



# 华能国际 (600011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 火电业绩亮眼，风电装机提速

### 业绩简评

- 2024年4月23日晚间公司披露24年一季度，1Q24实现营业收入653.7亿元，同比+0.2%；归母净利润45.96亿元，同比+104.3%。业绩表现亮眼，火电度电利润显著提升。

### 经营分析

- 煤-电价格联动顺畅，火电合理收益继续上探。公司1Q24燃煤/燃机板块分别实现利润总额28.3亿元(1Q23为-0.7亿元，本期大幅扭亏)、5.4亿元(同比+64.3%)，对应度电利润总额分别为0.03元/KWh、0.08元/KWh。根据公司经营业绩公告，1Q24平均上网结算电价为497.97元/KWh，同比-3.99%。在电价下行背景下实现度电利润大幅提升，一方面体现当下火电龙头公司较为强势的上下游地位；另一方面体现煤电容量电价机制落地后带来的盈利支撑作用，火电长期合理收益可期。
- 1Q24风电新增装机提速。1Q24公司风电/光伏上网电量分别同比+24.1%/+73.7%，利润总额贡献分别为24.1/3.7亿元，分别同比+25.4%/+7%，大风季风电利润增速略高于电量增速。伴随新能源入市消纳比例增加，具备峰段出力能力的风电资产优势将得到进一步显现。根据公司经营业绩公告，1Q24公司风电/光伏新增装机分别为86.9/73.7万千瓦，风电占其中54.1%，1~4Q23各季度风电新增装机分别为11.1/29.7/60.7/101.8万千瓦，在风机成本持续下行的背景下，公司风电投资建设的节奏加快。

### 盈利预测、估值与评级

- 火电盈利修复超预期、风电资产装机提速，因此我们上修公司24/25年盈利预测，预计公司2024~2026年分别实现归母净利润147.1/166.5/178.9亿元，EPS分别为0.94/1.06/1.14元，对应PE分别为10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)：9.31 元

### 相关报告：

- 《华能国际公司点评：减值拖累业绩，分红增强股东回报》，2024.3.20
- 《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



### 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	252,678	258,813	266,425
营业收入增长率	20.59%	3.11%	-0.68%	2.43%	2.94%
归母净利润(百万元)	-7,387	8,446	14,707	16,653	17,893
归母净利润增长率	-28.03%	214.33%	74.13%	13.23%	7.45%
摊薄每股收益(元)	-0.471	0.538	0.937	1.061	1.140
每股经营性现金流净额	2.07	2.90	3.19	3.87	4.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.81%	6.39%	10.38%	10.95%	10.99%
P/E	-16.17	14.31	9.94	8.78	8.17
P/B	1.10	0.91	1.03	0.96	0.90

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	204,605	246,725	254,397	252,678	258,813	266,425	货币资金	16,350	17,176	16,850	18,002	19,931	20,109	
增长率		20.6%	3.1%	-0.7%	2.4%	2.9%	应收款项	47,405	45,388	50,176	50,761	51,993	53,522	
主营业务成本	-205,281	-239,221	-223,575	-212,611	-215,542	-220,699	存货	16,824	12,702	11,899	11,941	12,106	12,395	
%销售收入	100.3%	97.0%	87.9%	84.1%	83.3%	82.8%	其他流动资产	11,891	11,457	11,819	12,484	12,573	12,729	
毛利	-676	7,504	30,822	40,067	43,271	45,727	流动资产	92,471	86,722	90,744	93,187	96,602	98,756	
%销售收入	n.a	3.0%	12.1%	15.9%	16.7%	17.2%	%总资产	18.9%	17.3%	16.8%	15.8%	15.3%	15.0%	
营业税金及附加	-1,686	-1,442	-1,635	-1,617	-1,656	-1,705	长期投资	33,530	34,055	31,975	31,975	31,975	31,975	
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	316,307	332,443	365,658	411,568	448,498	476,900	
销售费用	-193	-180	-238	-227	-233	-240	%总资产	64.5%	66.1%	67.6%	69.9%	71.2%	72.2%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	25,692	26,483	27,635	27,974	28,209	28,343	
管理费用	-5,594	-5,637	-6,448	-6,317	-6,470	-6,661	非流动资产	397,597	415,884	450,415	496,011	533,072	561,505	
%销售收入	2.7%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	81.1%	82.7%	83.2%	84.2%	84.7%	85.0%	
研发费用	-1,325	-1,608	-1,533	-1,516	-1,553	-1,599	<b>资产总计</b>	<b>490,068</b>	<b>502,606</b>	<b>541,159</b>	<b>589,198</b>	<b>629,674</b>	<b>660,261</b>	
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	短期借款	117,156	104,517	91,500	119,463	137,716	144,094	
息税前利润 (EBIT)	-9,474	-1,363	20,968	30,389	33,359	35,523	应付款项	53,962	53,431	58,674	58,452	59,272	60,698	
%销售收入	n.a	n.a	8.2%	12.0%	12.9%	13.3%	其他流动负债	15,280	13,385	13,826	10,387	10,514	10,573	
财务费用	-8,550	-9,487	-8,868	-9,831	-10,739	-11,409	流动负债	186,398	171,333	163,999	188,302	207,503	215,364	
%销售收入	4.2%	3.8%	3.5%	3.9%	4.1%	4.3%	长期贷款	136,858	151,678	162,348	177,848	187,848	197,848	
资产减值损失	-193	-2,780	-3,099	-1,500	-1,500	-1,500	其他长期负债	42,920	53,051	43,450	40,160	38,861	37,957	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	366,176	376,062	369,797	406,309	434,212	451,170	
投资收益	822	1,077	2,797	1,534	1,620	1,732	<b>普通股股东权益</b>	<b>105,256</b>	<b>108,535</b>	<b>132,139</b>	<b>141,665</b>	<b>152,038</b>	<b>162,868</b>	
%税前利润	-5.8%	-11.1%	21.5%	6.9%	6.6%	6.6%	其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	
营业利润	-14,802	-10,411	13,246	22,075	24,280	25,986	未分配利润	16,013	6,703	12,238	21,764	32,138	42,967	
营业利润率	n.a	n.a	5.2%	8.7%	9.4%	9.8%	少数股东权益	18,636	18,009	39,224	41,224	43,424	46,224	
营业外收支	525	708	-244	200	204	208	<b>负债股东权益合计</b>	<b>490,068</b>	<b>502,606</b>	<b>541,159</b>	<b>589,198</b>	<b>629,674</b>	<b>660,261</b>	
税前利润	-14,277	-9,703	13,002	22,275	24,484	26,194	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	n.a	5.1%	8.8%	9.5%	9.8%	<b>每股指标</b>							
所得税	1,604	-382	-3,919	-5,569	-5,631	-5,501	每股收益	-0.654	-0.471	0.538	0.937	1.061	1.140	
所得税率	n.a	n.a	30.1%	25.0%	23.0%	21.0%	每股净资产	6.705	6.914	8.417	9.024	9.685	10.375	
净利润	-12,673	-10,085	9,082	16,707	18,853	20,693	每股经营现金净流	0.384	2.072	2.898	3.187	3.865	4.241	
少数股东损益	-2,409	-2,698	637	2,000	2,200	2,800	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.330	0.400	0.450	
归属于母公司的净利润	-10,264	-7,387	8,446	14,707	16,653	17,893	<b>回报率</b>							
净利率	n.a	n.a	3.3%	5.8%	6.4%	6.7%	净资产收益率	-9.75%	-6.81%	6.39%	10.38%	10.95%	10.99%	
							总资产收益率	-2.09%	-1.47%	1.56%	2.50%	2.64%	2.71%	
							投入资本收益率	-2.06%	-0.34%	3.22%	4.47%	4.67%	4.83%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	20.75%	20.59%	3.11%	-0.68%	2.43%	2.94%	
							EBIT增长率	N/A	-89.64%	1638.32%	44.93%	9.77%	6.49%	
							净利润增长率	-324.85%	-28.03%	214.33%	74.13%	13.23%	7.45%	
							总资产增长率	11.84%	2.56%	7.67%	8.88%	6.87%	4.86%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	61.1	59.0	61.5	67.0	67.0	67.0	
							存货周转天数	20.8	22.5	20.1	20.5	20.5	20.5	
							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	477.0	484.7	477.5	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	215.03%	219.71%	154.63%	168.02%	170.68%	167.30%	
							EBIT利息保障倍数	-1.1	-0.1	2.4	3.1	3.1	3.1	
							资产负债率	74.72%	74.82%	68.33%	68.96%	68.96%	68.33%	

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	2	14	41	55	134
增持	0	4	7	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.15	1.15	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
7	2024-03-20	买入	9.18	N/A

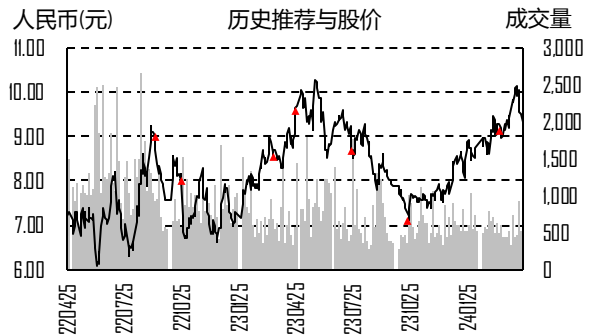
来源：国金证券研究所

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：北京市东城区建国内大街 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