

买入

华能国际 (600011. SH)

业绩实现扭亏为盈，火电盈利仍有改善空间

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：黄秀杰
证券分析师：郑汉林

021-61761029
0755-81982169

◆ 公用事业 · 电力

huangxiujie@guosen. com. cn
zhenghanlin@guosen. com. cn

◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：S0980521060002
执证编码：S0980522090003

事项：

公司发布公告，预计 2023H1 实现归母净利润 57.5–67.5 亿元，同比实现扭亏为盈；预计实现扣非归母净利润 50–60 亿元。

国信环保公用观点：公司预计 2023 上半年实现归母净利润 57.5–67.5 亿元，业绩增长的主要原因在于：一是境内燃煤价格同比下降和电量同比增长的综合影响，二是公司新加坡业务利润同比大幅增长。当前，煤价仍处于低位，截至 2023 年 7 月 12 日，秦皇岛港动力煤（5500 大卡）平仓价为 715 元/吨；同时，截至 2023 年 7 月 14 日，广州港印尼煤（5500 大卡）库提价 909 元/吨。煤价维持低位将有助于公司火电盈利进一步提升，公司火电业绩仍有改善空间。新能源方面，公司新能源装机规模持续增加，2023H1，公司新增风电、光伏装机容量分别为 408.6、2497.49MW，新能源装机增加助力业绩提升。由于煤价下降超预期，上调盈利预测，预计 2023–2025 年公司归母净利润分别为 125.2、141.3、162.9 亿元（原预测值分别为 105.5、130.5、149.4 亿元），EPS 为 0.80、0.90、1.04 元（原预测值分别为 0.67、0.83、0.95 元）。预计 2023 年新能源贡献 76.1 亿元，火电及其他贡献业绩为 49.1 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 1660–1785 亿元，对应每股合理价值为 10.57–11.37 元，较目前股价有 15%~24% 的溢价空间，维持“买入”评级。

评论：

◆ 煤价下行推动盈利修复，Q2 业绩环比显著改善

2023H1，公司预计实现归母净利润 57.5–67.5 亿元，同比实现扭亏为盈；预计实现扣非归母净利润 50–60 亿元。2023 年单二季度，公司预计实现归母净利润 35.0–45.0 亿元，同比实现扭亏为盈，环比增长 55.56%–100.00%。公司 2023 年业绩增长的主要原因在于：一是境内燃煤价格同比下降和电量同比增长的综合影响，二是公司新加坡业务利润同比大幅增长。

◆ 火电上网电量稳步增长，风光新能源上网电量大幅增加

2023H1，公司境内电厂按合并报表口径完成上网电量 2111.48 亿千瓦时（7.43%），其中，煤机 1760.16 亿千瓦时（5.19%），燃机 128.67 亿千瓦时（+8.71%），风电 167.77 亿千瓦时（+21.92%），光伏 47.05 亿千瓦时（+72.04%），水电 3.27 亿千瓦时（-35.83%），生物发电 4.55 亿千瓦时（+24.66%）。2023H1，受经济复苏和高温天气影响，全社会用电量增加；同时来水不足造成全国水电发电量降幅较大；公司合理安排火电机组运行方式和检修工作，发挥顶峰保供作用，火电发电量同比增长较多。同时，公司风电和光伏装机容量持续增长，新能源发电量增幅较大。

◆ 新能源装机规模持续增长

2023H1，公司新增装机容量 4051.09MW，其中火电 1145MW，风电 408.6MW，光伏 2497.49MW。截至 2023H1，公司可控发电装机容量 129995MW，同比增长+6.38%，新能源装机占比 26.71%，较 2022 年末提升 0.67pct。根据公司发展规划，十四五期间新增新能源装机 40GW，预计 2023–2025 年公司风光新能源装机规模将快速增长。随着新能源装机提升、绿电交易和碳交易推进，公司利润结构将持续优化。

图1: 公司境内电厂按合并报表口径上网电量 (亿千瓦时)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 公司可控发电装机容量 (GW)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 煤价维持低位，公司业绩仍有改善空间

受益于煤价下行和电价上涨，2023年上半年公司火电盈利显著改善。当前，煤价仍处于低位，截至2023年7月12日，秦皇岛港动力煤（5500大卡）平仓价为715元/吨；同时，截至2023年7月14日，广州港印尼煤（5500大卡）库提价909元/吨。整体而言，煤价维持低位将有助于公司火电盈利进一步提升，公司火电业绩仍有改善空间。

◆ 加快新能源建设，带来业绩新增量

“十四五”期间，公司持续推进新能源项目建设，未来随着光伏产业链上游降价和风机降价，公司将加快风光项目建设，预计未来公司新能源项目有望加快落地，完成公司“十四五”规划的新增40GW装机容量的目标。新能源项目投运将成为公司业绩增长的重要驱动力，保障未来公司业绩稳步增长。

◆ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

由于煤价下降超预期，上调盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为125.2、141.3、162.9亿元（原预测值分别为105.5、130.5、149.4亿元），EPS为0.80、0.90、1.04元（原预测值分别为0.67、0.83、0.95元）。预计2023年新能源贡献76.1亿元，火电及其他贡献业绩为49.1亿元。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1660-1785亿元，对应每股合理价值为10.57-11.37元，较目前股价有15%~24%的溢价空间，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

煤价上行，装机增长不及预期，组件价格下降不及预期，电价下调，市场竞争加剧。

《华能国际（600011.SH）-盈利改善落地，新能源业绩大幅增长》——2023-04-27

《华能国际（600011.SH）-火电盈利有望持续改善，新能源将加快发展》——2023-03-23

《华能国际（600011.SH）-高煤价拖累业绩，新能源盈利持续提升》——2022-10-26

《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16350	17176	25641	19351	16304	营业收入	204605	246725	250343	258113	266406
应收款项	46921	45099	47400	50048	52739	营业成本	205281	239221	217041	216527	221453
存货净额	16824	12702	13110	13779	12802	营业税金及附加	1686	1442	1464	1509	1558
其他流动资产	11825	10984	11555	12774	12447	销售费用	193	180	183	188	195
流动资产合计	92471	86722	98925	97902	97412	管理费用	5943	6062	5936	6985	7179
固定资产	316505	332704	350742	373439	403705	财务费用	8550	9487	10289	10840	11561
无形资产及其他	14189	14699	15202	15705	16208	投资收益	822	1077	1177	577	977
投资性房地产	43999	44583	44583	44583	44583	资产减值及公允价值变动	(89)	(2732)	(32)	(2732)	(1932)
长期股权投资	22904	23898	23898	23898	23898	其他收入	1514	912	2681	2475	2400
资产总计	490068	502606	533350	555527	585806	营业利润	(14802)	(10411)	19256	22384	25906
短期借款及交易性金融负债	117156	104517	104517	104517	106282	营业外净收支	525	708	708	708	708
应付款项	25774	24368	24551	24013	23541	利润总额	(14277)	(9703)	19964	23092	26614
其他流动负债	43469	42449	47491	43184	43287	所得税费用	(1604)	382	1897	2540	2927
流动负债合计	186398	171333	176559	171714	173110	少数股东损益	(2409)	(2698)	5551	6421	7400
长期借款及应付债券	166255	190740	205559	220379	235199	归属于母公司净利润	(10264)	(7387)	12517	14131	16286
其他长期负债	13524	13989	13989	13989	13989	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	179778	204729	219548	234368	249188	净利润	(10264)	(7387)	12517	14131	16286
负债合计	366176	376062	396107	406082	422298	资产减值准备	(6026)	2643	293	232	259
少数股东权益	18636	18009	22449	27586	33506	折旧摊销	21351	23348	25485	27436	29581
股东权益	105256	108535	114794	121859	130003	公允价值变动损失	(6026)	2643	293	232	259
负债和股东权益总计	490068	502606	533350	555527	585806	财务费用	8550	9487	10289	10840	11561
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(8049)	4355	1994	(9381)	(1756)
每股收益	(0.65)	(0.47)	0.80	0.90	1.04	其它	15048	6918	13260	15167	16245
每股红利	0.00	0.00	0.40	0.45	0.52	经营活动现金流	6033	32520	53842	47819	60874
每股净资产	6.70	6.91	7.31	7.76	8.28	资本开支	(43484)	(40726)	(44369)	(50869)	(60609)
ROIC	-2%	0%	6%	7%	7%	其它投资现金流	(72)	(211)	(457)	(731)	(1170)
ROE	-10%	-7%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(42657)	(39971)	(44826)	(51600)	(61779)
毛利率	-0%	3%	13%	16%	17%	权益性融资	1877	25867	0	0	0
EBIT Margin	-4%	0%	11%	13%	14%	负债净变化	24780	14820	14820	14820	14820
EBITDA Margin	7%	10%	21%	24%	25%	支付股利、利息	0	0	(6258)	(7066)	(8143)
收入增长	21%	21%	1%	3%	3%	其它融资现金流	8523	(34435)	0	0	1765
净利润增长率	-325%	-28%	-269%	13%	15%	融资活动现金流	39767	7973	(551)	(2509)	(2142)
资产负债率	79%	78%	78%	78%	78%	现金净变动	2479	825	8465	(6290)	(3047)
息率	0.0%	0.0%	6.2%	7.1%	8.1%	货币资金的期初余额	13872	16350	17176	25641	19351
P/E	(9.8)	(13.6)	8.0	7.1	6.1	货币资金的期末余额	16350	17176	25641	19351	16304
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	(12397)	7078	(3032)	(294)
EV/EBITDA	33.3	19.9	9.5	8.3	7.9	权益自由现金流	0	(32012)	12586	2140	6001

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 ±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 ±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提供。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