

装机、电量、电价稳中有升，煤电盈利仍有提升空间

—华能国际 2023 年三季报点评

核心观点：

● 事件：

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 1913.22 亿元，同比增长 4.01%；实现归母净利润 125.64 亿元（扣非 93.95 亿元），同比增长 418.69%（扣非同比增长 285.54%）。23Q3 单季度实现营收 652.89 亿元，同比减少 2.67%；实现归母净利润 62.55 亿元（扣非 38.24 亿元），同比增长 770.02%（扣非同比增长 410.89%）。

● 煤价下行推动盈利持续改善，财报质量提升。

今年以来，煤价持续下行，公司盈利能力得到大幅提升：报告期公司毛利率、净利率分别为 12.86%、7.03%，同比+10.33pct、+10.01pct，期间费用率 6.24%，同比-0.19pct，ROE(加权)20.25%，同比+30.48pct。报告期，公司有 24.31 亿的非经常性收益，主要是转让四川公司（水电）49%股权实现 19.96 亿元投资收益。在业绩扭亏为盈背景下，公司负债率有所改善、经营现金流也得到大幅提升：报告期公司资产负债率 70.02%，同比-5.34pct。报告期公司经现净额 336.60 亿元，同比增加 31.57%。

● 装机、电量、电价稳中有升，煤电盈利仍有提升空间。

公司前三季度新增基建并网装机合计 5.57GW，其中火电/风电/光伏分别为 1.15/1.02/3.41GW，截止 9 月 30 日公司可控装机总计达到 131.51GW。报告期公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成上网电量 3373.80 亿千瓦时，同比增长 5.38%；平均上网结算电价为 0.51 元/千瓦时，同比上升 0.52%。从境内各电力板块利润总额口径，燃煤/燃机/风电/光伏分别为 34.36/7.02/46.90/18.24 亿元，同比分别增长 128.84%/89.76/6.06%/77.01%。虽然公司煤电业务实现扭亏，但相对 94GW 的装机，整体盈利水平仍处于较低水平，随着长协煤占比提升、市场煤价重心下移及电改推进等因素，公司煤电板块盈利水平仍有一定提升空间。

● 十四五新能源目标装机 40GW,23~25 年年均装机有望加速至 10GW。

华能集团规划到 2025 年新增新能源装机 80GW 以上，确保清洁能源装机占比 50%以上。公司目前煤电装机占比仍然较高，响应集团及国资委能源转型要求的积极性强，我们预计十四五期间公司新增新能源装机 40GW，年均新增 8GW 左右。2021-2022 年由于疫情以及光伏产业链价格过高等原因，新能源合计装机仅为 9GW。随着光伏上游价格大幅下降，我们预计 2023-2025 年新能源装机有望加速至年均 10GW 左右。

● 估值分析与评级说明：

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 135.14 亿元、159.89 亿元、183.43 亿元，对应 PE 分别为 8.4 倍、7.1 倍、6.2 倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示：

煤价超预期上涨；新能源开发进度不及预期；上网电价下调等。

华能国际(600011)

推荐

(维持)

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

严明

☎：010-80927667

✉：yanming-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan-yj@chinastock.com.cn

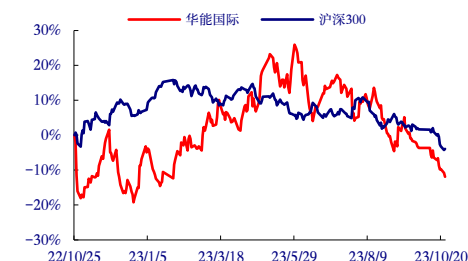
分析师登记编码：S0130523070002

市场数据

2023-10-24

股票代码	600011
A 股收盘价(元)	7.2
上证指数	2,962.24
总股本万股	1,569,809
实际流通 A 股万股	1,099,771
流通 A 股市值(亿元)	792

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保公用】公司点评_华能国际(600011)_煤电实现扭亏为盈，新能源装机明显加速

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	246724.79	258517.46	255942.28	258846.88
收入增长率%	20.31	4.78	-1.00	1.13
归母净利润(百万元)	-7387.12	13514.20	15989.08	18343.11
利润增速%	26.17	282.94	18.31	14.72
毛利率%	3.04	12.76	13.95	15.10
摊薄 EPS(元)	-0.47	0.86	1.02	1.17
PE	—	8.36	7.07	6.16
PB	1.04	0.81	0.72	0.65
PS	0.46	0.44	0.44	0.44

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：

（一）公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	86721.86	120685.46	123321.13	127979.33	营业收入	246724.79	258517.46	255942.28	258846.88
现金	17175.57	42610.98	46976.92	51911.31	营业成本	239220.71	225532.22	220230.66	219769.16
应收账款	39862.09	44912.34	44306.55	44364.64	营业税金及附加	1442.44	2197.40	2175.51	2200.20
其它应收款	2733.48	3460.49	3391.94	3348.15	营业费用	180.18	129.26	127.97	129.42
预付账款	6611.14	5156.94	5338.85	5351.15	管理费用	5636.68	6721.45	6398.56	6212.33
存货	12701.91	13915.31	13696.42	13298.62	财务费用	9486.72	9357.96	8141.41	8315.32
其他	7637.68	10629.40	9610.46	9705.46	资产减值损失	-2732.10	-1548.03	-1302.38	-1470.57
非流动资产	415884.12	435289.99	455967.28	479439.93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	23898.40	24882.17	25810.75	26760.71	投资净收益	1076.87	3685.00	2559.42	2588.47
固定资产	289311.62	308198.96	330394.44	355321.74	营业利润	-10410.70	18138.00	21532.90	24762.01
无形资产	14698.76	15010.08	15352.09	15711.84	营业外收入	952.34	800.00	1000.00	1200.00
其他	87975.35	87198.78	84410.00	81645.65	营业外支出	244.32	400.00	600.00	800.00
资产总计	502605.98	555975.45	579288.41	607419.26	利润总额	-9702.68	18538.00	21932.90	25162.01
流动负债	171333.35	187236.80	187810.15	189295.19	所得税	382.21	1853.80	2193.29	2516.20
短期借款	83573.50	87805.70	91411.66	93238.17	净利润	-10084.89	16684.20	19739.61	22645.81
应付账款	21101.77	22144.10	21327.45	21065.12	少数股东损益	-2697.77	3170.00	3750.53	4302.70
其他	66658.08	77287.00	75071.04	74991.90	归属母公司净利润	-7387.12	13514.20	15989.08	18343.11
非流动负债	204728.58	207252.69	210252.69	214252.69	EBITDA	24461.31	53307.68	57406.58	62913.95
长期借款	151677.53	153677.53	156677.53	160677.53	EPS（元）	-0.47	0.86	1.02	1.17
其他	53051.06	53575.17	53575.17	53575.17					
负债合计	376061.93	394489.50	398062.84	403547.88	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	18008.57	21178.57	24929.10	29231.80	营业收入	20.31%	4.78%	-1.00%	1.13%
归属母公司股东权益	108535.48	140307.39	156296.47	174639.58	营业利润	28.42%	274.22%	18.72%	15.00%
负债和股东权益	502605.98	555975.45	579288.41	607419.26	归属母公司净利润	26.17%	282.94%	18.31%	14.72%
					毛利率	3.04%	12.76%	13.95%	15.10%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	-2.99%	5.23%	6.25%	7.09%
经营活动现金流	32519.55	45426.11	52168.13	58766.66	ROE	-6.81%	9.63%	10.23%	10.50%
净利润	-10084.89	16684.20	19739.61	22645.81	ROIC	0.13%	5.26%	5.38%	5.67%
折旧摊销	23913.29	25411.72	27332.27	29436.62	资产负债率	74.82%	70.95%	68.72%	66.44%
财务费用	9707.88	9529.71	8567.52	8785.09	净负债比率	297.18%	244.29%	219.65%	197.94%
投资损失	-1076.87	-3685.00	-2559.42	-2588.47	流动比率	0.51	0.64	0.66	0.68
营运资金变动	7943.23	-4437.65	-1302.34	-65.27	速动比率	0.37	0.52	0.53	0.55
其它	2116.91	1923.13	390.50	552.88	总资产周转率	0.50	0.49	0.45	0.44
投资活动现金流	-39971.36	-43022.92	-45840.63	-50873.68	应收帐款周转率	6.19	6.10	5.74	5.84
资本支出	-40277.77	-44754.12	-47447.18	-52488.58	应付帐款周转率	10.94	10.43	10.13	10.37
长期投资	-444.63	-1005.92	-952.87	-973.57	每股收益	-0.47	0.86	1.02	1.17
其他	751.05	2737.12	2559.42	2588.47	每股经营现金	2.07	2.89	3.32	3.74
筹资活动现金流	7972.97	23366.68	-1961.56	-2958.58	每股净资产	6.91	8.94	9.96	11.12
短期借款	-8323.23	4232.21	3605.95	1826.51	P/E	—	8.36	7.07	6.16
长期借款	14819.81	2000.00	3000.00	4000.00	P/B	1.04	0.81	0.72	0.65
其他	1476.39	17134.47	-8567.52	-8785.09	EV/EBITDA	16.47	7.24	4.79	4.39
现金净增加额	962.28	25435.41	4365.93	4934.40	P/S	0.46	0.44	0.44	0.44

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，北京化工大学材料科学与工程专业硕士。于 2018 年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系人

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。