

华能国际（600011.SH）

火电盈利持续修复，新能源业绩稳步增长

买入

核心观点

火电扭亏为盈，风电光伏板块利润总额大幅增长。2023H1，公司实现营业收入 1260.32 亿元（+7.84%），归母净利润 63.08 亿元（+309.67%），主要系煤价同比下降和电价同比上涨，叠加公司新加坡业务利润同比大幅增长因素影响所致。分板块来看，2023H1，公司境内燃煤板块利润总额 5.93 亿元（+106.55%），风电/光伏利润总额分别为 40.24/10.02 亿元，分别同比增长 17.50%、89.55%。2023 年 H1，公司新增装机容量 4.05GW，其中风电 0.41GW，光伏装机 2.50GW。

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，平均上网结算电价 515.23 元/兆瓦时（+1.89%）。

煤价维持低位，火电盈利仍有改善空间。预计 2023 年 Q3 国内迎峰度夏期间将部分释放煤炭库存，煤价或逐步企稳，但预计仍维持合理水平。截至 2023 年 7 月 19 日，秦皇岛港动力煤（5500 大卡）平仓价为 715 元/吨，广州港印尼煤（5500 大卡）库提价 920 元/吨，煤价维持低位将有助于公司火电盈利进一步提升。

新能源装机占比持续提升，未来有望驱动公司业绩稳步增长。截至 2023 年 H1，公司控股装机容量 130.00GW，同比增长 6.38%，其中风电 13.89GW，光伏 8.77GW。新能源装机占比 17.43%，较 2022 年末提升 1.78pct。随着光伏产业链上游维持降价趋势，公司将提升光伏项目建设进度，预计未来公司新能源项目有望持续落地，成为公司业绩增长的驱动力。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价上涨；电价下滑。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 125.2、141.3、162.9 亿元，EPS 为 0.80、0.90、1.04 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 22%~32%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	204,605	246,725	250,343	258,113	266,406
(+/-%)	20.8%	20.6%	1.5%	3.1%	3.2%
净利润(百万元)	-10264	-7387	12517	14131	16286
(+/-%)	-324.8%	-28.0%	-269.4%	12.9%	15.2%
每股收益(元)	-0.65	-0.47	0.80	0.90	1.04
EBIT Margin	-3.6%	0.2%	10.6%	13.0%	13.7%
净资产收益率(ROE)	-9.8%	-6.8%	10.9%	11.6%	12.5%
市盈率(PE)	-9.8	-13.6	8.0	7.1	6.1
EV/EBITDA	33.3	19.9	9.5	8.3	7.9
市净率(PB)	0.95	0.92	0.87	0.82	0.77

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

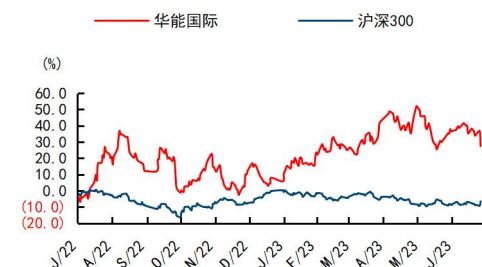
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.57 - 11.37 元
收盘价	8.63 元
总市值/流通市值	135475/135475 百万元
52 周最高价/最低价	10.55/6.26 元
近 3 个月日均成交额	676.67 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）-业绩实现扭亏为盈，火电盈利仍有改善空间》——2023-07-16

《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

煤价下行推动盈利修复，2023H1 业绩同比显著改善。2023H1，公司实现营业收入 1260.32 亿元（+7.84%），归母净利润 63.08 亿元（+309.67%），扣非归母净利润 55.71 亿元（+245.32%）。2023 年第二季度，公司实现营业收入 607.63 亿元，环比下降 6.90%；实现归母净利润 40.58 亿元，环比增长 80.33%。公司业绩显著改善的原因在于：一是煤价同比下降和电价同比上涨，2023H1，公司累计入炉除税标煤单价 1137.76 元/吨（-10.49%），境内各运行电厂平均上网结算电价为 515.23 元/MWh（+1.89%）；二是公司新加坡业务利润同比大幅增长，2023H1，公司境外子公司中新电力实现净利润 23.90 亿元（+287.82%）。

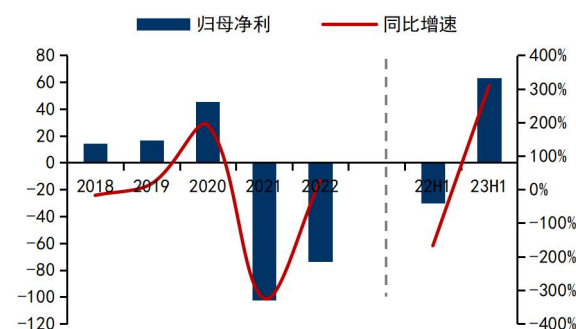
火电扭亏为盈，风电光伏板块利润总额大幅增长。分板块利润总额来看，2023H1，公司燃煤板块利润总额 5.93 亿元（+106.55%），燃机板块利润总额 3.51 亿元（+3.17%），风电板块利润总额 40.24 亿元（+17.50%），光伏板块利润总额 10.02 亿元（+89.55%），水电板块利润总额 0.01 亿元（-97.39%），生物质板块利润总额 -0.03 亿元（+89.28%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



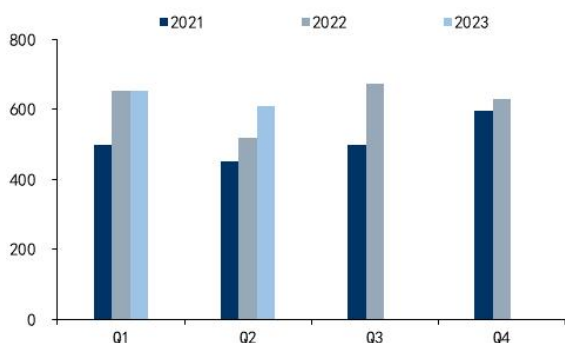
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利及增速（单位：亿元）



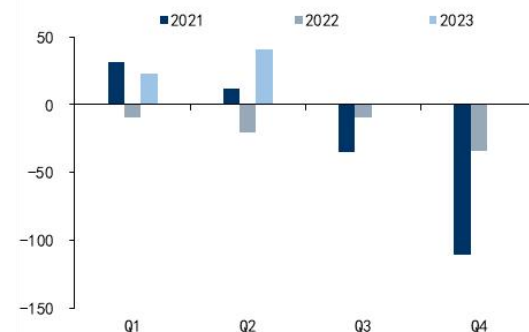
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

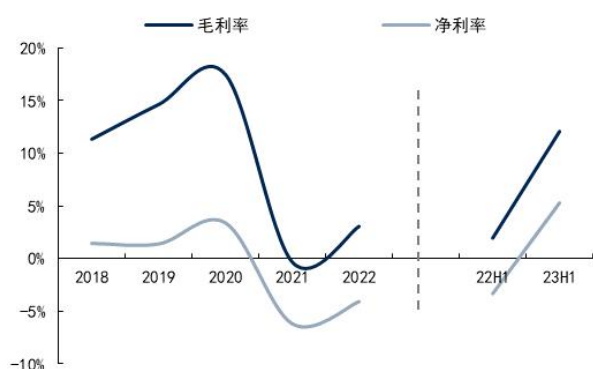
火电上网电量稳步增长，风光新能源上网电量大幅增加。2023H1，公司境内电厂按合并报表口径完成上网电量 2111.48 亿千瓦时（+7.43%），其中，煤机 1760.16 亿千瓦时（+5.19%），燃机 128.67 亿千瓦时（+8.71%），风电 167.77 亿千瓦时

(+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。

毛利率提高，费用率水平有所下降，净利率转正。得益于煤价同比下降和电价同比提高，2023H1 公司毛利率为 12.04%，同比增加 10.10pct。费用率方面，公司财务费用率水平下降显著，降低 0.67pct，管理费用率略微提高 0.08pct。由于毛利率提升和费用率水平下降，2023H1 公司净利率为 5.25%，增加 8.59pct。

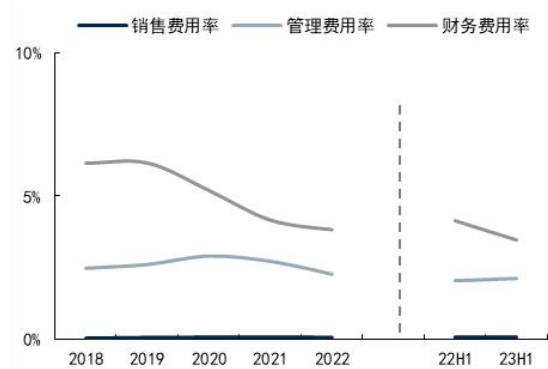
ROE 大幅回升，经营现金流有所下降。2023H1，公司 ROE 为 9.90%，同比增加 17.25pct，主要由于净利率实现转正。2023H1，经营性净现金流 137.60 亿元 (-31.50%)，主要由于经营扭亏增利，收到的以前年度可再生能源补贴和增值税留抵退税同比减少，以及存货占用资金同比增加的影响；公司上半年大中型基建支出同比增加，投资性现金净流出 211.58 亿元 (+40.88%)；融资性现金净流入 74.44 亿元 (+236.11%)，主要由于本期发行债券、其他权益工具等的净融资金额同比增加影响所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



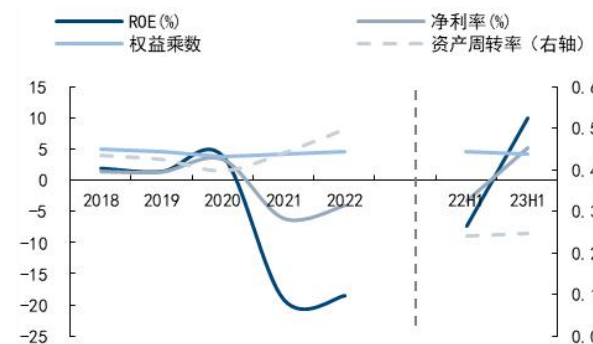
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

煤价维持低位，火电盈利仍有改善空间。2023 年上半年，国内煤炭供应保持高位水平，进口煤供应量同比大幅增长，非电用煤需求不及预期，库存处于历史高位水平，煤炭供需关系从紧平衡向宽松转变，煤炭价格波动下行。预计 2023 年 Q3 国内迎峰度夏期间将部分释放下游煤炭库存，煤价或逐步企稳，但预计仍维持合理水平。截至 2023 年 7 月 19 日，秦皇岛港动力煤（5500 大卡）平仓价为 715 元/吨，广州港印尼煤（5500 大卡）库提价 920 元/吨，均维持较低水平。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。

新能源装机占比持续提升，未来有望驱动公司业绩稳步增长。2023 年 H1，公司新增并网可控发电装机容量 4.05GW，其中风电 0.41GW，光伏装机 2.50GW。截至 2023 年 H1，公司控股装机容量 130.00GW，同比增长 6.38%，其中风电 13.89GW，光伏 8.77GW。新能源装机占比 17.43%，较 2022 年末提升 1.78pct。随着光伏产业链上游维持降价趋势，公司将提升光伏项目建设进度，预计未来公司新能源项目有望加快落地。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：维持盈利预测，预计 2023–2025 年公司归母净利润分别为 125.2、141.3、162.9 亿元，EPS 为 0.80、0.90、1.04 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 22%~32%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 (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600027.SH	华电国际	5.76	589	0.01	0.51	0.6	0.66	576.00	11.29	9.60	8.73	0.2%	1.7	买入
600795.SH	国电电力	3.64	649	0.16	0.41	0.49	0.57	22.75	8.88	7.43	6.39	6.3%	0.2	买入
600905.SH	三峡能源	5.33	1526	0.25	0.32	0.38	0.44	21.32	16.66	14.03	12.11	9.3%	0.8	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：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						
长期负债合计	179778	204729	219548	234368	249188	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	366176	376062	396107	406082	422298	净利润	(10264)	(7387)	12517	14131	16286
少数股东权益	18636	18009	22449	27586	33506	资产减值准备	(6026)	2643	293	232	259
股东权益	105256	108535	114794	121859	130003	折旧摊销	21351	23348	25485	27436	29581
负债和股东权益总计	490068	502606	533350	555527	585806	公允价值变动损失	(6026)	2643	293	232	259
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	8550	9487	10289	10840	11561
每股收益	(0.65)	(0.47)	0.80	0.90	1.04	营运资本变动	(8049)	4355	1994	(9381)	(1756)
每股红利	0.00	0.00	0.40	0.45	0.52	其它	15048	6918	13260	15167	16245
每股净资产	6.70	6.91	7.31	7.76	8.28	经营活动现金流	6033	32520	53842	47819	60874
ROIC	-2%	0%	6%	7%	7%	资本开支	(43484)	(40726)	(44369)	(50869)	(60609)
ROE	-10%	-7%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(72)	(211)	(457)	(731)	(1170)
毛利率	-0%	3%	13%	16%	17%	投资活动现金流	(42657)	(39971)	(44826)	(51600)	(61779)
EBIT Margin	-4%	0%	11%	13%	14%	权益性融资	1877	25867	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	21%	24%	25%	负债净变化	24780	14820	14820	14820	14820
收入增长	21%	21%	1%	3%	3%	支付股利、利息	0	0	(6258)	(7066)	(8143)
净利润增长率	-325%	-28%	-269%	13%	15%	其它融资现金流	8523	(34435)	0	0	1765
资产负债率	79%	78%	78%	78%	78%	融资活动现金流	39767	7973	(551)	(2509)	(2142)
息率	0.0%	0.0%	6.2%	7.1%	8.1%	现金净变动	2479	825	8465	(6290)	(3047)
P/E	(9.8)	(13.6)	8.0	7.1	6.1	货币资金的期初余额	13872	16350	17176	25641	19351
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	货币资金的期末余额	16350	17176	25641	19351	16304
EV/EBITDA	33.3	19.9	9.5	8.3	7.9	企业自由现金流	0	(12397)	7078	(3032)	(294)
						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 $\pm 10\%$ 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