



增持（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：8.66

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

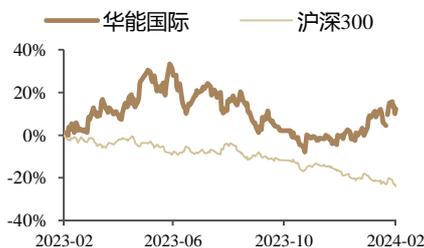
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.88	10.45	11.18
相对涨幅(%)	17.21	19.16	22.14

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《华能国际(600011.SH)：三季度归母净利润创历史新高，煤电业务明显修复》，2023.10.25
- 《华能国际(600011.SH)：火电修复迎业绩拐点，绿电转型供长期动力》，2023.8.2

华能国际(600011.SH)：火电业绩修复，风光投产加速

投资要点

- 事件：**公司发布2023年业绩预告，2023年公司实现归母净利润80-90亿元，扣非归母净利润51-61亿元，同比均扭亏为盈。23Q4预计实现归母净利润为-35.6亿元到-45.6亿元，低于我们此前预期。
- 四季度亏损35.6~45.6亿元，或因部分资产减值。**根据公司披露的业绩预告，我们测算4Q23公司归母净利润为-35.6~-45.6亿元，较4Q22亏损34.4亿元相比有所增加。我们认为主要由于公司21、22年连续两年亏损，火电机组经营压力较大，部分资产存在减值风险，并在年底集中计提，2020-2022年公司分别计提资产减值60.37亿元、1.93亿元、27.80亿元。
- 发电量稳定增长，火电修复良好。**受全社会用电量增长带动，公司23年全年在中国境内完成上网电量4478.56亿千瓦时，同比增长5.33%，其中煤电上网电量为3758.04亿千瓦时，同比增长3.27%；气电上网电量为277.06亿千瓦时，同比增长5.15%。23Q4煤电上网电量917.74亿千瓦时，同比增长3.80%；气电上网电量为67.41亿千瓦时，同比下降4.76%。2023年全年，公司国内平均上网电价为508.74元/兆瓦时，同比下降0.23%，成本端上受益国内燃煤价格下降，公司火电业务修复良好。境外方面，公司全资子公司大士能源23年累计发电量市场占有率为20.4%，同比下降1.9pct。
- 风光装机规模快速增长，有望带动业绩提升。**23年公司实现风电上网电量318.35亿千瓦时，同比增长16.14%；光伏上网电量109.11亿千瓦时，同比增长81.67%。其中，Q4风电上网电量87.30亿千瓦时，同比增长12.0%；光伏上网电量28.82亿千瓦时，同比增长97.1%。23Q4公司新增风电装机1.0GW，光伏装机3.4GW，全年新增新能源装机8.9GW。展望2024年，我们预计风光建设成本的下滑将带动公司风光装机持续高增。
- 投资建议与估值：**根据公司最新财务数据，我们调整公司盈利预期，预计公司2023-2025年营业收入分别为261.7亿元、262.6亿元、271.8亿元，增速分别为6.1%、0.4%、3.5%，归母净利润分别为85.5亿元、138.7亿元、171.6亿元，增速分别为215.8%、62.1%、23.8%，维持“增持”评级。
- 风险提示：**煤炭价格波动风险、电价下调风险、风电、光伏新增装机不及预期等。

股票数据

总股本(百万股)：	15,698.09
流通A股(百万股)：	10,997.71
52周内股价区间(元)：	7.10-10.29
总市值(百万元)：	135,945.49
总资产(百万元)：	521,673.67
每股净资产(元)：	8.76

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	205,079	246,725	261,709	262,628	271,773
(+/-)YOY(%)	21.0%	20.3%	6.1%	0.4%	3.5%
净利润(百万元)	-10,006	-7,387	8,552	13,866	17,160
(+/-)YOY(%)	-319.2%	26.2%	215.8%	62.1%	23.8%
全面摊薄EPS(元)	-0.64	-0.47	0.54	0.88	1.09
毛利率(%)	-0.2%	3.0%	14.0%	17.7%	19.5%
净资产收益率(%)	-9.5%	-6.8%	7.3%	10.6%	11.6%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.61	0.54	0.88	1.09
每股净资产	6.91	7.46	8.34	9.44
每股经营现金流	2.07	4.64	2.73	6.09
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	15.90	9.80	7.92
P/B	1.10	1.16	1.04	0.92
P/S	0.55	0.52	0.52	0.50
EV/EBITDA	16.47	7.17	6.58	5.94
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	3.0%	14.0%	17.7%	19.5%
净利润率	-4.1%	4.2%	7.1%	8.4%
净资产收益率	-6.8%	7.3%	10.6%	11.6%
资产回报率	-1.5%	1.6%	2.3%	2.6%
投资回报率	0.1%	4.5%	5.4%	5.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.3%	6.1%	0.4%	3.5%
EBIT 增长率	107.6%	5033.0%	36.8%	16.4%
净利润增长率	26.2%	215.8%	62.1%	23.8%
偿债能力指标				
资产负债率	74.8%	75.0%	74.0%	72.7%
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.4
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.3
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	58.2	49.6	55.9	54.6
存货周转天数	22.2	17.1	19.9	19.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
固定资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-7,387	8,552	13,866	17,160
少数股东损益	-2,698	2,555	4,872	5,720
非现金支出	26,694	39,247	38,593	44,159
非经营收益	7,968	9,211	9,960	11,094
营运资金变动	7,943	13,315	-24,511	17,484
经营活动现金流	32,520	72,880	42,780	95,617
资产	-40,278	-87,471	-63,835	-108,540
投资	-445	-8,311	-3,425	-4,282
其他	751	785	1,014	1,017
投资活动现金流	-39,971	-94,996	-66,245	-111,805
债权募资	7,787	34,000	34,000	34,000
股权募资	25,867	0	0	0
其他	-25,681	-10,127	-11,257	-12,481
融资活动现金流	7,973	23,873	22,743	21,519
现金净流量	962	1,756	-722	5,332

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 2 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,725	261,709	262,628	271,773
营业成本	239,221	225,079	216,199	218,773
毛利率%	3.0%	14.0%	17.7%	19.5%
营业税金及附加	1,442	1,570	1,576	1,631
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	180	222	220	219
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	5,637	7,328	6,839	6,965
管理费用率%	2.3%	2.8%	2.6%	2.6%
研发费用	1,608	1,476	1,630	1,663
研发费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
EBIT	548	28,130	38,469	44,764
财务费用	9,487	9,870	10,973	12,207
财务费用率%	3.8%	3.8%	4.2%	4.5%
资产减值损失	-2,732	-4,367	-3,124	-2,165
投资收益	1,077	785	1,014	1,017
营业利润	-10,411	14,809	25,669	31,779
营业外收支	708	0	0	0
利润总额	-9,703	14,809	25,669	31,779
EBITDA	24,461	63,009	73,938	86,758
所得税	382	3,702	6,931	8,898
有效所得税率%	-3.9%	25.0%	27.0%	28.0%
少数股东损益	-2,698	2,555	4,872	5,720
归属母公司所有者净利润	-7,387	8,552	13,866	17,160

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,176	18,932	18,209	23,541
应收账款及应收票据	42,654	36,679	53,703	39,238
存货	12,702	8,651	15,295	8,701
其它流动资产	14,190	14,673	12,763	15,129
流动资产合计	86,722	78,934	99,971	86,609
长期股权投资	23,898	31,865	35,078	39,120
固定资产	289,312	335,682	362,445	424,035
在建工程	43,128	37,877	33,926	33,756
无形资产	14,699	19,598	21,434	23,849
非流动资产合计	415,884	472,550	501,499	570,532
资产总计	502,606	551,484	601,470	657,142
短期借款	83,573	98,573	113,573	128,573
应付票据及应付账款	24,368	22,375	24,469	23,016
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	63,392	69,156	64,310	64,554
流动负债合计	171,333	190,105	202,353	216,144
长期借款	151,678	166,678	181,678	196,678
其它长期负债	53,051	57,051	61,051	65,051
非流动负债合计	204,729	223,729	242,729	261,729
负债总计	376,062	413,833	445,081	477,872
实收资本	15,698	15,698	15,698	15,698
普通股股东权益	108,535	117,088	130,954	148,114
少数股东权益	18,009	20,563	25,435	31,155
负债和所有者权益合计	502,606	551,484	601,470	657,142

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。