

华能国际 (600011.SH)

买入 (维持评级)

当前价格: 9.11 元
 目标价格: 10.95 元

Q4 减值拖累全年业绩，分红 57% 提升股东回报

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2023 年年报，2023 年实现营收 2543.97 亿元，同比 +3.11%；归母净利润 84.46 亿，同比 +214.33%。分季度看，2023Q4 单季营收 630.75 亿元，同比 +0.48%；归母净利润 -41.18 亿元，同比 -19.54%

➤ **全年归母净利润同比高增 214%，Q4 减值拖累全年业绩。** 23 年公司上网电量 4478.56 亿千瓦时（同比 +5.33%），同时平均上网结算电价为 508.74 元/兆瓦时（同比 -0.23%），量增价减，23 年收入同比 +3.11%。23 年境内火电厂售电单位燃料成本 326.43 元/兆瓦时（同比 -12.38%），叠加境外新加坡业务利润同比增长，公司业绩同比高增 214%。分季度看，23Q4 归母净利润 -41.18 亿元，同比 -19.54%，环比 -165.84%。主要系 23Q4 计提合并层减值 30.99 亿元，拖累全年业绩。公司发布 23 年度利润分配方案公告，现金分红比例 57.14%，每股派发现金红利 0.2 元（含税）。我们认为 24 年煤价中枢有望进一步下降，支撑公司业绩稳中向好，奠定未来稳定分红预期。

➤ **23 年火电盈利改善，24 年有望进一步改善。** 23 年煤电机组上网电量同比 +3.27%，上网电价同比 +0.11%；同时受益于煤价下降，单位燃料成本降幅明显，23 年公司火电利润总额 4.33 亿元，同比高增 102.5%。23 年火电度电利润 0.0012 元，考虑到火电机组的长期资产减值情况，煤电全年利润总额超 30 亿元，对应度电利润 0.0084 元。此外 23 年公司调峰辅助服务费净收入 22.23 亿元（同比 +56.2%），调频辅助服务费净收入 4.95 亿元（同比 +890%）。23 年容量电价出台，增强火电企业盈利稳定性。我们预计 24 年煤价中枢有望进一步下降，火电业绩有望持续改善。

➤ **风电利润同比降低光伏同比增长，业绩有所分化。** 23 年公司新增风电基建并网可控发电装机 2.03GW，23 年底公司风电装机为 15.5GW。但受风电平价项目增加，以及承担的电力系统调峰调频等市场运营成本增加等因素风电利润总额同比减少 3.22 亿元。23 年光伏新增 6.83GW，23 年底光伏装机 13.1GW，利润总额同比增加 8.96 亿元。公司规划 24 年风电、光伏的资本性支出分别为 295.44（同比 +60.68 亿元）和 353.81 亿元（同比 +98.36 亿元）。

➤ **盈利预测与投资建议:** 我们上调对公司燃料成本的预期，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 125.77、138.51、156.07 亿元（原 2024-2025 年为 158.03 和 191.25 亿元），对应 PE 分别为 11.4、10.3 和 9.2 倍，结合可比公司情况，采用分部估值法，给予公司 24 年目标价 10.95 元。维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 煤价上升风险；新能源项目建设不及预期风险；政策不及预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

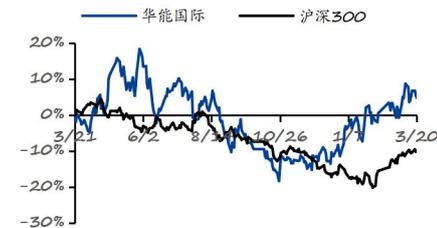
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	246,725	254,397	260,494	266,467	272,653
增长率	21%	3%	2%	2%	2%
净利润（百万元）	-7,387	8,446	12,577	13,851	15,607
增长率	28%	214%	49%	10%	13%
EPS（元/股）	-0.47	0.54	0.80	0.88	0.99
市盈率（P/E）	-19.4	16.9	11.4	10.3	9.2
市净率（P/B）	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	15,698.09/10,997.71
流通 A 股市值(百万元)	100,189.14
每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	68.33
一年内最高/最低价(元)	10.55/6.90

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 汪磊(S0210523030001)
 WL30040@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、华能国际(600011.SH): 火电修复+投资收益高增，单 Q3 归母净利润同比增长逾 7 倍——2023.10.27
- 2、华能国际(600011.SH): 火电复苏绿电加速，否极泰来拐点已至——2023.08.04


图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,850	20,840	21,317	21,812	营业收入	254,397	260,494	266,467	272,653
应收票据及账款	47,141	47,706	48,534	48,842	营业成本	223,575	225,657	227,694	228,785
预付账款	5,854	6,073	6,127	6,101	税金及附加	1,635	1,598	1,902	2,355
存货	11,899	11,969	12,082	12,168	销售费用	238	227	232	237
合同资产	45	62	68	65	管理费用	6,448	6,277	6,687	7,251
其他流动资产	9,000	7,724	7,916	8,119	研发费用	1,533	1,570	1,606	1,643
流动资产合计	90,744	94,311	95,976	97,043	财务费用	8,868	9,353	10,817	12,242
长期股权投资	22,685	24,954	26,202	27,512	信用减值损失	127	88	88	88
固定资产	307,822	346,328	387,208	425,268	资产减值损失	2,972	-1,500	-1,400	-1,300
在建工程	54,555	70,555	81,555	91,555	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	15,682	16,436	17,171	17,973	投资收益	2,797	1,217	1,217	1,278
商誉	11,644	11,644	11,644	11,644	其他收益	1,347	1,657	1,657	1,657
其他非流动资产	38,027	38,403	38,617	38,815	营业利润	19,444	17,413	19,230	22,000
非流动资产合计	450,415	508,320	562,396	612,767	营业外收入	571	599	629	661
资产合计	541,159	602,631	658,372	709,809	营业外支出	815	896	986	1,084
短期借款	57,233	84,782	106,814	120,034	利润总额	19,200	17,116	18,873	21,577
应付票据及账款	22,563	23,760	24,933	25,690	所得税	3,919	2,054	2,481	3,107
预收款项	0	0	0	0	净利润	15,281	15,062	16,392	18,470
合同负债	3,380	3,907	3,997	4,090	少数股东损益	637	2,485	2,541	2,863
其他应付款	35,556	35,556	35,556	35,556	归属母公司净利润	14,644	12,577	13,851	15,607
其他流动负债	45,267	46,349	46,503	46,654	EPS (按最新股本摊薄)	0.54	0.80	0.88	0.99
流动负债合计	163,999	194,354	217,802	232,024					
长期借款	162,348	178,348	196,348	217,348					
应付债券	28,038	28,038	28,038	28,038					
其他非流动负债	15,411	15,411	15,411	15,411					
非流动负债合计	205,797	221,797	239,797	260,797					
负债合计	369,797	416,151	457,600	492,822					
归属母公司所有者权益	132,139	144,770	156,523	169,875					
少数股东权益	39,224	41,709	44,250	47,113					
所有者权益合计	171,363	186,479	200,773	216,988					
负债和股东权益	541,159	602,631	658,372	709,809					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	45,497	51,737	54,769	61,763
现金收益	48,839	49,863	55,808	62,654
存货影响	803	-69	-114	-86
经营性应收影响	-6,702	716	518	1,017
经营性应付影响	5,306	1,197	1,173	758
其他影响	-2,749	30	-2,617	-2,580
投资活动现金流	-55,226	-81,943	-81,308	-80,892
资本支出	-57,911	-80,708	-81,214	-80,804
股权投资	1,213	-2,269	-1,248	-1,310
其他长期资产变化	1,472	1,034	1,154	1,222
融资活动现金流	9,417	34,196	27,017	19,624
借款增加	-13,370	43,549	40,032	34,221
股利及利息支付	-12,456	-13,409	-15,073	-16,665
股东融资	55,664	0	0	0
其他影响	-20,421	4,056	2,058	2,068

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	3.1%	2.4%	2.3%	2.3%
EBIT 增长率	425.2%	-5.7%	12.2%	13.9%
归母公司净利润增长率	-214.3%	48.9%	10.1%	12.7%
获利能力				
毛利率	12.1%	13.4%	14.6%	16.1%
净利率	6.0%	5.8%	6.2%	6.8%
ROE	8.5%	6.7%	6.9%	7.2%
ROIC	7.0%	5.8%	5.9%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	68.3%	69.1%	69.5%	69.4%
流动比率	0.6	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	61	63	61	60
存货周转天数	20	19	19	19
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.80	0.88	0.99
每股经营现金流	2.90	3.30	3.49	3.93
每股净资产	8.42	9.22	9.97	10.82
估值比率				
P/E	17	11	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	26	26	23	21

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn