

华能国际 (600011.SH)

煤电盈利同比大幅增长，新能源盈利表现稳健

买入

核心观点

营业收入微升，归母净利润同比大幅增长。2024年第一季度，公司实现营业收入 653.67 亿元 (+0.15%)，归母净利润 45.96 亿元 (+104.25%)，扣非归母净利润 43.77 亿元 (+117.98%)。公司营业收入同比小幅增长主要由于境内业务发电量同比增长，2024 年第一季度公司境内各运行电厂按合并报表口径完成上网电量 1130.36 亿千瓦时 (+5.63%)，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 497.97 元/兆瓦时 (-3.99%)；归母净利润同比大幅增加主要是由于境内业务单位燃料成本同比下降和电量同比增长。

煤价下行驱动火电盈利改善，电改推进促进火电盈利稳定。2024 年以来，煤价受供需关系变化影响呈现下降趋势，截至 2024 年 4 月 23 日，秦皇岛港 5500 大卡煤价为 816 元/吨，同比下降 17.91%，煤价下降利好火电盈利修复。容量电价政策执行，燃煤发电企业固定成本可通过容量电价进行疏导；新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源装机占比持续增加，未来项目投运将驱动公司业绩增长。2024 年第一季度，公司新增基建并网可控发电装机容量 1.61GW，其中风电 0.87GW、光伏 0.74GW。截至 2024 年第一季度，公司可控发电装机容量为 137.12GW，其中风电 16.38GW，占比 11.95%，太阳能发电机组装机容量为 13.84GW，占比 10.09%，风光新能源装机容量合计达 30.22GW，占比达 22.04%。2024 年公司持续大规模投入新能源项目建设，风电资本开支为 295.44 亿元 (+25.85%)，光伏资本开支为 353.81 亿元 (+38.50%)，未来公司新能源装机将不断增加，驱动业绩稳健增长。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价上涨；电价下滑。

投资建议：维持盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 129.8、143.1、155.5 亿元，EPS 为 0.83、0.91、0.99 元，对应 PE 分别为 11.3、10.2、9.4 倍。我们预计 2024 年新能源贡献 80.3 亿元，火电及其他贡献业绩为 49.5 亿元。给予新能源 12-13 倍 PE 估值，火电及其他 11-12 倍 PE 估值，公司合理市值为 1504-1634 亿元，对应每股合理价值为 9.61-10.44 元，较目前股价有 3%~12% 的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	246,725	254,397	258,636	263,854	269,247
(+/-%)	20.6%	3.1%	1.7%	2.0%	2.0%
净利润(百万元)	-7387	8446	12982	14306	15552
(+/-%)	-28.0%	-214.3%	53.7%	10.2%	8.7%
每股收益(元)	-0.47	0.54	0.83	0.91	0.99
EBIT Margin	0.2%	8.8%	11.0%	11.1%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	-6.8%	6.4%	9.4%	9.8%	10.1%
市盈率 (PE)	-19.8	17.3	11.3	10.2	9.4
EV/EBITDA	21.8	11.0	9.5	9.4	9.1
市净率 (PB)	1.35	1.11	1.05	1.00	0.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

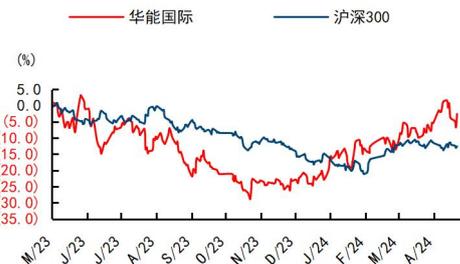
证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.61 - 10.44 元
收盘价	9.72 元
总市值/流通市值	152585/152585 百万元
52 周最高价/最低价	10.55/6.90 元
近 3 个月日均成交额	498.78 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

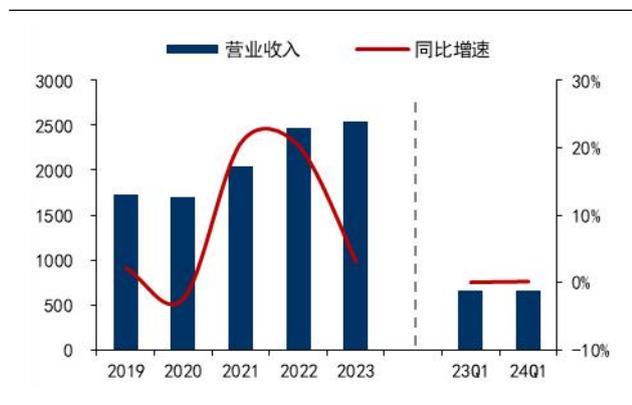
相关研究报告

- 《华能国际 (600011.SH) - 火电盈利显著改善，新能源装机大幅增长》——2024-03-26
- 《华能国际 (600011.SH) - 火电盈利进一步改善，股权转让助力业绩高增》——2023-10-25
- 《华能国际 (600011.SH) - 火电盈利持续修复，新能源业绩稳步增长》——2023-07-26
- 《华能国际 (600011.SH) - 业绩实现扭亏为盈，火电盈利仍有改善空间》——2023-07-16
- 《华能国际 (600011.SH) - 盈利改善落地，新能源业绩大幅增长》——2023-04-27

营业收入微升，归母净利润同比大幅增长。2024 年第一季度，公司实现营业收入 653.67 亿元（+0.15%），归母净利润 45.96 亿元（+104.25%），扣非归母净利润 43.77 亿元（+117.98%）。公司营业收入同比小幅增长主要由于境内业务发电量同比增长，2024 年第一季度公司境内各运行电厂按合并报表口径完成上网电量 1130.36 亿千瓦时（+5.63%），公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 497.97 元/兆瓦时（-3.99%）；归母净利润同比大幅增加主要是由于境内业务单位燃料成本同比下降和电量同比增长。

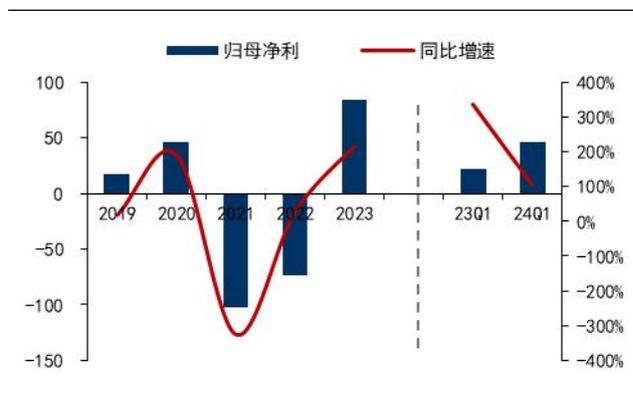
煤电盈利持续改善。分不同板块利润总额来看，2024 年第一季度，公司燃煤板块利润总额 28.25 亿元（+4151.44%），燃机板块利润总额 5.36 亿元（+64.34%），风电板块利润总额 24.14 亿元（+25.41%），光伏板块利润总额 3.70 亿元（+6.99%），水电板块利润总额 0.05 亿元（+127.22%），生物质板块利润总额-0.05 亿元（-35.69%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



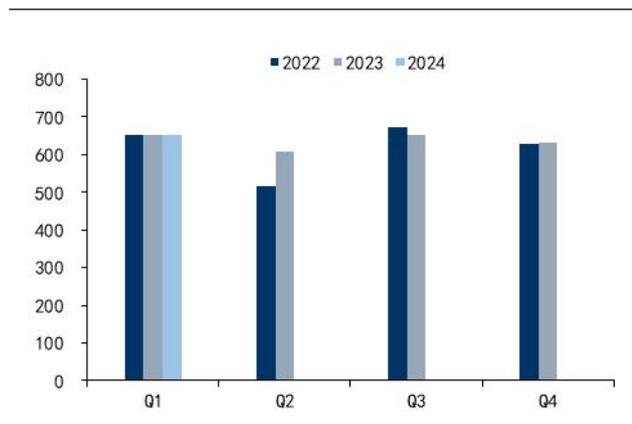
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利及增速（单位：亿元）



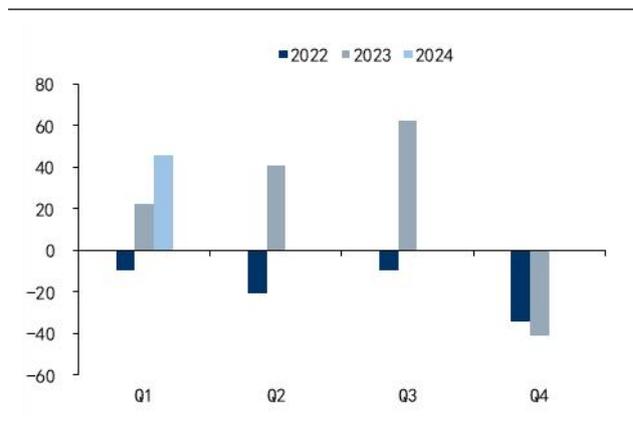
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



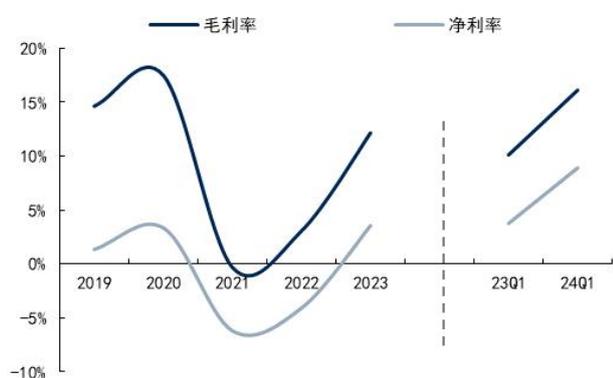
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分不同板块上网电量来看，2024 年第一季度，公司煤机板块上网电量 922.67 亿千瓦时（+3.05%），燃机板块上网电量 71.54 亿千瓦时（-1.73%），风电板块上网电量 100.28 亿千瓦时（+24.08%），光伏板块上网电量 32.22 亿千瓦时（+73.73%），

水电上网电量 1.83 亿千瓦时 (+186.40%)，生物发电 1.82 亿千瓦时 (-6.15%)。公司电量上升的主要原因是：2024 年第一季度，全国用电量保持稳步增长，拉动发电侧电量同比上升；供暖季期间，公司煤机保持较高负荷率，煤机发电量同比增长；公司持续推进绿色低碳转型，新能源装机容量同比增加较多，新能源发电量同比快速增长。

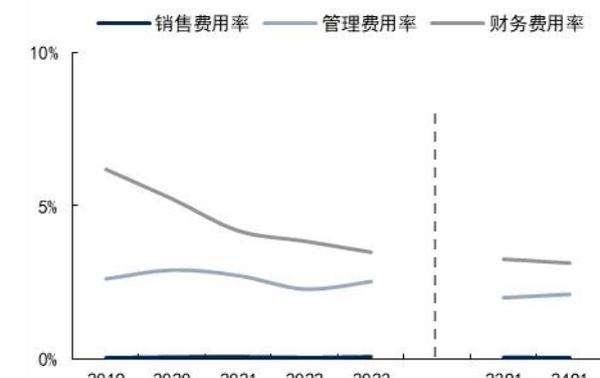
毛利率提高，费用率水平微降，净利率持续提升。得益于燃料成本同比下降，2024 年第一季度，公司毛利率为 16.07%，同比增加 5.99pct。费用率方面，同期内，公司管理费用率、财务费用率分别为 2.11%、3.13%，财务费用率同比下降 0.13pct，管理费用率同比增加 0.11pct，整体费用率水平有所下降。由于毛利率提升和费用率水平下降，2024 年第一季度公司净利率为 8.93%，同比增加 5.16pct。

图5：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

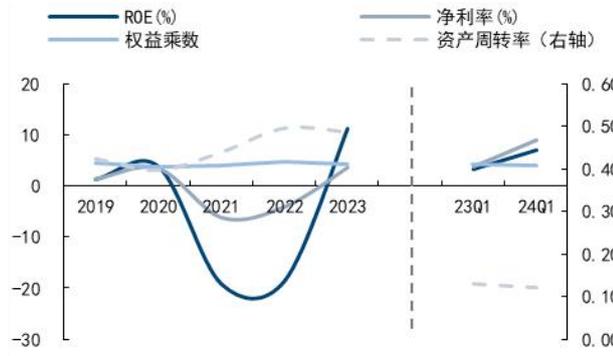
图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

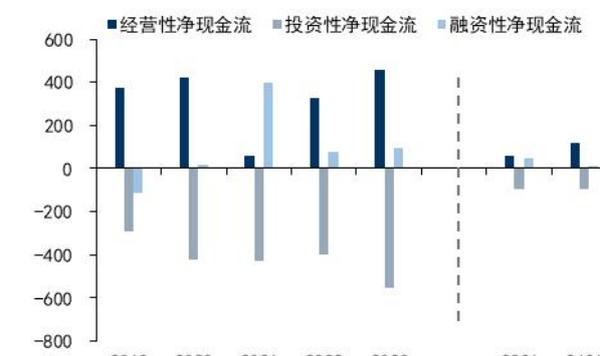
ROE 提升，经营性净现金流大幅改善。2024 年第一季度，公司 ROE 为 7.07%，同比增加 3.73pct，主要由于净利率提升。现金流方面，2023 年第一季度，公司经营净现金流 121.43 亿元 (+97.81%)，主要由于燃料采购支出下降、售电收入增长等因素影响；2024 年第一季度公司新能源等项目基建支出保持较大金额，投资性现金净流出 92.82 亿元，与 2023 年同期基本略有增长。

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤价下行驱动火电盈利改善，电改推进促进火电盈利稳定。2024年以来，煤价受供需关系变化影响呈现下降趋势，截至2024年4月23日，秦皇岛港5500大卡煤价为816元/吨，同比下降17.91%，煤价下降利好火电盈利修复。容量电价政策执行，燃煤发电企业固定成本可通过容量电价进行疏导；新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源装机占比持续增加，未来项目投运将驱动公司业绩增长。2024年第一季度，公司新增基建并网可控发电装机容量1.61GW，其中风电0.87GW、光伏0.74GW。截至2024年第一季度，公司可控发电装机容量为137.12GW，其中风电16.38GW，占比11.95%，太阳能发电机组装机容量为13.84GW，占比10.09%，风光新能源装机容量合计达30.22GW，占比达22.04%。公司“十四五”新能源发展规划逐步落地，2024年公司持续大规模投入新能源项目建设，风电资本开支为295.44亿元（+25.85%），光伏资本开支为353.81亿元（+38.50%），未来公司新能源装机将不断增加，驱动业绩稳健增长。

投资建议：维持盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为129.8、143.1、155.5亿元，EPS为0.83、0.91、0.99元，对应PE分别为11.3、10.2、9.4倍。预计2024年新能源贡献80.3亿元，火电及其他贡献业绩为49.5亿元。给予新能源12-13倍PE估值，火电及其他11-12倍PE估值，公司合理市值为1504-1634亿元，对应每股合理价值为9.61-10.44元，较目前股价有3%~12%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600027.SH	华电国际	6.72	687	0.44	0.66	0.73	0.79	15.27	10.18	9.21	8.51	6.5%	买入
600795.SH	国电电力	4.92	878	0.31	0.50	0.57	0.63	15.87	9.84	8.63	7.81	11.5%	买入
001289.SZ	龙源电力	17.82	1,490	0.75	1.01	1.09	1.22	23.76	17.64	16.35	14.61	8.8%	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17176	16850	15686	19246	25501	营业收入	246725	254397	258636	263854	269247
应收款项	45099	49835	52189	54623	57073	营业成本	239221	223575	220234	224585	228292
存货净额	12702	11899	13586	12364	12753	营业税金及附加	1442	1635	1662	1696	1730
其他流动资产	10984	11193	12613	12074	12433	销售费用	180	238	242	247	252
流动资产合计	86722	90744	95622	100783	111721	管理费用	6062	6898	8273	8177	8318
固定资产	332704	365967	375140	387726	399344	财务费用	9487	8868	9943	10330	10623
无形资产及其他	14699	15682	16651	17621	18590	投资收益	1077	2797	1797	2206	2706
投资性房地产	44583	46081	46081	46081	46081	资产减值及公允价值变动	(2732)	(2972)	(4072)	(2972)	(2972)
长期股权投资	23898	22685	22839	22817	22457	其他收入	912	238	1524	1240	1186
资产总计	502606	541159	556333	575029	598193	营业利润	(10411)	13246	17530	19293	20952
短期借款及交易性金融负债	104517	91500	91500	91500	91500	营业外净收支	708	(244)	(244)	(244)	(244)
应付款项	24368	22563	23694	22832	23271	利润总额	(9703)	13002	17286	19049	20708
其他流动负债	42449	49937	44666	44728	47047	所得税费用	382	3919	3457	3810	4142
流动负债合计	171333	163999	159859	159059	161817	少数股东损益	(2698)	637	847	933	1014
长期借款及应付债券	190740	190386	201057	211727	222397	归属于母公司净利润	(7387)	8446	12982	14306	15552
其他长期负债	13989	15411	17141	18346	19799						
长期负债合计	204729	205797	218197	230073	242196	现金流量表 (百万元)					
负债合计	376062	369797	378056	389132	404014	净利润	(7387)	8446	12982	14306	15552
少数股东权益	18009	39224	39647	40114	40621	资产减值准备	2643	240	241	163	134
股东权益	108535	132139	138630	145783	153559	折旧摊销	23348	24690	26474	28070	29788
负债和股东权益总计	502606	541159	556333	575029	598193	公允价值变动损失	2643	240	241	163	134
						财务费用	9487	8868	9943	10330	10623
关键财务与估值指标						营运资本变动	4355	1545	(9556)	(1474)	(439)
每股收益	(0.47)	0.54	0.83	0.91	0.99	其它	6918	10336	8329	8427	8290
每股红利	0.00	0.00	0.41	0.46	0.50	经营活动现金流	32520	45497	38711	49656	53460
每股净资产	6.91	8.42	8.83	9.29	9.78	资本开支	(40726)	(59380)	(36903)	(41788)	(42509)
ROIC	0%	4%	5%	5%	5%	其它投资现金流	(211)	(205)	(580)	(928)	(1485)
ROE	-7%	6%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(39971)	(55226)	(37637)	(42695)	(43635)
毛利率	3%	12%	15%	15%	15%	权益性融资	25867	55664	0	0	0
EBIT Margin	0%	9%	11%	11%	11%	负债净变化	14820	10670	10670	10670	10670
EBITDA Margin	10%	18%	21%	22%	22%	支付股利、利息	0	0	(6491)	(7153)	(7776)
收入增长	21%	3%	2%	2%	2%	其它融资现金流	(34435)	(41244)	0	0	0
净利润增长率	-28%	-214%	54%	10%	9%	融资活动现金流	7973	9417	(2238)	(3401)	(3570)
资产负债率	78%	76%	75%	75%	74%	现金净变动	825	(326)	(1164)	3560	6255
息率	0.0%	0.0%	4.4%	4.9%	5.3%	货币资金的期初余额	16350	17176	16850	15686	19246
P/E	(19.8)	17.3	11.3	10.2	9.4	货币资金的期末余额	17176	16850	15686	19246	25501
P/B	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	(17556)	2837	8142	11337
EV/EBITDA	21.8	11.0	9.5	9.4	9.1	权益自由现金流	0	(48130)	5553	10549	13509

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032