

华能国际 (600011.SH)

火电盈利进一步改善，股权转让助力业绩高增

买入

核心观点

煤价下行致盈利显著改善，归母净利润同比大幅增长。2023年前三季度，公司实现营业收入1913.22亿元(+4.01%)，归母净利润125.64亿元(+418.69%)，扣非归母净利润93.95亿元(+285.54%)。2023年第三季度，公司实现营业收入652.89亿元(-2.67%)，归母净利润62.55亿元(+770.02%)，扣非归母净利润38.24元(+410.89%)。公司业绩显著改善的原因在于：一是境内燃料价格同比下降和电量同比增长的综合影响，二是新加坡业务利润同比大幅增长，三是转让四川公司49%股权使得投资收益同比增加，2023年前三季度，公司非流动性资产处置损益为19.96亿元，主要为转让华能四川公司49%股权实现的投资收益。

电力市场化改革推进，有助于火电盈利保持稳定。新一轮电改启动，主要方向为新型电力系统建设。随着新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源装机持续增加，未来有望驱动公司业绩稳步增长。2023年第三季度，公司新增并网可控发电装机容量1.52GW，其中风电0.61GW，光伏0.91GW；2023年前三季度，公司新增并网可控装机容量5.57GW，其中火电1.15GW、风电1.02GW、光伏3.41GW，风光合计4.43GW。截至2023年前三季度，公司控股装机容量131.51GW，其中风电14.65GW，光伏9.69GW，新能源装机占比18.51%，较2022年末提升2.86pct。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，新能源项目投运将驱动公司业绩持续稳健增长。

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：由于公司转让华能四川公司49%股权使得非流动性资产处置损益大幅增长，上调2023年公司盈利预测，维持2024-2025年盈利预测。预计2023-2025年公司归母净利润分别为158.9、141.3、162.9亿元（原预测值为125.2、141.3、162.9亿元），EPS为1.01、0.90、1.04元，对应PE分别为6.3、7.1、6.1倍。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11-12倍PE估值，火电及其他7-8倍PE估值，公司合理市值为1416-1575亿元，对应每股合理价值为9.02-10.03元，较目前股价有25%~39%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	15886	14131	16286
(+/-%)	-324.8%	-28.0%	-315.0%	-11.0%	15.3%
每股收益(元)	-0.65	-0.47	1.01	0.90	1.04
EBIT Margin	-3.6%	0.2%	11.8%	12.1%	12.9%
净资产收益率(ROE)	-9.8%	-6.8%	13.6%	11.4%	12.4%
市盈率(PE)	-9.8	-13.6	6.3	7.1	6.1
EV/EBITDA	33.3	19.9	9.0	8.6	8.2
市净率(PB)	0.95	0.92	0.86	0.81	0.76

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

证券分析师：李依琳
010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.02 - 10.03元
收盘价	7.20元
总市值/流通市值	113026/113026百万元
52周最高价/最低价	10.55/6.47元
近3个月日均成交额	444.90百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

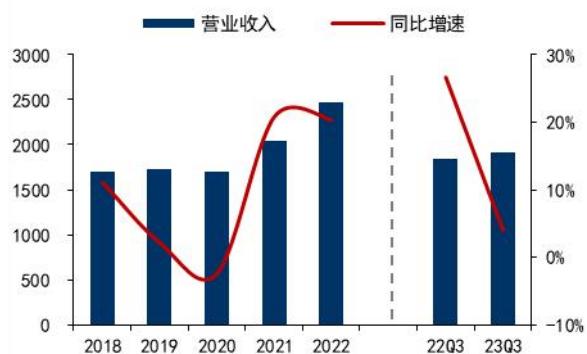
相关研究报告

- 《华能国际(600011.SH)-火电盈利持续修复，新能源业绩稳步增长》——2023-07-26
- 《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

煤价下行致盈利显著改善，归母净利润同比大幅增长。2023年前三季度，公司实现营业收入1913.22亿元(+4.01%)，归母净利润125.64亿元(+418.69%)，扣非归母净利润93.95亿元(+285.54%)。2023年第三季度，公司实现营业收入652.89亿元(-2.67%)，归母净利润62.55亿元(+770.02%)，扣非归母净利润38.24亿元(+410.89%)。公司业绩显著改善的原因在于：一是境内燃料价格同比下降和电量同比增长的综合影响，二是新加坡业务利润同比大幅增长，三是转让四川公司49%股权使得投资收益同比增加，2023年前三季度，公司非流动性资产处置损益为19.96亿元，主要为转让华能四川公司49%股权实现的投资收益。

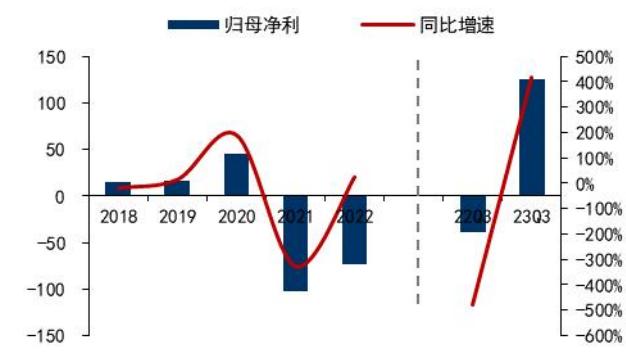
火电盈利显著改善，光伏板块利润总额大幅增长。分板块利润总额来看，2023年前三季度，公司燃煤板块利润总额34.36亿元(+128.84%)，燃机板块利润总额7.02亿元(+89.76%)，风电板块利润总额46.90亿元(+6.06%)，光伏板块利润总额18.24亿元(+77.01%)，水电板块利润总额0.31亿元(-53.45%)，生物质板块利润总额-0.20亿元(+69.21%)。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



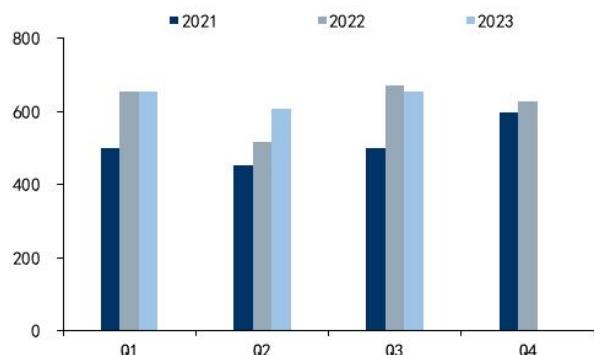
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利及增速（单位：亿元）



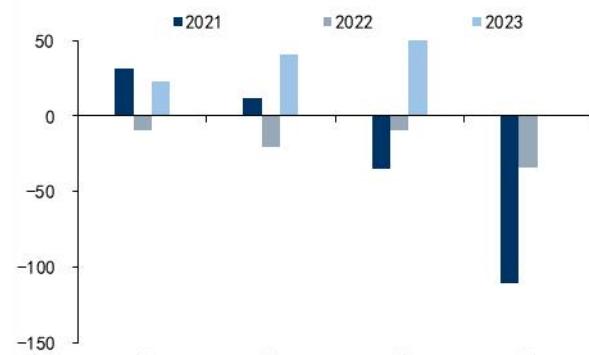
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



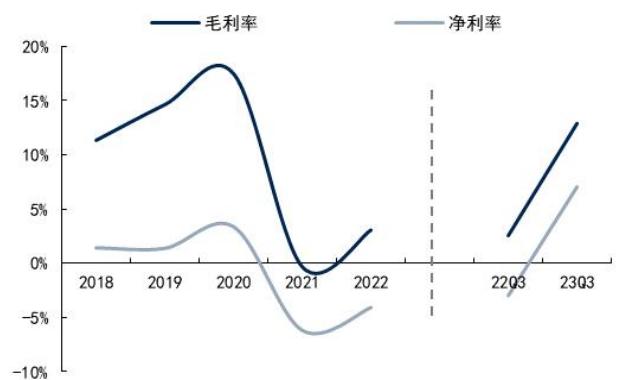
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

火电上网电量稳步增长，风光新能源上网电量大幅增加。2023年前三季度，公司境内各运行电厂上网电量3373.80亿千瓦时(+5.38%)。其中，煤机2849.30亿千瓦时(+3.10%)，燃机209.66亿千瓦时(+8.80%)，风电231.05亿千瓦时(+17.79%)，光伏80.29亿千瓦时(+76.70%)，水电6.08亿千瓦时(-18.35%)，生物发电6.43亿千瓦时(+30.69%)。2023年第三季度，公司境内各运行电厂上网电量1262.33亿千瓦时(+2.13%)。其中，煤机1080.14亿千瓦时(-0.12%)，燃机80.99亿千瓦时(+8.92%)，风电63.28亿千瓦时(+8.09%)，光伏33.24亿千瓦时(+83.74%)，水电2.81亿千瓦时(+19.65%)，生物发电1.88亿千瓦时(+48.01%)。2023年第三季度，公司风电和光伏装机容量持续增长，新能源发电量继续保持较快增速。迎峰度夏期间，在全国大范围高温天气持续时间较短以及来水量增加的情况下，公司火电发挥顶峰保供及系统调节作用，火电发电量同比略有增长。

毛利率提高，费用率水平有所下降，净利率进一步提升。得益于煤价同比下降和电价同比微升，2023年前三季度公司毛利率为12.86%，同比增加10.33pct。费用率方面，2023年前三季度公司管理费用率、财务费用率分别为2.16%、3.52%，财务费用率同比下降0.43pct，管理费用率同比略微增加0.13pct，整体费用率水平有所下降。由于毛利率提升和费用率水平下降，2023前三季度公司净利率为7.03%，增加10.01pct。

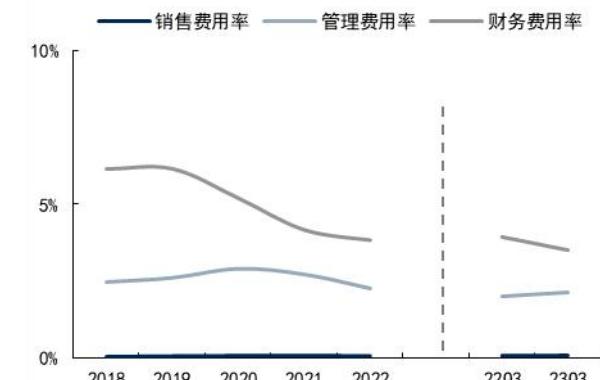
ROE大幅提升，经营性净现金流显著改善。2023年前三季度，公司ROE为20.25%，同比增加30.48pct，主要由于净利率持续提升。现金流方面，2023年前三季度，经营性净现金流336.60亿元(+31.57%)，主要由于燃料采购支出大幅下降，售电收入增长，以及收到的以前年度的可再生能源补贴和增值税留抵退税同比减少的共同影响；公司前三季度大中型基建支出同比增加，投资性现金净流出340.06亿元，同比显著增加；融资性现金净流入22.08亿元，同比亦显著增加，主要由于发行债券、其他权益工具等的净融资金额同比增加影响所致。

图5：公司毛利率、净利率情况

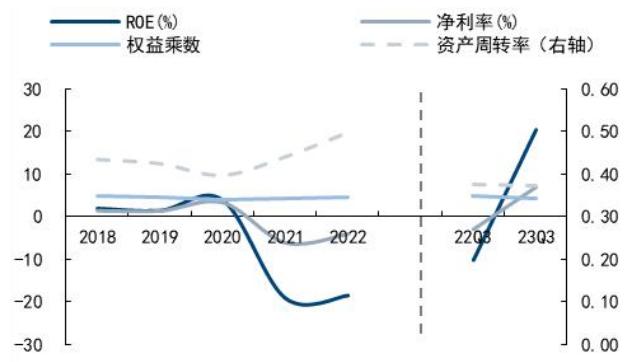


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

电力市场化改革推进，有助于火电盈利保持稳定。2023年7月，中央深改委第二次会议召开，审议通过《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》等文件，这意味着新一轮电改启动，主要方向为新型电力系统建设。随着新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源装机持续增加，未来有望驱动公司业绩稳步增长。2023年第三季度，公司新增并网可控发电装机容量1.52GW，其中风电0.61GW，光伏0.91GW；2023年前三季度，公司新增并网可控装机容量5.57GW，其中火电1.15GW、风电1.02GW、光伏3.41GW，风光合计4.43GW。截至2023年前三季度，公司控股装机容量131.51GW，其中风电14.65GW，光伏9.69GW，新能源装机占比18.51%，较2022年末提升2.86pct。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，新能源项目投运将驱动公司业绩稳步增长。

投资建议：由于公司转让华能四川公司49%股权使得非流动性资产处置损益大幅增长，上调2023年公司盈利预测，维持2024-2025年盈利预测。预计2023-2025年公司归母净利润分别为158.9、141.3、162.9亿元（原预测值为125.2、141.3、162.9亿元），EPS为1.01、0.90、1.04元，对应PE分别为6.3、7.1、6.1倍。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11-12倍PE估值，火电及其他7-8倍PE估值，公司合理市值为1416-1575亿元，对应每股合理价值为9.02-10.03元，较目前股价有25%~39%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)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600027.SH	华电国际	4.70	481	0.01	0.51	0.61	0.66	470.00	9.22	7.70	7.12	0.2%	买入
600795.SH	国电电力	3.58	639	0.16	0.41	0.49	0.57	22.38	8.73	7.31	6.28	6.3%	买入
001289.SZ	龙源电力	20.00	1,676	0.61	1.01	1.09	1.18	32.79	19.80	18.35	16.95	7.4%	增持

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	15421	16316	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	214039	218671	223643
存货净额	16824	12702	12906	13934	12947	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	88501	95022	97557	管理费用	5943	6062	5936	6985	7179
固定资产	316505	332704	350742	373439	403705	财务费用	8550	9487	10417	11006	11572
无形资产及其他	14189	14699	15202	15705	16208	投资收益	822	1077	3677	2886	3178
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	522927	552647	585951	营业利润	(14802)	(10411)	24630	22383	25906
短期借款及交易性金融负债	117156	104517	104517	104517	104517	营业外净收支	525	708	708	708	708
应付款项	25774	24368	24170	24283	23807	利润总额	(14277)	(9703)	25338	23091	26614
其他流动负债	43469	42449	46775	43652	43759	所得税费用	(1604)	382	2407	2540	2927
流动负债合计	186398	171333	175462	172452	172083	少数股东损益	(2409)	(2698)	7045	6420	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)	15886	14131	16286
其他长期负债	13524	13989	13989	13989	13989						
长期负债合计	179778	204729	219548	234368	249188						
负债合计	366176	376062	395010	406820	421271						
少数股东权益	18636	18009	23645	28781	34701						
股东权益	105256	108535	116478	123544	131687						
负债和股东权益总计	490068	502606	535133	559145	587659						
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	(0.65)	(0.47)	1.01	0.90	1.04	净利润	(10264)	(7387)	15886	14131	16286
每股红利	0.00	0.00	0.51	0.45	0.52	资产减值准备	(6026)	2643	293	232	259
每股净资产	6.70	6.91	7.42	7.87	8.39	折旧摊销	21351	23348	25485	27436	29581
ROIC	-2%	0%	7%	6%	7%	公允价值变动损失	(6026)	2643	293	232	259
ROE	-10%	-7%	14%	11%	12%	财务费用	8550	9487	10417	11006	11572
毛利率	-0%	3%	15%	15%	16%	营运资本变动	(8049)	4355	1101	(7904)	(1745)
EBIT Margin	-4%	0%	12%	12%	13%	其它	15048	6918	12083	13024	14056
EBITDA Margin	7%	10%	22%	23%	24%	经营活动现金流	6033	32520	55141	47152	58695
收入增长	21%	21%	1%	3%	3%	资本开支	(43484)	(40726)	(44369)	(50869)	(60609)
净利润增长率	-325%	-28%	-315%	-11%	15%	其它投资现金流	(72)	(211)	(457)	(731)	(1170)
资产负债率	79%	78%	78%	78%	78%	投资活动现金流	(42657)	(39971)	(44826)	(51600)	(61779)
息率	0.0%	0.0%	7.9%	7.1%	8.1%	权益性融资	1877	25867	0	0	0
P/E	(9.8)	(13.6)	6.3	7.1	6.1	负债净变化	24780	14820	14820	14820	14820
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	支付股利、利息	0	0	(7943)	(7065)	(8143)
EV/EBITDA	33.3	19.9	9.0	8.6	8.2	其它融资现金流	8523	(34435)	0	0	0
						融资活动现金流	39767	7973	137	(365)	(1718)
						现金净变动	2479	825	10452	(4814)	(4802)
						货币资金的期初余额	13872	16350	17176	15421	16316
						货币资金的期末余额	16350	17176	27628	10607	11514
						企业自由现金流	0	(12397)	8901	(3464)	(2233)
						权益自由现金流	0	(32012)	14293	1561	2287

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数(IXIC.GI)为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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