



华能国际 (600011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

火电盈利继续改善,投资收益增厚利润

业绩简评

- 2023年10月24日晚间公司披露三季报, 1~3Q23 实现营收 1913.2 亿元, 同比+4.0%; 归母净利润 125.6 亿元, 同比+418.7%; 扣非归母净利润 93.95 亿元, 同比+285.5%。其中, Q3 实现营收 652.9 亿元, 同比-2.7%; 归母净利润 62.6 亿元, 同比+770.0%; 扣非归母净利润 38.2 亿元, 同比+410.9%。向华能水电转让华能四川公司 49%股权确认了投资收益。

经营分析

- 量: 公司 3Q23 实现上网电量 1262.3 亿千瓦时 (同比+2.1%), 其中煤电/气电上网分别为 1080.1/80.99 亿千瓦时 (分布同比-0.1%/+8.9%), 火电电量同比略增但增速环比下降主因: 迎峰度夏期间, 全国大范围高温天气持续时间较短、且来水增加, 火电定位转向顶峰保供及系统调节作用。
- 价: 市场煤价下行、长协煤履约好转的利好下, 煤机度电利润总额进一步回升至 0.026 元/KWh, 逐渐回归合理盈利水平; 而燃料价格下行、Q3 来水同比改善、省间现货市场价格帽调整、新能源电量占比提升等因素综合对平均电价带来不利影响。
- 风光装机扩大驱动转型。3Q23 公司新增风电/光伏装机分别为 60.7 万千瓦、91.2 万千瓦, 3Q23 风电/光伏上网电量分别为 63.3 亿千瓦时 (同比+8.1%)、33.2 亿千瓦时 (同比+83.7%)。根据公司规划, 全年预计新增风光装机共 8GW, 则预计相比 22 年同比+32.1%。

盈利预测、估值与评级

- 随着火电盈利持续修复、绿电装机兑现, 驱动公司业绩增长, 预计公司 2023~2025 年分别实现归母净利润 159.8/164.4/185.3 亿元, EPS 分别为 1.02/1.05/1.18 元, 对应 PE 分别为 7 倍、7 倍和 6 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 各类电源装机及电量不及规划预期、煤价下跌不及预期、电价下跌超预期风险等。

国金证券研究所

分析师: 许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

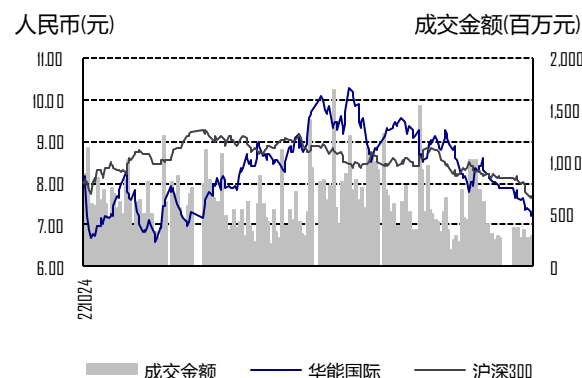
联系人: 张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 7.20 元

相关报告:

1. 《华能国际公司点评: 业绩如期释放, Q3 基本面继续稳固》, 2023.7.26
2. 《华能国际公司点评: 盈利改善已兑现, Q2 电量恢复可期》, 2023.4.26
3. 《华能国际公司点评: 至暗时刻将过, 关注盈利实质性改善》, 2023.3.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	204,605	246,725	261,352	265,743	280,367
营业收入增长率	20.75%	20.59%	5.93%	1.68%	5.50%
归母净利润(百万元)	-10,264	-7,387	15,979	16,442	18,534
归母净利润增长率	-324.85%	-28.03%	N/A	2.90%	12.72%
摊薄每股收益(元)	-0.654	-0.471	1.018	1.047	1.181
每股经营性现金流净额	0.38	2.07	2.62	3.63	4.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	-9.75%	-6.81%	11.31%	10.53%	10.75%
P/E	-11.01	-15.30	7.07	6.87	6.10
P/B	1.07	1.04	0.80	0.72	0.66

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	169,439	204,605	246,725	261,352	265,743	280,367
增长率	20.8%	20.6%	5.9%	1.7%	5.5%	
主营业务成本	-139,881	-205,281	-239,221	-224,554	-226,061	-236,674
%销售收入	82.6%	100.3%	97.0%	85.9%	85.1%	84.4%
毛利	29,558	-676	7,504	36,798	39,683	43,693
%销售收入	17.4%	n.a	3.0%	14.1%	14.9%	15.6%
营业税金及附加	-1,795	-1,686	-1,442	-1,516	-1,541	-1,626
%销售收入	1.1%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-148	-193	-180	-235	-239	-252
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-4,946	-5,594	-5,637	-5,645	-5,740	-6,056
%销售收入	2.9%	2.7%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-668	-1,325	-1,608	-1,202	-1,222	-1,290
%销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	22,001	-9,474	-1,363	28,199	30,940	34,469
%销售收入	13.0%	n.a	n.a	10.8%	11.6%	12.3%
财务费用	-8,836	-8,550	-9,487	-12,219	-12,019	-12,152
%销售收入	5.2%	4.2%	3.8%	4.7%	4.5%	4.3%
资产减值损失	-6,234	-193	-2,780	-200	-150	-100
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	0
投资收益	1,652	822	1,077	3,525	1,500	1,500
%税前利润	18.7%	-5.8%	-11.1%	16.6%	6.8%	5.8%
营业利润	9,628	-14,802	-10,411	20,422	21,388	24,833
营业利润率	5.7%	n.a	n.a	7.8%	8.0%	8.9%
营业外收支	-814	525	708	802	818	834
税前利润	8,814	-14,277	-9,703	21,224	22,206	25,668
利润率	5.2%	n.a	n.a	8.1%	8.4%	9.2%
所得税	-3,110	1,604	-382	-4,245	-4,663	-5,904
所得税率	35.3%	n.a	n.a	20.0%	21.0%	23.0%
净利润	5,704	-12,673	-10,085	16,979	17,542	19,764
少数股东损益	1,139	-2,409	-2,698	1,000	1,100	1,230
归属于母公司的净利润	4,565	-10,264	-7,387	15,979	16,442	18,534
净利率	2.7%	n.a	n.a	6.1%	6.2%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,704	-12,673	-10,085	16,979	17,542	19,764
少数股东损益	1,139	-2,409	-2,698	1,000	1,100	1,230
非现金支出	27,536	21,875	26,694	26,177	29,866	34,176
非经营收益	8,078	4,733	7,968	9,551	9,963	10,085
营运资金变动	731	-7,902	7,943	-11,630	-345	-462
经营活动现金净流	42,050	6,033	32,520	41,077	57,027	63,563
资本开支	-42,213	-42,969	-40,278	-42,084	-50,535	-54,919
投资	-874	-452	-445	-283	-300	-300
其他	1,020	765	751	3,805	1,780	1,780
投资活动现金净流	-42,067	-42,657	-39,971	-38,563	-49,055	-53,439
股权募资	26,613	1,877	25,867	17,604	0	0
债权募资	-5,895	55,616	7,787	-5,448	6,933	6,147
其他	-16,699	-17,725	-16,681	-13,357	-13,937	-14,861
筹资活动现金净流	4,019	39,767	16,973	-1,200	-7,005	-8,714
现金净流量	3,263	2,297	9,962	1,314	967	1,410

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,872	16,350	17,176	16,921	16,787	17,425
应收款项	40,364	47,405	45,388	50,212	51,055	53,865
存货	6,602	16,824	12,702	12,920	13,006	13,617
其他流动资产	5,300	11,891	11,457	13,436	13,483	13,815
流动资产	66,138	92,471	86,722	93,488	94,332	98,722
%总资产	15.1%	18.9%	17.3%	17.8%	17.2%	17.2%
长期投资	33,824	33,530	34,055	34,058	34,078	34,098
固定资产	295,356	316,307	332,443	348,137	369,579	391,214
%总资产	67.4%	64.5%	66.1%	66.3%	67.5%	68.2%
无形资产	25,914	25,692	26,483	26,793	27,012	27,128
非流动资产	372,068	397,597	415,884	431,424	453,017	474,701
%总资产	84.9%	81.1%	82.7%	82.2%	82.8%	82.8%
资产总计	438,206	490,068	502,606	524,912	547,349	573,423
短期借款	100,540	117,156	104,517	91,931	88,747	84,905
应付款项	41,866	53,962	53,431	50,743	51,093	53,499
其他流动负债	11,642	15,280	13,385	11,298	11,581	12,462
流动负债	154,048	186,398	171,333	153,971	151,420	150,867
长期贷款	112,077	136,858	151,678	167,178	177,178	187,178
其他长期负债	30,605	42,920	53,051	43,420	42,437	41,654
负债	296,730	366,176	376,062	364,569	371,034	379,698
普通股股东权益	121,699	105,256	108,535	141,334	156,206	172,386
其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	31,248	16,013	6,703	21,897	36,770	52,949
少数股东权益	19,777	18,636	18,009	19,009	20,109	21,339
负债股东权益合计	438,206	490,068	502,606	524,912	547,349	573,423

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.291	-0.654	-0.471	1.018	1.047	1.181
每股净资产	7.752	6.705	6.914	9.003	9.951	10.981
每股经营现金净流	2.679	0.384	2.072	2.617	3.633	4.049
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.100	0.150
回报率						
净资产收益率	3.75%	-9.75%	-6.81%	11.31%	10.53%	10.75%
总资产收益率	1.04%	-2.09%	-1.47%	3.04%	3.00%	3.23%
投入资本收益率	3.79%	-2.06%	-0.34%	4.99%	5.15%	5.33%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.33%	20.75%	20.59%	5.93%	1.68%	5.50%
EBIT 增长率	17.38%	-143.06%	-85.61%	N/A	9.72%	11.41%
净利润增长率	170.68%	-324.85%	-28.03%	N/A	2.90%	12.72%
总资产增长率	5.95%	11.84%	2.56%	4.44%	4.27%	4.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.1	61.1	59.0	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	20.2	20.8	22.5	21.0	21.0	21.0
应付账款周转天数	35.4	33.1	33.4	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	525.0	474.8	428.0	424.1	445.3	449.7
偿债能力						
净负债/股东权益	154.81%	215.03%	219.71%	170.39%	158.89%	147.46%
EBIT 利息保障倍数	2.5	-1.1	-0.1	2.3	2.6	2.8
资产负债率	67.71%	74.72%	74.82%	69.45%	67.79%	66.22%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-14	买入	9.00	10.84~10.84
2	2022-10-26	买入	8.17	N/A
3	2023-03-22	买入	8.69	N/A
4	2023-04-26	买入	9.07	N/A
5	2023-07-26	买入	8.63	N/A

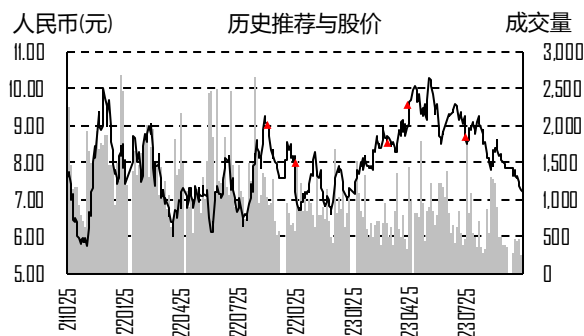
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究