



增持（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：8.99

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

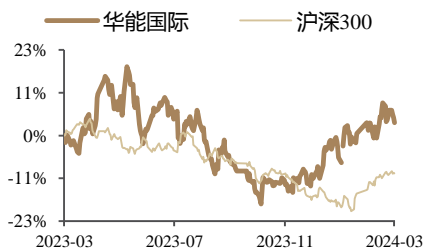
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

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(%)	0.45	7.37	12.75
相对涨幅(%)	-4.54	-2.15	4.15

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《华能国际(600011.SH)：火电业绩修复，风光投产加速》，2024.2.2
- 《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)：煤电盈利修复，风光投产加速

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报，2023年公司实现营业收入2543.97亿元，同比增长3.11%；实现归母净利润84.46亿元，同比增长214.33%；
- 上网电量稳定增长，成本下降增强盈利能力。**2023年公司实现营业收入2543.97亿元，同比增长3.11%；实现归母净利润84.46亿元，同比增长214.33%，扣非归母净利润56.11亿元，同比增长159.56%。营业收入的增长主要由于公司2023年完成境内上网电量4478.6亿千瓦时，同比+5.3%；同时得益于燃料成本的下降，公司23年燃料采购费用为1565.7亿元，较22年下降8.2%，公司毛利率达12.1%，较2022年上升9.1pct。单季度来看，23Q4实现营收630.75亿元，实现归母净利润-41.18亿元，扣非归母净利润-37.84亿元。公司2023年拟每股派息0.2元(含税)，合计派发现金红利31.37亿元。
- 境内煤电扭亏为盈，境外业务表现亮眼。**2023年公司境内煤电业务实现利润总额4.33亿元，去年同期亏损173.25亿元，度电利润0.001元/kwh，较去年同期增加0.049元/kwh。主要得益于燃煤价格大幅回落，2023年，公司煤炭采购均价(包括运输成本、其他税费)同比降低115.78元/吨，境内火电厂售电单位燃料成本为326.43元/兆瓦时，同比下降12.38%。辅助服务收入方面，2023年公司调峰/调频辅助服务电费分别净收入22.23/4.95亿元，预计随着容量电价和辅助服务市场机制的推进，公司煤电板块盈利稳定性将进一步提高。境外业务方面，23年新加坡业务实现税前利润43.55亿元，同比增加24.77亿元，巴基斯坦业务实现利润总额6.05亿元，同比增加0.09亿元。
- 风光装机规模快速增长，有望继续维持高增。**截至2023年底，公司可控发电装机容量为135.66GW，其中低碳清洁能源占比31.24%。2023年，公司新增并网可控发电装机容量10GW，其中风电新增装机容量2.03GW，太阳能新增装机容量6.83GW，合计占比达88.55%。受风电的平价项目增加、承担的电力系统调峰调频等因素影响，风电税前利润59.13亿元，同比减少3.22亿元；太阳能发电税前利润为20.44亿元，同比增加8.96亿元。随着光伏、风电上游价格下降，我们预计公司新能源项目的建设成本有望下降、建设速度有望加快。
- 投资建议与估值：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为2570.8亿元、2635.4亿元、2686.6亿元，增速分别为1.1%、2.5%、1.9%，归母净利润分别为135.4亿元、147.4亿元、164.2亿元，增速分别为60.4%、8.8%、11.4%，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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	15,698.09		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	10,997.71	营业收入(百万元)	246,725	254,397	257,084	263,543	268,664
52 周内股价区间(元):	7.10-10.29	(+/-)YOY(%)	20.3%	3.1%	1.1%	2.5%	1.9%
总市值(百万元):	141,125.86	净利润(百万元)	-7,387	8,446	13,543	14,740	16,425
总资产(百万元):	541,159.28	(+/-)YOY(%)	26.2%	214.3%	60.4%	8.8%	11.4%
每股净资产(元):	8.42	全面摊薄 EPS(元)	-0.47	0.54	0.86	0.94	1.05
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	3.0%	12.1%	17.3%	18.4%	19.6%
		净资产收益率(%)	-6.8%	6.4%	9.3%	9.2%	9.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.86	0.94	1.05
每股净资产	8.42	9.28	10.22	11.27
每股经营现金流	2.90	4.83	2.94	6.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	22.00	10.42	9.57	8.59
P/B	0.91	0.97	0.88	0.80
P/S	0.55	0.55	0.54	0.53
EV/EBITDA	8.28	6.02	6.05	5.55
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	12.1%	17.3%	18.4%	19.6%
净利润率	3.6%	6.8%	7.6%	8.2%
净资产收益率	6.4%	9.3%	9.2%	9.3%
资产回报率	1.6%	2.3%	2.3%	2.4%
投资回报率	3.4%	5.3%	5.2%	5.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.1%	1.1%	2.5%	1.9%
EBIT 增长率	3956.4%	61.8%	11.5%	9.3%
净利润增长率	214.3%	60.4%	8.8%	11.4%
偿债能力指标				
资产负债率	68.3%	67.8%	67.5%	67.0%
流动比率	0.6	0.5	0.6	0.5
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.4
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.6	51.3	56.7	56.2
存货周转天数	19.8	18.9	20.3	19.7
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8,446	13,543	14,740	16,425
少数股东损益	637	4,045	5,179	5,475
非现金支出	28,230	41,756	42,443	48,529
非经营收益	8,812	8,401	8,520	9,630
营运资金变动	-627	8,118	-24,737	25,062
经营活动现金流	45,497	75,863	46,146	105,120
资产	-59,218	-88,501	-64,514	-110,016
投资	788	-7,936	-2,673	-3,194
其他	3,204	771	1,613	1,801
投资活动现金流	-55,226	-95,665	-65,574	-111,408
债权募资	-14,269	34,000	34,000	34,000
股权募资	55,664	0	0	0
其他	-31,978	-9,301	-10,431	-11,632
融资活动现金流	9,417	24,699	23,569	22,368
现金净流量	-366	4,897	4,141	16,080

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 21 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	254,397	257,084	263,543	268,664
营业成本	223,575	212,549	215,139	216,080
毛利率%	12.1%	17.3%	18.4%	19.6%
营业税金及附加	1,635	1,543	1,581	1,612
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	238	223	223	237
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	6,448	7,198	6,693	7,052
管理费用率%	2.5%	2.8%	2.5%	2.6%
研发费用	1,533	1,628	1,658	1,670
研发费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
EBIT	22,230	35,967	40,105	43,823
财务费用	8,868	9,048	10,105	11,244
财务费用率%	3.5%	3.5%	3.8%	4.2%
资产减值损失	-2,972	-4,367	-4,624	-4,165
投资收益	2,797	771	1,613	1,801
营业利润	13,246	23,451	27,287	30,416
营业外收支	-244	0	0	0
利润总额	13,002	23,451	27,287	30,416
EBITDA	47,361	73,355	77,924	88,187
所得税	3,919	5,863	7,368	8,517
有效所得税率%	30.1%	25.0%	27.0%	28.0%
少数股东损益	637	4,045	5,179	5,475
归属母公司所有者净利润	8,446	13,543	14,740	16,425

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,850	21,746	25,887	41,967
应收账款及应收票据	47,141	33,208	58,566	35,749
存货	11,899	10,441	13,839	9,786
其它流动资产	14,854	15,551	14,240	15,852
流动资产合计	90,744	80,946	112,533	103,354
长期股权投资	22,685	30,247	32,679	35,606
固定资产	307,867	357,875	384,418	443,873
在建工程	57,790	46,674	39,205	36,923
无形资产	15,682	20,909	23,149	25,966
非流动资产合计	450,415	505,225	530,267	595,148
资产总计	541,159	586,171	642,800	698,502
短期借款	57,233	72,233	87,233	102,233
应付票据及应付账款	22,563	22,720	24,943	22,949
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	84,204	77,470	77,956	79,753
流动负债合计	163,999	172,422	190,132	204,934
长期借款	162,348	177,348	192,348	207,348
其它长期负债	43,450	47,450	51,450	55,450
非流动负债合计	205,797	224,797	243,797	262,797
负债总计	369,797	397,220	433,929	467,732
实收资本	15,698	15,698	15,698	15,698
普通股股东权益	132,139	145,682	160,422	176,847
少数股东权益	39,224	43,269	48,448	53,923
负债和所有者权益合计	541,159	586,171	642,800	698,502

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；	股票投资评级	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。