

华能国际（600011）

2023 业绩快报: 23Q4 受减值风险短期拖累, 24 盈利能力有望进一步提升

买入（维持）

2024 年 02 月 04 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

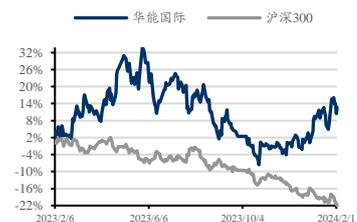
执业证书: S0600520070005
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入(百万元)	205,080	246,725	262,705	264,303	278,554
同比	21.03%	20.31%	6.48%	0.61%	5.39%
归母净利润(百万元)	-10,006	-7,387	8,601	11,933	13,763
同比	-319.19%	26.17%	216.43%	38.74%	15.34%
EPS-最新摊薄(元/股)	-0.64	-0.47	0.55	0.76	0.88
P/E(现价&最新摊薄)	-	-	15.81	11.39	9.88

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, 同比 2022 年实现扭亏为盈; 单 Q4 看, Q4 实现归母净利润-45.6~-35.6 亿元, 22Q4 实现归母净利润-34.5 亿元。
- **受减值拖累+Q4 煤价环比上升, Q4 业绩不及预期:** 截至 2023 年 12 月 29 日, 动力煤秦皇岛港 5500 价格为 921 元/吨, 同比-21.85%, 受益于动力煤价格的回落, 公司 2023 年全年实现归母净利润 80-90 亿, 同比实现扭亏, 单 Q4 来看, 实现归母净利润-45.6~-35.6 亿元, 同比 22Q4-34.5 亿元无改善, 我们估计主要因减值拖累影响。回顾火电板块 Q4 业绩, 我们判断公司受到减值影响大于行业平均水平, 2023 年或为公司计提折旧大年, 2024 年的减值风险或小幅下降。
- **边际变化一动力煤旺季不旺, 23 年 11 月-24 年 1 月维持 900-950 元/吨:** 截至 2024/1/31, 动力煤秦皇岛港 5500 大卡价格 901 元, 同比-24%, 相比 11 月、12 月环比下行。在当前电价水平下, 我们预计动力煤市场价在 800-850 元/吨为电厂盈亏平衡点。考虑到 11 月-次年 1 月通常为供暖季的动力煤需求旺季, 当前煤价同比-24%, 远大于 2024 年电价长协的下跌幅度(我们估计电价长协多同比下降 1-5%); 因此火电板块 24 年业绩同比进一步改善基本确定。
- **边际变化二我们估计 2024 年电价长协基本确定除广东外多同比下降 1-5%。** 23 年 7 月以来市场对电价的悲观预期基本出尽, 随着 23 年 12 月-24 年 1 月以来安徽、江苏、广东、上海、浙江等地 24 年年度交易电价的落地, 考虑容量电价后综合电价除广东外多微降几厘/度, 更有江苏、河北等地同比微升几厘/度, 2024 年长协电价落地。
- **边际变化三市场担忧 Q4 火电板块大幅计提资产减值损失, 随着火电行业陆续披露业绩预告, 减值风险担忧落地。** 我们梳理主流火电公司 2023 年业绩预告, 受减值风险由低到高排序(按照 Q4 业绩偏离电煤差预测): 申能股份<浙能股份、皖能电力、华电国际、国电电力、粤电力<华能国际, 华能国际受减值风险影响较大。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 86.01 亿元、119.33 亿元、137.63 亿元, 同比增长 216%、39%、15%, 对应 PE 为 16、11、10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电力需求超预期下降的风险, 减值风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.66
一年最低/最高价	6.90/10.55
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	95,240.17
总市值(百万元)	135,945.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.68
资产负债率(% LF)	70.02
总股本(百万股)	15,698.09
流通 A 股(百万股)	10,997.71

相关研究

- 《华能国际(600011): 2022 半年报预告点评: 电价同比上涨 21%, 煤价高企拖累业绩表现》
2022-07-18
- 《华能国际(600011): 2022 一季报点评: 电价上浮+新机组投产提供业绩弹性, 全年增长确定性较强》
2022-04-27

华能国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	86,722	126,617	129,334	147,970	营业总收入	246,725	262,705	264,303	278,554
货币资金及交易性金融资产	17,176	44,786	51,880	64,421	营业成本(含金融类)	239,221	241,689	239,194	250,142
经营性应收款项	49,265	56,760	54,656	58,793	税金及附加	1,442	1,744	1,685	1,800
存货	12,702	16,308	14,420	15,979	销售费用	180	210	205	219
合同资产	69	79	77	83	管理费用	5,637	7,093	6,770	7,264
其他流动资产	7,510	8,683	8,301	8,694	研发费用	1,608	1,707	1,719	1,811
非流动资产	415,884	427,945	437,999	446,416	财务费用	9,487	0	0	0
长期股权投资	23,898	24,772	25,670	26,559	加:其他收益	1,966	2,102	2,112	2,226
固定资产及使用权资产	296,721	312,966	327,353	339,949	投资净收益	1,077	1,134	1,145	1,205
在建工程	43,128	37,979	32,216	26,658	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	14,699	15,071	15,490	15,893	减值损失	(2,780)	(1,057)	(1,311)	(1,226)
商誉	11,519	11,555	11,673	11,764	资产处置收益	177	326	282	313
长期待摊费用	265	265	265	265	营业利润	(10,411)	12,767	16,957	19,837
其他非流动资产	25,654	25,337	25,332	25,327	营业外净收支	708	0	0	0
资产总计	502,606	554,562	567,332	594,386	利润总额	(9,703)	12,767	16,957	19,837
流动负债	171,333	194,145	190,980	199,719	减:所得税	382	1,404	1,021	1,524
短期借款及一年内到期的非流动负债	104,517	120,921	121,075	125,467	净利润	(10,085)	11,363	15,936	18,314
经营性应付款项	24,368	27,463	25,772	27,688	减:少数股东损益	(2,698)	2,762	4,003	4,551
合同负债	3,349	3,880	3,746	4,031	归属母公司净利润	(7,387)	8,601	11,933	13,763
其他流动负债	39,100	41,881	40,387	42,533	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.47)	0.55	0.76	0.88
非流动负债	204,729	204,253	204,253	204,253	EBIT	548	12,767	16,957	19,837
长期借款	151,678	151,678	151,678	151,678	EBITDA	24,461	42,056	48,499	53,038
应付债券	39,062	39,062	39,062	39,062	毛利率(%)	3.04	8.00	9.50	10.20
租赁负债	5,258	5,258	5,258	5,258	归母净利率(%)	(2.99)	3.27	4.51	4.94
其他非流动负债	8,731	8,255	8,255	8,255	收入增长率(%)	20.31	6.48	0.61	5.39
负债合计	376,062	398,398	395,232	403,972	归母净利润增长率(%)	26.17	216.43	38.74	15.34
归属母公司股东权益	108,535	135,394	147,327	161,090					
少数股东权益	18,009	20,770	24,773	29,324					
所有者权益合计	126,544	156,164	172,100	190,414					
负债和股东权益	502,606	554,562	567,332	594,386					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	32,520	35,855	48,420	49,475	每股净资产(元)	2.96	3.55	4.31	5.19
投资活动现金流	(39,971)	(42,206)	(41,481)	(41,326)	最新发行在外股份(百万股)	15,698	15,698	15,698	15,698
筹资活动现金流	7,973	34,295	154	4,393	ROIC(%)	0.14	2.52	3.31	3.66
现金净增加额	962	27,610	7,094	12,542	ROE-摊薄(%)	(6.81)	6.35	8.10	8.54
折旧和摊销	23,913	29,289	31,543	33,201	资产负债率(%)	74.82	71.84	69.67	67.96
资本开支	(40,278)	(41,492)	(41,702)	(41,616)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	15.81	11.39	9.88
营运资本变动	7,943	(5,685)	1,057	(1,748)	P/B (现价)	2.93	2.44	2.01	1.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>