



华能国际 (60011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

减值拖累业绩，分红增强股东回报

业绩简评

- 2024年3月19日晚间公司披露23年年报，23全年实现营业收入2543.97亿元，同比+3.1%；归母净利润84.5亿元，同比+214.3%。其中，23全年共计提29.7亿元资产减值损失，或为业绩主要拖累因素。

经营分析

- 量：**公司23全年实现上网电量4478.6亿千瓦时(同比+5.3%)，其中煤电/气电上网分别为3758/277.1亿千瓦时(分别同比+3.3%/+5.2%)；新能源(风电+光伏)合计上网427.5亿千瓦时(同比+27.9%)，占比升至9.5%(同比+1.6pct)。电量结构持续绿色化，往后看火电定位进一步转向顶峰保供及支撑调节(23年辅助服务已有合计净收入27.2亿元)。
- 价：**市场煤价下行，23年煤机燃料成本下降至0.326元/KWh(同比-12.4%)。随着煤价下行、新能源电量占比提升等因素综合影响，23年平均结算电价为0.509元/KWh，同比-0.2%。往后看，煤电容量电价有望形成平均电价支撑。
- 风光装机扩大，热电联产机组持续减值。**23全年公司新增风电/光伏装机分别为203.3万千瓦、682.6万千瓦，符合预期。23年公司共计提29.7亿元资产减值，其中25.5亿元固定资产减值主要涉及山东、安徽省内的热电联产机组，主因转型政策要求、成本端承压；其余4.2亿元中包括2.95亿元商誉减值等。往后看，逐步淘汰老旧机组后在运资产总体质量将得到提升。
- 分红方案发布，增强股东回报。**公司公告派发现金红利0.2元/股，现金分红比例达57.1%。往后看，随着火电公用事业属性提升，盈利确定性有望增强，带来稳定分红预期，利好股东回报。

盈利预测、估值与评级

- 随着火电盈利修复、绿电装机兑现，驱动公司业绩增长，预计公司2024~2026年分别实现归母净利润134.8/160.98/182.7亿元，EPS分别为0.86/1.03/1.16元，对应PE分别为11倍、9倍和8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)：9.11元

相关报告：

- 《华能国际公司点评：火电盈利继续改善，投资收益增厚利润》，2023.10.25
- 《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
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	246,725	254,397	255,840	263,507	272,322
营业收入增长率	20.59%	3.11%	0.57%	3.00%	3.35%
归母净利润(百万元)	-7,387	8,446	13,482	16,098	18,272
归母净利润增长率	-28.03%	214.33%	59.64%	19.40%	13.50%
摊薄每股收益(元)	-0.471	0.538	0.859	1.025	1.164
每股经营性现金流净额	2.07	2.90	3.34	3.76	4.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.81%	6.39%	9.57%	10.68%	11.34%
P/E	-16.17	14.31	10.69	8.95	7.89
P/B	1.10	0.91	1.02	0.96	0.89

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	204,605	246,725	254,397	255,840	263,507	272,322
增长率		20.6%	3.1%	0.6%	3.0%	3.3%
主营业务成本	-205,281	-239,221	-223,575	-216,497	-221,192	-227,064
%销售收入	100.3%	97.0%	87.9%	84.6%	83.9%	83.4%
毛利	-676	7,504	30,822	39,343	42,315	45,258
%销售收入	n.a	3.0%	12.1%	15.4%	16.1%	16.6%
营业税金及附加	-1,686	-1,442	-1,635	-1,637	-1,686	-1,743
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-193	-180	-238	-230	-237	-245
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-5,594	-5,637	-6,448	-6,396	-6,588	-6,808
%销售收入	2.7%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-1,325	-1,608	-1,533	-1,535	-1,581	-1,634
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	-9,474	-1,363	20,968	29,545	32,222	34,828
%销售收入	n.a	n.a	8.2%	11.5%	12.2%	12.8%
财务费用	-8,550	-9,487	-8,868	-10,119	-10,324	-10,435
%销售收入	4.2%	3.8%	3.5%	4.0%	3.9%	3.8%
资产减值损失	-193	-2,780	-3,099	-2,000	-1,500	-1,300
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	822	1,077	2,797	1,534	1,620	1,732
%税前利润	-5.8%	-11.1%	21.5%	7.4%	6.8%	6.5%
营业利润	-14,802	-10,411	13,246	20,443	23,560	26,465
营业利润率	n.a	n.a	5.2%	8.0%	8.9%	9.7%
营业外收支	525	708	-244	200	204	208
税前利润	-14,277	-9,703	13,002	20,643	23,764	26,673
利润率	n.a	n.a	5.1%	8.1%	9.0%	9.8%
所得税	1,604	-382	-3,919	-5,161	-5,466	-5,601
所得税率	n.a	n.a	30.1%	25.0%	23.0%	21.0%
净利润	-12,673	-10,085	9,082	15,482	18,298	21,072
少数股东损益	-2,409	-2,698	637	2,000	2,200	2,800
归属于母公司的净利润	-10,264	-7,387	8,446	13,482	16,098	18,272
净利率	n.a	n.a	3.3%	5.3%	6.1%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-12,673	-10,085	9,082	15,482	18,298	21,072
少数股东损益	-2,409	-2,698	637	2,000	2,200	2,800
非现金支出	21,875	26,694	28,230	29,525	32,554	36,297
非经营收益	4,733	7,968	8,812	8,558	8,574	8,504
营运资金变动	-7,902	7,943	-627	-1,193	-359	-437
经营活动现金净流	6,033	32,520	45,497	52,373	59,067	65,436
资本开支	-42,969	-40,278	-59,218	-41,724	-46,120	-50,507
投资	-452	-445	788	0	0	0
其他	765	751	3,204	1,534	1,620	1,732
投资活动现金净流	-42,657	-39,971	-55,226	-40,190	-44,500	-48,775
股权募资	1,877	25,867	55,664	0	0	0
债权募资	55,616	7,787	-14,269	6,291	5,737	2,907
其他	-17,725	-16,681	-14,978	-15,123	-16,798	-18,424
筹资活动现金净流	39,767	16,973	26,417	-8,832	-11,061	-15,517
现金净流量	2,297	9,962	16,634	3,351	3,506	1,145

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,350	17,176	16,850	18,363	20,580	20,820
应收款项	47,405	45,388	50,176	50,761	52,283	54,032
存货	16,824	12,702	11,899	12,456	12,726	13,064
其他流动资产	11,891	11,457	11,819	12,033	12,166	12,332
流动资产	92,471	86,722	90,744	93,613	97,755	100,248
%总资产	18.9%	17.3%	16.8%	16.8%	17.0%	16.9%
长期投资	33,530	34,055	31,975	31,975	31,975	31,975
固定资产	316,307	332,443	365,658	377,945	391,704	406,222
%总资产	64.5%	66.1%	67.6%	67.9%	68.2%	68.7%
无形资产	25,692	26,483	27,635	27,974	28,209	28,343
非流动资产	397,597	415,884	450,415	462,935	476,826	491,374
%总资产	81.1%	82.7%	83.2%	83.2%	83.0%	83.1%
资产总计	490,068	502,606	541,159	556,549	574,581	591,622
短期借款	117,156	104,517	91,500	83,603	79,340	72,247
应付款项	53,962	53,431	58,674	58,390	59,667	61,260
其他流动负债	15,280	13,385	13,826	14,344	14,632	14,854
流动负债	186,398	171,333	163,999	156,337	153,639	148,362
长期贷款	136,858	151,678	162,348	177,848	187,848	197,848
其他长期负债	42,920	53,051	43,450	40,229	38,940	38,036
负债	366,176	376,062	369,797	374,414	380,427	384,246
普通股股东权益	105,256	108,535	132,139	140,911	150,730	161,152
其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	16,013	6,703	12,238	21,011	30,829	41,252
少数股东权益	18,636	18,009	39,224	41,224	43,424	46,224
负债股东权益合计	490,068	502,606	541,159	556,549	574,581	591,622

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.654	-0.471	0.538	0.859	1.025	1.164
每股净资产	6.705	6.914	8.417	8.976	9.602	10.266
每股经营现金净流	0.384	2.072	2.898	3.336	3.763	4.168
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.300	0.400	0.500
回报率						
净资产收益率	-9.75%	-6.81%	6.39%	9.57%	10.68%	11.34%
总资产收益率	-2.09%	-1.47%	1.56%	2.42%	2.80%	3.09%
投入资本收益率	-2.06%	-0.34%	3.22%	4.69%	5.06%	5.43%
增长率						
主营业务收入增长率	20.75%	20.59%	3.11%	0.57%	3.00%	3.35%
EBIT增长率	N/A	-89.64%	1638.32%	40.90%	9.06%	8.09%
净利润增长率	-324.85%	-28.03%	214.33%	59.64%	19.40%	13.50%
总资产增长率	11.84%	2.56%	7.67%	2.84%	3.24%	2.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.1	59.0	61.5	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	20.8	22.5	20.1	21.0	21.0	21.0
应付账款周转天数	33.1	33.4	32.8	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	474.8	428.0	441.7	457.5	463.9	469.4
偿债能力						
净负债/股东权益	215.03%	219.71%	154.63%	148.83%	141.43%	133.70%
EBIT利息保障倍数	-1.1	-0.1	2.4	2.9	3.1	3.3
资产负债率	74.72%	74.82%	68.33%	67.27%	66.21%	64.95%

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
买入	5	15	30	46	124
增持	1	1	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.06	1.12	1.08	1.00

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
6	2023-10-25	买入	7.20	N/A

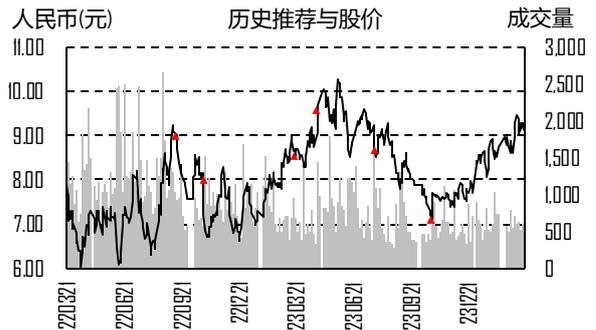
来源：国金证券研究所

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	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