

华能国际 (600011.SH)

高煤价拖累业绩，新能源盈利持续提升

买入

核心观点

煤价维持高位，前三季度业绩大幅亏损。2022 年前三季度，公司实现营业收入 1839 亿元 (+26.59%)。受燃煤采购价格同比大幅上涨及电量下滑影响，公司前三季度业绩亏损，归属于母公司股东净利润为-39.4 亿元 (-477%)，每股收益为-0.35 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 507.01 元/兆瓦时 (+21.32%)。

燃料成本环比有所下降，亏损幅度收窄。2022Q3 公司单季度归母净利润-9.34 亿元，环比 2022Q2 归母净利-20.52 亿元，亏损额度有所收窄，主要得益于燃煤成本下降及电量增长。

新能源装机占比持续提升，贡献主要盈利。2022 年前三季度，公司新增风电/光伏装机 2.2/1.5GW。截至 2022Q3 末，公司控股装机风电 12.7GW，光伏 4.8GW，风电光伏占比提升至 14.2%。我们测算 2022 年前三季度新能源贡献归母净利约 47 亿元，2022Q3 单季度贡献约 13 亿元。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、绿电交易推进，公司利润结构将持续优化。

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)。国家政策大力推动煤炭保供调价，“3 个 100%”政策落地，煤炭新长协换改签完成，预计公司煤炭燃料成本压力将有所缓解。同时，煤电市场化交易电价上浮，助力公司对冲燃料成本压力。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑。

投资建议：下调盈利预测，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 2414、2499、2578 亿元（原值 2319、2404、2481 亿元），同比增长 18%、4%、3%；归母净利润分别为-46.5、109.3、145.2 亿元（原值 31、112、147 亿元）；EPS 为-0.30、0.70、0.92 元。预计 2023 年新能源贡献 78.5 亿元，火电及其他贡献业绩为 23.6 亿元。给予新能源 16-17 倍 PE 估值，火电及其他 9-10 倍 PE 估值，公司合理市值为 1398-1570 亿元，对应 8.90-10.00 元/股，较目前股价有 9%~22%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	241,362	249,896	257,763
(+/-%)	-2.3%	20.8%	18.0%	3.5%	3.1%
净利润(百万元)	4565	-10264	-4653.29	10930.71	14516.79
(+/-%)	170.7%	-324.8%	—	-334.9%	32.8%
每股收益(元)	0.29	-0.65	-0.30	0.70	0.92
EBIT Margin	13.6%	-3.6%	0.1%	8.9%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	3.8%	-9.8%	-4.6%	10.3%	12.8%
市盈率 (PE)	21.9	-9.8	-21.5	9.2	6.9
EV/EBITDA	9.1	33.3	21.4	11.2	10.0
市净率 (PB)	0.82	0.95	1.00	0.94	0.88

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

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	8.90 - 10.00 元
收盘价	8.17 元
总市值/流通市值	128253/128253 百万元
52 周最高价/最低价	10.50/5.51 元
近 3 个月日均成交额	715.44 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》——2022-07-27

《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

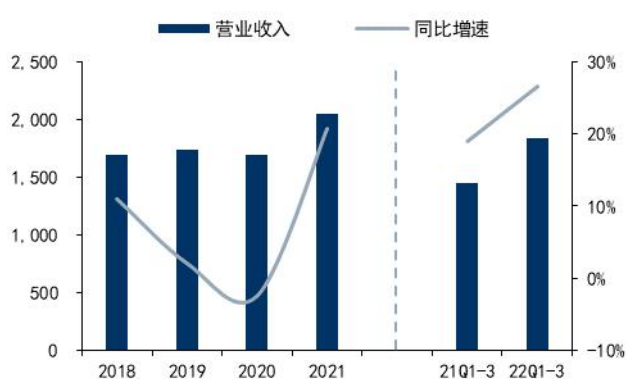
《华能国际-600011-2019 年季报点评：毛利率提升显著，业绩超市场预期》——2019-04-29

煤价维持高位,前三季度业绩大幅亏损。2022 年前三季度,公司实现营业收入 1839 亿元 (+26.59%)。受燃煤采购价格同比大幅上涨及电量下滑影响,公司前三季度业绩亏损,归属于母公司股东净利润为-39.4 亿元 (-477%),每股收益为-0.35 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 507.01 元/兆瓦时(+21.32%)。

2022 年前三季度,公司上网电量 3201 亿千瓦时 (-1.15%)。其中,煤电 2755 亿千瓦时 (-3.32%)、燃机 193 亿千瓦时 (-5.42%)、风电 196 亿千瓦时 (+32.70%)、光伏 45.4 亿千瓦时(+74.43%)、水电 7.5 亿千瓦时(+0.63%)、生物质 4.9 亿千瓦时(+12.22%)。

燃料成本环比有所下降,亏损幅度收窄。2022Q3 公司单季度归母净利润-9.34 亿元,环比 2022Q2 归母净利-20.52 亿元,亏损额度有所收窄,主要得益于燃煤成本下降及电量增长。2022Q3 单季度,公司上网电量 1236 亿千瓦时 (+6.89%)。其中,煤电 1081 亿千瓦时(+5.03%)、燃机 74 亿千瓦时(+6.57%)、风电 59 亿千瓦时(+37.90%)、光伏 18.1 亿千瓦时 (+82.23%)、水电 2.4 亿千瓦时 (-23.14%)、生物质 1.3 亿千瓦时 (-19.17%)。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



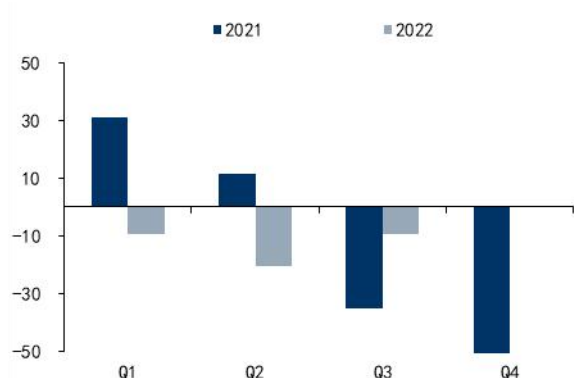
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 公司发电量情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源装机占比持续提升, 贡献主要盈利。2022 年前三季度, 公司新增风电/光

伏装机 2.2/1.5GW。截至 2022Q3 末，公司控股装机 122.6GW，其中风电 12.7GW，光伏 4.8GW。风电光装机占比提升至 14.2%。我们测算 2022 年前三季度新能源贡献归母净利约 47 亿元，2022Q3 单季度贡献约 13 亿元。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。

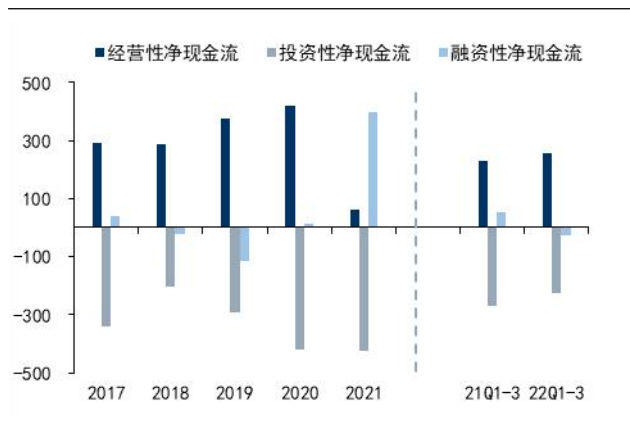
净利率大幅下滑拖累 ROE，电价上涨增强经营现金流。2022 前三季度公司 ROE 为 -3.8%，同比下滑 4.2pct，主要由于净利率大幅下滑。2022 前三季度经营性净现金流 256 亿元，同比增长 12%，主要得益于电价上涨；维持较大在建风电、光伏项目投资，投资性现金净流出 223.7 亿元，同比下降 17%；融资净现金流-26 亿元。公司目前在建项目处于较高峰，对资金需求较大，提升盈利能力和现金流，是需要关注的问题。

图5：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6：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）。国家政策大力推动煤炭保供调价，“3 个 100%”政策落地，煤炭新长协换改签完成，预计公司煤炭燃料成本压力将有所缓解。同时，煤电市场化交易电价上浮，助力公司对冲燃料成本压力。

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 2414、2499、2578 亿元（原值 2319、2404、2481 亿元），同比增长 18%、4%、3%；归母净利润分别为-46.5、109.3、145.2 亿元（原值 31、112、147 亿元）；EPS 为-0.30、0.70、0.92 元。预计 2023 年新能源贡献 78.5 亿元，火电及其他贡献业绩为 23.6 亿元。给予新能源 16-17 倍 PE 估值，火电及其他 9-10 倍 PE 估值，公司合理市值为 1398-1570 亿元，对应每股合理价值为 8.90-10.00 元，较目前股价有 9%~22%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 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600011.SH	华能国际	8.17	1,405	-0.65	-0.30	0.70	0.92	-9.76	-21.52	9.16	6.90	-10%	-0.39	买入

0836. HK	华润电力	13.38	644	0.33	1.72	2.16	2.57	40.55	7.78	6.19	5.21	2%	0.02	买入
2380. HK	中国电力	2.74	309	-0.09	0.25	0.37	0.50	-32.00	11.10	7.37	5.44	-1%	0.03	买入
600905. SH	三峡能源	5.88	1683	0.20	0.31	0.37	0.42	29.4	19.0	15.9	14.0	8%	0.63	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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	13872	16350	15615	20953	26802	营业收入	169439	204605	241362	249896	257763
应收款项	39058	46921	51984	54695	57351	营业成本	139881	205281	232793	219021	220942
存货净额	6602	16824	15076	14125	15274	营业税金及附加	1795	1686	1989	2060	2124
其他流动资产	6127	11825	9982	11271	12394	销售费用	148	193	227	236	243
流动资产合计	66138	92471	93538	102454	114077	管理费用	5271	5943	7149	6424	7044
固定资产	295409	316505	351192	368248	389062	财务费用	8836	8550	10053	10962	11788
无形资产及其他	14091	14189	14286	14384	14481	投资收益	1694	822	822	822	822
投资性房地产	40344	43999	43999	43999	43999	资产减值及公允价值变动	(6115)	(89)	(101)	(109)	(116)
长期股权投资	22225	22904	22904	22904	22904	其他收入	542	1514	3131	2118	2471
资产总计	438206	490068	525919	551989	584523	营业利润	9628	(14802)	(6997)	14025	18799
短期借款及交易性金融负债	100540	117156	117156	117156	117156	营业外净收支	(814)	525	525	525	525
应付款项	15778	25774	27618	26088	26278	利润总额	8814	(14277)	(6472)	14550	19323
其他流动负债	37730	43469	58222	53612	51309	所得税费用	3110	(1604)	(727)	1164	1546
流动负债合计	154048	186398	202995	196856	194742	少数股东损益	1139	(2409)	(1092)	2455	3260
长期借款及应付债券	132460	166255	191035	215815	240596	归属于母公司净利润	4565	(10264)	(4653)	10931	14517
其他长期负债	10223	13524	13524	13524	13524						
长期负债合计	142682	179778	204559	229339	254119	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	296730	366176	407554	426194	448862	净利润	4565	(10264)	(4653)	10931	14517
少数股东权益	19777	18636	17763	19727	22335	资产减值准备	323	(6026)	12	8	7
股东权益	121699	105256	100602	106068	113326	折旧摊销	20853	21351	23392	24588	26940
负债和股东权益总计	438206	490068	525919	551989	584523	公允价值变动损失	323	(6026)	12	8	7
						财务费用	8836	8550	10053	10962	11788
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(3902)	(8049)	15170	(9189)	(7041)
每股收益	0.29	(0.65)	(0.30)	0.70	0.92	其它	19888	15048	8345	12096	13567
每股红利	0.18	0.00	0.00	0.35	0.46	经营活动现金流	42050	6033	42277	38442	47998
每股净资产	7.75	6.70	6.41	6.76	7.22	(42667)					
ROIC	4%	-2%	-0%	5%	6%	资本开支	(43484)	(58232)	(41750)	(47859)	
ROE	4%	-10%	-5%	10%	13%	其它投资现金流	24	(72)	(330)	(529)	(846)
毛利率	17%	-0%	4%	12%	14%	投资活动现金流	(42067)	(42657)	(58563)	(42278)	(48704)
EBIT Margin	14%	-4%	0%	9%	11%	权益性融资	26613	1877	0	0	0
EBITDA Margin	26%	7%	10%	19%	21%	负债净变化	(3287)	24780	24780	24780	24780
收入增长	-2%	21%	18%	4%	3%	支付股利、利息	(2826)	0	0	(5465)	(7258)
净利润增长率	171%	-325%	—	-335%	33%	其它融资现金流	(3121)	8523	0	0	0
资产负债率	72%	79%	81%	81%	81%	融资活动现金流	1519	39767	15550	9175	6556
息率	2.8%	0.0%	0.0%	5.5%	7.2%	现金净变动	565	2479	(736)	5339	5849
P/E	21.9	(9.8)	(21.5)	9.2	6.9	货币资金的期初余额	13306	13872	16350	15615	20953
P/B	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	13872	16350	15615	20953	26802
EV/EBITDA	9.1	33.3	21.4	11.2	10.0	企业自由现金流	0	(36707)	(19391)	(5877)	(2328)
						权益自由现金流	0	(3404)	(3535)	8818	11607

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