

# 华能国际 (600011)

证券研究报告  
2024年03月27日

## 煤电盈利改善空间仍存，新能源装机加速扩张

**事件：**公司发布 2023 年年报。公司 2023 年实现营收 2544 亿元，同比增长 3.11%；实现归母净利润 84.46 亿元，同比扭亏为盈。

**点评：**

### 量升价稳叠加成本下行，公司煤电扭亏为盈

收入端，2023 年公司煤机上网电价为 491.76 元/兆瓦时，同比基本持平；煤机利用小时 4388 小时，同比增加 160 小时，带动煤机发电量同比增长 3.32%至 4010 亿千瓦时。成本端，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%。综合来看，公司全年煤机实现税前利润为 4.33 亿元，同比扭亏为盈。海外方面，2023 年公司新加坡业务实现税前利润 43.55 亿元，同比增加 24.77 亿元。

### 加快绿电低碳转型，风光贡献税前利润 80 亿

公司充分发挥“两个联营”优势，加快绿色低碳转型步伐，2023 年公司新增并网风电可控装机容量 2GW，太阳能 6.8GW。截至 2023 年末，公司风电装机容量为 15.5GW，太阳能发电 13.1GW。2023 年公司风电税前利润为 59.13 亿元，同比减少 3.22 亿元，主要系受风电的平价项目增加、承担的电力系统调峰调频等市场运营成本增加等因素影响，风电电价同比下降。公司太阳能装机快速增长，2023 年实现税前利润为 20.44 亿元，同比增加 8.96 亿元。

### 火电盈利能力或将持续改善，新能源业绩贡献有望加速提升

煤电调整为两部制电价，价格机制逐步完善，从 2024 年来看我们预计多数省份年度长协电价有望维持较高上浮比例，成本端，煤价仍有望处于较低水平。综合来看，公司火电盈利能力仍有望进一步改善。同时，公司加速风光建设，预计 2024 年风光资本支出达 649 亿元，较 2023 年增长 32%，新能源对业绩的贡献有望进一步提升。此外，公司拟每股派发现金红利 0.20 元人民币（含税），2023 年公司现金分红比例为 57.14%。

### 投资建议：

考虑到公司全年业绩以及煤价、电价变动情况，下调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 140、166、193 亿元（2024-2025 年前值为 174.7、191.6 亿元），对应 PE 10.4、8.8、7.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济大幅下行的风险、煤炭价格大幅上升、电价下调的风险、下游需求低于预期、行业竞争过于激烈的风险、补贴持续拖欠的风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	246,724.79	254,396.69	256,492.72	257,194.07	257,289.65
增长率(%)	20.59	3.11	0.82	0.27	0.04
EBITDA(百万元)	27,358.00	52,928.59	57,066.19	64,269.08	72,330.37
归属母公司净利润(百万元)	(7,387.12)	8,445.56	13,958.28	16,572.50	19,332.85
增长率(%)	(28.03)	(214.33)	65.27	18.73	16.66
EPS(元/股)	(0.47)	0.54	0.89	1.06	1.23
市盈率(P/E)	(19.70)	17.23	10.43	8.78	7.53
市净率(P/B)	1.34	1.10	1.16	1.03	0.92
市销率(P/S)	0.59	0.57	0.57	0.57	0.57
EV/EBITDA	13.94	7.36	8.04	6.98	6.95

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.27 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	10,997.71
流通 A 股股本(百万股)	10,997.71
A 股总市值(百万元)	101,948.77
流通 A 股市值(百万元)	101,948.77
每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	68.33
一年内最高/最低(元)	10.55/6.90

### 作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
王钰舒	联系人
wangyushu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华能国际-季报点评:煤电盈利环比持续改善，转让股权助投资收益高增》  
2023-10-26
- 《华能国际-半年报点评:上半年煤电实现正盈利，新加坡业务盈利表现亮眼》  
2023-07-29
- 《华能国际-季报点评:Q1 业绩同比大幅改善，盈利修复空间仍存》  
2023-05-04

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,175.57	16,849.86	20,519.42	20,575.53	20,583.17
应收票据及应收账款	42,654.33	47,140.67	46,590.74	30,682.27	46,619.45
预付账款	6,611.14	5,854.24	3,743.97	6,747.05	3,694.18
存货	12,701.91	11,899.34	13,543.85	11,618.81	12,531.13
其他	7,510.17	8,955.47	9,645.93	8,493.37	9,324.64
<b>流动资产合计</b>	<b>86,653.12</b>	<b>90,699.57</b>	<b>94,043.91</b>	<b>78,117.03</b>	<b>92,752.58</b>
长期股权投资	23,898.40	22,685.48	22,685.48	22,685.48	22,685.48
固定资产	289,311.62	307,866.95	331,433.78	359,430.66	393,635.59
在建工程	43,127.55	57,790.31	58,674.19	65,204.51	75,122.71
无形资产	14,698.76	15,681.76	15,250.39	14,819.03	14,387.66
其他	44,847.79	46,390.61	45,335.35	45,521.09	45,679.59
<b>非流动资产合计</b>	<b>415,884.12</b>	<b>450,415.12</b>	<b>473,379.19</b>	<b>507,660.77</b>	<b>551,511.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>502,605.98</b>	<b>541,159.28</b>	<b>567,423.10</b>	<b>585,777.80</b>	<b>644,263.62</b>
短期借款	83,573.50	57,232.73	103,273.81	110,883.94	155,826.32
应付票据及应付账款	24,367.69	22,562.91	22,962.48	22,189.25	21,982.74
其他	60,043.33	80,823.47	63,510.92	76,209.76	66,574.98
<b>流动负债合计</b>	<b>167,984.52</b>	<b>160,619.11</b>	<b>189,747.21</b>	<b>209,282.96</b>	<b>244,384.03</b>
长期借款	151,677.53	162,347.84	165,642.01	145,339.43	153,297.17
应付债券	39,062.05	28,038.37	32,165.78	33,088.73	31,097.63
其他	13,989.01	15,411.15	14,307.90	14,569.35	14,762.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>204,728.58</b>	<b>205,797.37</b>	<b>212,115.69</b>	<b>192,997.52</b>	<b>199,157.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>376,061.93</b>	<b>369,796.72</b>	<b>401,862.90</b>	<b>402,280.48</b>	<b>443,541.63</b>
少数股东权益	18,008.57	39,223.90	40,309.54	41,598.51	43,102.18
股本	15,698.09	15,698.09	15,698.09	15,698.09	15,698.09
资本公积	16,607.61	16,500.63	16,500.63	16,500.63	16,500.63
留存收益	14,889.31	20,424.07	30,194.87	41,795.62	55,328.62
其他	61,340.47	79,515.87	62,857.07	67,904.47	70,092.47
<b>股东权益合计</b>	<b>126,544.05</b>	<b>171,362.56</b>	<b>165,560.20</b>	<b>183,497.32</b>	<b>200,721.99</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>502,605.98</b>	<b>541,159.28</b>	<b>567,423.10</b>	<b>585,777.80</b>	<b>644,263.62</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(10,084.89)	9,082.47	13,958.28	16,572.50	19,332.85
折旧摊销	23,348.00	24,690.37	27,980.67	30,904.15	34,308.24
财务费用	9,707.88	9,223.25	8,236.24	8,577.74	8,997.75
投资损失	(1,076.87)	(2,796.91)	(1,200.00)	(1,300.00)	(1,400.00)
营运资金变动	10,176.76	(1,210.84)	(12,734.67)	27,532.64	(26,545.39)
其它	448.67	6,508.78	1,550.92	1,841.39	2,148.09
<b>经营活动现金流</b>	<b>32,519.55</b>	<b>45,497.12</b>	<b>37,791.45</b>	<b>84,128.42</b>	<b>36,841.56</b>
资本支出	40,829.13	56,349.03	53,103.25	64,738.55	77,806.55
长期投资	994.43	(1,212.91)	0.00	0.00	0.00
其他	(81,794.92)	(110,362.26)	(103,695.97)	(128,508.29)	(154,429.15)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(39,971.36)</b>	<b>(55,226.15)</b>	<b>(50,592.72)</b>	<b>(63,769.74)</b>	<b>(76,622.60)</b>
债权融资	2,359.52	(22,238.74)	37,782.40	(19,825.81)	44,044.98
股权融资	12,590.32	18,068.42	(21,311.56)	(476.77)	(4,256.28)
其他	(6,976.87)	13,586.96	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,972.97</b>	<b>9,416.64</b>	<b>16,470.83</b>	<b>(20,302.57)</b>	<b>39,788.69</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>521.16</b>	<b>(312.40)</b>	<b>3,669.56</b>	<b>56.11</b>	<b>7.65</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>246,724.79</b>	<b>254,396.69</b>	<b>256,492.72</b>	<b>257,194.07</b>	<b>257,289.65</b>
营业成本	239,220.71	223,574.93	219,600.37	216,097.14	211,632.09
营业税金及附加	1,442.44	1,634.85	1,538.96	1,543.16	1,543.74
销售费用	180.18	237.96	222.99	223.60	223.68
管理费用	5,636.68	6,447.63	5,899.33	5,915.46	5,917.66
研发费用	1,607.85	1,532.92	1,545.55	1,549.78	1,550.35
财务费用	9,486.72	8,868.37	8,236.24	8,577.74	8,997.75
资产/信用减值损失	(2,780.35)	(3,099.07)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,076.87	2,796.91	1,200.00	1,300.00	1,400.00
其他	1,264.40	(843.31)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>(10,410.70)</b>	<b>13,245.51</b>	<b>20,349.28</b>	<b>24,287.18</b>	<b>28,524.37</b>
营业外收入	952.34	570.83	781.03	768.07	706.64
营业外支出	244.32	814.50	451.37	503.40	589.76
<b>利润总额</b>	<b>(9,702.68)</b>	<b>13,001.83</b>	<b>20,678.94</b>	<b>24,551.85</b>	<b>28,641.26</b>
所得税	382.21	3,919.37	5,169.73	6,137.96	7,160.31
<b>净利润</b>	<b>(10,084.89)</b>	<b>9,082.47</b>	<b>15,509.20</b>	<b>18,413.89</b>	<b>21,480.94</b>
少数股东损益	(2,697.77)	636.91	1,550.92	1,841.39	2,148.09
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(7,387.12)</b>	<b>8,445.56</b>	<b>13,958.28</b>	<b>16,572.50</b>	<b>19,332.85</b>
每股收益(元)	(0.47)	0.54	0.89	1.06	1.23

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.59%	3.11%	0.82%	0.27%	0.04%
营业利润	-29.67%	-227.23%	53.63%	19.35%	17.45%
归属于母公司净利润	-28.03%	-214.33%	65.27%	18.73%	16.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	3.04%	12.12%	14.38%	15.98%	17.75%
净利率	-2.99%	3.32%	5.44%	6.44%	7.51%
ROE	-6.81%	6.39%	11.14%	11.68%	12.27%
ROIC	-0.27%	4.17%	5.35%	5.62%	6.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.82%	68.33%	70.82%	68.67%	68.84%
净负债率	219.75%	154.66%	185.66%	161.35%	173.93%
流动比率	0.51	0.55	0.50	0.37	0.38
速动比率	0.43	0.48	0.42	0.32	0.33
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.72	5.67	5.47	6.66	6.66
存货周转率	16.71	20.68	20.16	20.44	21.31
总资产周转率	0.50	0.49	0.46	0.45	0.42
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.47	0.54	0.89	1.06	1.23
每股经营现金流	2.07	2.90	2.41	5.36	2.35
每股净资产	6.91	8.42	7.98	9.04	10.04
<b>估值比率</b>					
市盈率	-19.70	17.23	10.43	8.78	7.53
市净率	1.34	1.10	1.16	1.03	0.92
EV/EBITDA	13.94	7.36	8.04	6.98	6.95
EV/EBIT	94.10	13.77	15.77	13.44	13.23

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com