	《关于组织拟纳入国家第二批以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目的通知》	国家能源局	上报项目应满足“四大要素”要求：一是不涉及生态红线；二是依托外送通道消纳的项目应基于在运、在建，或已核准输电通道，配套风电光伏装机规模与通道输电能力相匹配，并落实消纳市场；三是就近就网就负荷消纳的项目应在并网后能够实现高效利用；四是 <b>配套煤电灵活性改造、水电、抽水蓄能、新型储能等调峰措施，与基地项目同步实施。</b>
2021年9月	《关于我省2021年光伏发电项目市场化并网有关事项的通知》	江苏省发改委	2021年江苏省长江以南地区新建光伏发电项目原则上按照功率8%及以上比例配建调峰能力、时长两小时；长江以北地区原则上按照功率10%及以上比例配建调峰能力、时长两小时。储能设施运行期内容量衰减率不应超过20%，交流侧效率不应低于85%，放电深度不应低于90%，电站可用率不应低于90%。 新建新能源项目配置储能设备比例不低于10%、储能时长2小时以上。并对储能配比高、时间长的一体化项目给予优先支持。实行“水电+新能源+储能”协同发展模式，新建、新投运水电站同步配置新能源和储能系统，使新增水电与新能源、储能容量配比达到1:2:0.2，实现就地平衡。
2021年1月	《关于印发支持储能产业发展若干措施（试行）的通知》	青海省发改委	明确指出要在新能源富集的宁东、吴忠、中卫地区先行开展储能设施建设。建设“新能源+储能”示范应用项目，并在全区推广应用；“十四五”期间，新能源项目储能配置比例不低于10%、连续储能时长2小时以上。原则上新增项目储能设施与新能源项目同步投运，存量项目在2021年底前完成储能设施投运。从2021
2021年1月	《关于加快促进自治区储能健康有序发展的指导意见（征求意见稿）》	宁夏自治区发改委	

年起，对于达到以上要求的新增新能源企业，在同等条件下优先获得风光资源开发权；对于达到以上要求的储能项目，支持参与电力辅助服务市场。

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

此外，公司传统火电业务现金流充沛，测算存量火电项目可提供年均300亿元左右的现金流净额。假设2022-2025年公司新建光伏项目单位造价为3695~3370元/千瓦，项目所需资本金为30%，则火电业务带来的现金流可支持每年27~28GW光伏建设；假设新建陆风项目单位造价为5571~4782元/千瓦，项目所需资本金为30%，则可支持每年18~19GW陆风建设；假设新建海风项目单位造价为16265~12000元/千瓦，项目所需资本金为30%，则可支持6~8GW海风建设。

表 3: 存量火电机组可为公司贡献每年300亿元左右现金流

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
公司火电机组/GW	102.25	104.35	104.35	104.35	104.35	104.35
公司经营性现金流净额/亿元	420.50	60.33	-	-	-	-
单位 GW 对应现金流/亿元	4.11	0.58	2.88	2.85	2.84	2.65
存量项目可提供现金流/亿元	420.50	60.33	300.64	297.10	295.92	276.63
风电、光伏资本开支/亿元	291.95	273.77	312.58	297.10	295.92	276.63
项目所需资本金/%	-	-	30%	30%	30%	30%
光伏造价/元/千瓦	3,990	3,810	3,695	3,580	3,475	3,370
预计可建光伏装机/GW	-	-	27.12	27.66	28.39	27.36
陆风造价/元/千瓦	6,122	6,101	5,571	5,173	4,939	4,782
预计可建陆风装机/GW	-	-	17.99	19.14	19.97	19.28
海风造价/元/千瓦	-	18,000	16,265	14,697	13,280	12,000
预计可建海风装机/GW	-	-	6.16	6.74	7.43	7.68

数据来源：CPIA，Wind，广发证券发展研究中心

## 四、火电龙头加速绿电建设，维持“买入”评级

### （一）火力发电业务

截至2022年上半年，公司可控火电装机105GW（其中煤机92GW），结合公司“适应能源转型变革要求，实施绿色转型战略”，假设2022~2024年火电新增装机容量均为1GW，境外规模考虑保持不变，2024年累计在运装机达107GW。

### （二）风力发电业务

其中，陆上风电业务：截至2022年上半年，公司陆上风电装机为9.3GW。结合公司“十四五”期间每年年均新增风电4.2GW（2025年计划风电装机达29GW，占总装机比例为17%）的目标，假设2022~2024年陆风新增装机容量为2、3、3GW，2024年累计在运装机达16.5GW。

其中，海上风电业务：截至2022年上半年，公司海上风电装机为3.2GW。结合公司“十四五”期间每年年均新增风电4.17GW（2025年计划风电装机达29GW，占总装

机比例为17%)的目标,假设2022~2024年海风新增装机容量为1.4、0.2、0GW,2024年累计在运装机达3.6GW。

### (三) 光伏发电业务

截至2022年上半年,公司光伏装机为4.5GW。结合公司“十四五”期间每年年均新增光伏4.7GW(2025年计划光伏装机达26GW,占总装机比例为16%)的目标,假设2022~2024年光伏每年新增装机容量为5GW,2024年累计在运装机达18.3GW。

表 4: 公司各分部业务经营数据预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>火力发电</b>						
累计在运装机规模/GW	99.25	102.25	104.35	105.35	106.35	107.35
利用小时数/Hour	4222	3911	4302	3872	3950	3910
发电量/亿千瓦时	3915.68	3865.51	4319.95	3982.42	4101.56	4099.65
平均上网电价同比变化	3.4%	-0.1%	5.4%	17.2%	-2.2%	-2.3%
<b>风电业务</b>						
累计在运装机规模/GW	5.90	8.13	10.54	13.88	17.08	20.08
利用小时数/Hour	1963	1991	2222	2383	2485	2564
发电量/亿千瓦时	112.22	141.04	208.34	321.18	384.81	476.58
平均上网电价同比变化	6.1%	0.4%	5.0%	-2.6%	-3.4%	-3.3%
<b>光伏发电</b>						
累计在运装机规模/GW	1.38	2.51	3.31	8.31	13.31	18.31
利用小时数/Hour	-	1161	1286	1325	1364	1405
发电量/亿千瓦时	13.86	23.91	35.84	76.99	147.51	222.20
平均上网电价同比变化	15.8%	-20.4%	-13.6%	-16.5%	-8.7%	-3.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 表中 2019~2021 年数据为拟合值, 2022~2024 年为假设值

表 5: 公司各分部业务预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>						
收入/亿元	1735.83	1694.39	2046.05	2242.58	2333.92	2383.62
yoy	2.2%	-2.4%	20.8%	9.5%	4.07%	2.13%
成本/亿元	1482.52	1398.81	2052.81	2007.35	1973.98	1970.02
毛利润/亿元	253.31	295.58	-6.76	235.23	359.94	413.60
毛利率/%	14.6%	17.4%	-0.3%	10.5%	15.4%	17.4%
<b>电力热力业务</b>						
收入/亿元	1606.63	1577.51	1936.51	2127.15	2212.20	2255.22
yoy	2.5%	-1.8%	22.8%	9.7%	4.0%	1.9%
成本/亿元	1376.37	1308.62	1990.47	1924.22	1890.34	1885.34
毛利润/亿元	230.26	268.89	-53.96	202.92	321.86	369.88
毛利率/%	14.3%	17.0%	-2.8%	9.5%	14.5%	16.4%
<b>港口服务</b>						

收入/亿元	1.75	1.98	2.42	2.90	3.48	4.18
yoy	20.8%	13.1%	22.1%	20.0%	20.0%	20.0%
成本/亿元	1.22	1.32	1.54	1.94	2.32	2.79
毛利润/亿元	0.53	0.66	0.88	0.97	1.16	1.39
毛利率/%	30.5%	33.3%	36.3%	33.3%	33.3%	33.3%
<b>运输业务</b>						
收入/亿元	0.49	0.52	0.60	0.69	0.79	0.91
yoy	-9.1%	6.2%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
成本/亿元	0.39	0.44	0.54	0.59	0.69	0.80
毛利润/亿元	0.09	0.07	0.06	0.10	0.10	0.11
毛利率/%	19.3%	14.3%	9.6%	14.4%	12.8%	12.3%
<b>其他</b>						
收入/亿元	126.96	114.39	106.52	111.85	117.44	123.31
yoy	-1.2%	-9.9%	-6.9%	5.0%	5.0%	5.0%
成本/亿元	104.54	88.43	60.26	80.61	80.62	81.09
毛利润/亿元	22.43	25.96	46.26	31.24	36.82	42.22
毛利率/%	17.7%	22.7%	43.4%	27.9%	31.4%	34.2%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预计公司2022~2024年营业收入分别为2242.58、2333.92、2383.62亿元, 同期归母净利润分别为31.86、91.42、114.89亿元, 按最新收盘价对应PE分别为34.59、12.05、9.59倍。

参考可比公司估值水平, 绿电装机占比较高公司(如三峡能源、龙源电力、节能风电等)2023年市场给予15~20倍PE估值, 火电装机占比较高公司(如华电国际、国电电力等)2023年市场给予8~10倍PE估值。综合考虑公司未来绿电业务为核心增长点, 预计2023年绿电装机占比超20%, 且火电2022Q3盈利有望迎来反转, 给予公司2023年15倍PE估值, 对应8.74元/股合理价值, 对应H股4.67港币/股合理价值(按照7月29日AH股溢价比), 维持A/H股“买入”评级。

表 6: 华能国际可比公司估值对比(收盘价日期: 2022/7/29)

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE 倍				归母净利润/亿元			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600011.SH	华能国际	1,102.01	7.02	-	34.59	12.05	9.59	-102.64	31.86	91.42	114.89
600905.SH	三峡能源	1,797.37	6.28	38.03	21.53	17.63	14.78	56.42	83.49	101.98	121.58
001289.SZ	龙源电力	1,762.73	21.03	-	22.62	18.94	15.47	64.04	77.92	93.06	113.94
601016.SH	节能风电	273.20	5.45	42.52	19.28	16.02	13.26	7.68	14.17	17.05	20.61
600027.SH	华电国际	426.38	4.32	-	10.65	8.24	7.34	-49.65	40.04	51.73	58.08
600795.SH	国电电力	679.54	3.81	-	12.31	9.41	7.55	-18.45	55.21	72.22	90.04

数据来源: 同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测, 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

**煤价持续上行风险:** 由于公司的主营业务为火电生产, 因此盈利水平受电煤价格影

响较大。虽然预计未来一段时间内，随着煤炭行业下游需求的放缓和煤炭新增产能的增加，我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松，煤炭价格将处于平稳态势，但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压公司的盈利空间，给公司带来盈利水平波动的风险。

**项目建设不及预期风险：**由于电力行业是资本密集型行业，公司投资在建的项目具有投资额较大、建设周期长等特点。在项目建设期间，如出现原材料价格、资金成本、劳动力成本上涨，或者遇到不可抗拒的自然灾害、意外事故或者政府政策、宏观经济政策的改变以及其他不可预见的困难或情况，都将导致在建项目总成本上升，建设期延长，使在建项目风险加大。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>66,138</b>	<b>92,471</b>	<b>63,768</b>	<b>92,696</b>	<b>75,853</b>
货币资金	13,872	16,350	14,161	6,002	22,640
应收及预付	38,515	48,036	33,191	59,332	35,819
存货	6,602	16,824	5,440	15,317	5,398
其他流动资产	7,148	11,260	10,976	12,046	11,996
<b>非流动资产</b>	<b>372,068</b>	<b>397,597</b>	<b>430,451</b>	<b>461,191</b>	<b>496,464</b>
长期股权投资	22,225	22,904	23,404	23,904	24,404
固定资产	243,702	266,133	309,588	345,984	383,321
在建工程	51,580	50,105	40,052	35,026	33,513
无形资产	14,091	14,189	14,339	14,409	14,559
其他长期资产	40,471	44,267	43,067	41,867	40,667
<b>资产总计</b>	<b>438,206</b>	<b>490,068</b>	<b>494,218</b>	<b>553,887</b>	<b>572,316</b>
<b>流动负债</b>	<b>154,048</b>	<b>186,398</b>	<b>161,615</b>	<b>179,997</b>	<b>156,243</b>
短期借款	66,311	91,897	83,897	81,897	80,897
应付及预收	15,778	25,774	10,064	29,886	8,420
其他流动负债	71,959	68,727	67,655	68,215	66,926
<b>非流动负债</b>	<b>142,682</b>	<b>179,778</b>	<b>204,778</b>	<b>234,778</b>	<b>262,778</b>
长期借款	112,077	136,858	156,858	181,858	206,858
应付债券	20,382	29,397	34,397	39,397	42,397
其他非流动负债	10,223	13,524	13,524	13,524	13,524
<b>负债合计</b>	<b>296,730</b>	<b>366,176</b>	<b>366,393</b>	<b>414,775</b>	<b>419,021</b>
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	18,552	17,643	17,643	17,643	17,643
留存收益	39,435	24,200	27,386	36,528	48,017
归属母公司股东权益	121,699	105,256	108,442	117,584	129,073
少数股东权益	19,777	18,636	19,384	21,528	24,223
<b>负债和股东权益</b>	<b>438,206</b>	<b>490,068</b>	<b>494,218</b>	<b>553,887</b>	<b>572,316</b>

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>169,439</b>	<b>204,605</b>	<b>224,258</b>	<b>233,392</b>	<b>238,362</b>
营业成本	139,881	205,281	200,735	197,398	197,002
营业税金及附加	1,795	1,686	1,794	2,334	2,384
销售费用	148	193	224	233	238
管理费用	4,946	5,594	6,055	7,002	7,151
研发费用	668	1,325	1,121	1,167	1,192
财务费用	8,836	8,550	10,530	11,539	12,799
资产减值损失	-6,114	-89	-2,240	-2,140	-2,190
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	1,694	822	1,346	1,867	1,907
<b>营业利润</b>	<b>9,628</b>	<b>-14,802</b>	<b>5,657</b>	<b>16,207</b>	<b>20,129</b>
营业外收支	-814	525	-38	-83	134
<b>利润总额</b>	<b>8,814</b>	<b>-14,277</b>	<b>5,619</b>	<b>16,123</b>	<b>20,263</b>
所得税	3,110	-1,604	1,686	4,837	6,079
<b>净利润</b>	<b>5,704</b>	<b>-12,673</b>	<b>3,933</b>	<b>11,286</b>	<b>14,184</b>
少数股东损益	1,139	-2,409	747	2,144	2,695
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,565</b>	<b>-10,264</b>	<b>3,186</b>	<b>9,142</b>	<b>11,489</b>
EBITDA	44,106	14,228	41,548	54,692	62,381
EPS (元)	0.29	-0.65	0.20	0.58	0.73

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>42,050</b>	<b>6,033</b>	<b>49,646</b>	<b>33,200</b>	<b>66,989</b>
净利润	5,704	-12,673	3,933	11,286	14,184
折旧摊销	21,303	21,682	24,927	27,060	29,557
营运资金变动	731	-7,902	9,671	-16,756	10,672
其它	14,312	4,926	11,115	11,610	12,576
<b>投资活动现金流</b>	<b>-42,067</b>	<b>-42,657</b>	<b>-58,142</b>	<b>-57,679</b>	<b>-64,492</b>
资本支出	-42,213	-42,969	-59,958	-60,016	-66,869
投资变动	-874	-452	470	470	470
其他	1,020	765	1,346	1,867	1,907
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,519</b>	<b>39,767</b>	<b>6,307</b>	<b>16,319</b>	<b>14,141</b>
银行借款	168,678	201,881	12,000	23,000	24,000
股权融资	26,613	1,877	0	0	0
其他	-193,771	-163,991	-5,693	-6,681	-9,859
<b>现金净增加额</b>	<b>763</b>	<b>2,297</b>	<b>-2,189</b>	<b>-8,160</b>	<b>16,638</b>
期初现金余额	12,495	13,258	15,555	13,366	5,206
期末现金余额	13,258	15,555	13,366	5,206	21,844

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-2.4%	20.8%	9.6%	4.1%	2.1%
营业利润增长	114.5%	-253.7%	-	186.5%	24.2%
归母净利润增长	191.5%	-324.8%	-	186.9%	25.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.4%	-0.3%	10.5%	15.4%	17.4%
净利率	3.4%	-6.2%	1.8%	4.8%	6.0%
ROE	3.8%	-9.8%	2.9%	7.8%	8.9%
ROIC	3.9%	-1.6%	2.7%	4.1%	4.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.7%	74.7%	74.1%	74.9%	73.2%
净负债比率	209.7%	295.6%	286.6%	298.2%	273.3%
流动比率	0.43	0.50	0.39	0.51	0.49
速动比率	0.35	0.35	0.29	0.37	0.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.39	0.42	0.45	0.42	0.42
应收账款周转率	5.92	5.13	11.22	4.52	10.84
存货周转率	25.66	12.16	41.23	15.24	44.16
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.29	-0.65	0.20	0.58	0.73
每股经营现金流	3	0	3	2	4
每股净资产	7.75	6.70	6.91	7.49	8.22
<b>估值比率</b>					
P/E	15.41	-	34.59	12.05	9.59
P/B	0.58	1.45	1.02	0.94	0.85
EV/EBITDA	6.65	29.87	9.68	8.02	7.19

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。