



华能国际 (600011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

多重因素拖累 Q2 业绩

业绩简评

- 2024年7月30日晚间公司披露24年半年报，1H24实现营收1188.1亿元，同比-5.7%；归母净利润74.5亿元，同比+18.2%。其中，2024实现营收534.4亿元，同比-12.1%；归母净利润28.6亿元，同比-29.6%。电量下滑+供热贡献下降+煤价较高拖累Q2煤机板块盈利；季节性因素+新机转固+机组关停拖累Q2风电利润。

经营分析

- 电量下滑+供热贡献下降+煤价较高，2024煤机盈利能力环比下滑。公司2024煤机板块实现利润总额11.6亿元，对应度电利润总额0.015元/KWh（环比-0.016元/KWh）。根据公司经营业绩公告，1H24平均上网结算电价为498.7元/MWh，同比-3.2%，相比1Q24数据同比降幅收窄，表明火电2024中长协电价签订情况良好。煤电盈利环比下滑或受三方面因素影响：(1) 2024来水偏丰、机组检修因素影响下，煤机上网电量同比-9.7%，度电固定成本上升；(2) 采暖季结束，供热利润贡献减少；(3) 1H24入炉除税标煤单价仍有1010.3元/吨，维持高位。
- 季节性因素+新机转固+机组关停影响风电利润。2024公司风电/光伏新增装机分别为185.4/1252.9MW，风电/光伏上网电量分别同比+1.8%/+74.6%，利润总额贡献分别为16.2/8.8亿元，分别同比-23%/+33.2%。风电利润下滑预计主因：(1) 小风季；(2) 1Q24新增装机转固；(3) 2024文昌风电厂关停风机32台（47.5兆瓦）；光伏利润增速不及电量增速预计主因平价机组增多、市场化交易比例提升带来电价同比下行。

盈利预测、估值与评级

- 预计公司2024~2026年分别实现归母净利润123.5/157.9/166.7亿元，EPS分别为0.79/1.01/1.06元，对应PE分别为10倍、8倍和7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。

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业S1130524070001）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.21元

相关报告：

- 《华能国际公司点评：火电业绩亮眼，风电装机提速》，2024.4.23
- 《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



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	243,324	246,515	249,966
营业收入增长率	20.59%	3.11%	-4.35%	1.31%	1.40%
归母净利润(百万元)	-7,387	8,446	12,352	15,785	16,674
归母净利润增长率	-28.03%	214.33%	46.25%	27.80%	5.63%
摊薄每股收益(元)	-0.471	0.538	0.787	1.006	1.062
每股经营性现金流净额	2.07	2.90	3.47	3.82	4.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.81%	6.39%	8.84%	10.57%	10.49%
P/E	-16.17	14.31	10.43	8.16	7.73
P/B	1.10	0.91	0.92	0.86	0.81

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	204,605	246,725	254,397	243,324	246,515	249,966
增长率		20.6%	3.1%	-4.4%	1.3%	1.4%
主营业务成本	-205,281	-239,221	-223,575	-207,045	-205,129	-206,672
%销售收入	100.3%	97.0%	87.9%	85.1%	83.2%	82.7%
毛利	-676	7,504	30,822	36,279	41,387	43,294
%销售收入	n.a	3.0%	12.1%	14.9%	16.8%	17.3%
营业税金及附加	-1,686	-1,442	-1,635	-1,703	-1,726	-1,750
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-193	-180	-238	-219	-222	-225
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-5,594	-5,637	-6,448	-6,205	-6,286	-6,374
%销售收入	2.7%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-1,325	-1,608	-1,533	-1,217	-1,233	-1,250
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	-9,474	-1,363	20,968	26,936	31,921	33,695
%销售收入	n.a	n.a	8.2%	11.1%	12.9%	13.5%
财务费用	-8,550	-9,487	-8,868	-9,517	-10,428	-11,125
%销售收入	4.2%	3.8%	3.5%	3.9%	4.2%	4.5%
资产减值损失	-193	-2,780	-3,099	-1,500	-1,500	-1,500
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	822	1,077	2,797	1,534	1,620	1,732
%税前利润	-5.8%	-11.1%	21.5%	8.0%	6.9%	7.0%
营业利润	-14,802	-10,411	13,246	18,936	23,154	24,442
营业利润率	n.a	n.a	5.2%	7.8%	9.4%	9.8%
营业外收支	525	708	-244	200	204	208
税前利润	-14,277	-9,703	13,002	19,136	23,358	24,650
利润率	n.a	n.a	5.1%	7.9%	9.5%	9.9%
所得税	1,604	-382	-3,919	-4,784	-5,372	-5,177
所得税率	n.a	n.a	30.1%	25.0%	23.0%	21.0%
净利润	-12,673	-10,085	9,082	14,352	17,985	19,474
少数股东损益	-2,409	-2,698	637	2,000	2,200	2,800
归属于母公司的净利润	-10,264	-7,387	8,446	12,352	15,785	16,674
净利率	n.a	n.a	3.3%	5.1%	6.4%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-12,673	-10,085	9,082	14,352	17,985	19,474
少数股东损益	-2,409	-2,698	637	2,000	2,200	2,800
非现金支出	21,875	26,694	28,230	29,440	33,384	36,912
非经营收益	4,733	7,968	8,812	8,602	8,565	9,088
营运资金变动	-7,902	7,943	-627	2,122	-44	-450
经营活动现金净流	6,033	32,520	45,497	54,515	59,891	65,024
资本开支	-42,969	-40,278	-59,218	-74,713	-70,120	-65,007
投资	-452	-445	788	5	0	0
其他	765	751	3,204	1,890	1,620	1,732
投资活动现金净流	-42,657	-39,971	-55,226	-72,818	-68,500	-63,275
股权募资	1,877	25,867	55,664	0	0	0
债权募资	55,616	7,787	-14,269	35,148	28,118	19,036
其他	-17,725	-16,681	-14,978	-14,426	-16,789	-18,222
筹资活动现金净流	39,767	16,973	26,417	20,721	11,329	814
现金净流量	2,297	9,962	16,634	2,419	2,720	2,563

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,350	17,176	16,850	17,400	18,819	20,475
应收款项	47,405	45,388	50,176	51,305	51,978	52,705
存货	16,824	12,702	11,899	13,047	13,488	13,589
其他流动资产	11,891	11,457	11,819	13,462	13,610	13,659
流动资产	92,471	86,722	90,744	95,214	97,894	100,428
%总资产	18.9%	17.3%	16.8%	16.1%	15.5%	15.2%
长期投资	33,530	34,055	31,975	31,614	31,614	31,614
固定资产	316,307	332,443	365,658	411,582	448,512	476,914
%总资产	64.5%	66.1%	67.6%	69.7%	71.2%	72.2%
无形资产	25,692	26,483	27,635	27,974	28,209	28,343
非流动资产	397,597	415,884	450,415	495,003	532,064	560,497
%总资产	81.1%	82.7%	83.2%	83.9%	84.5%	84.8%
资产总计	490,068	502,606	541,159	590,216	629,958	660,925
短期借款	117,156	104,517	91,500	113,788	131,906	140,943
应付款项	53,962	53,431	58,674	59,295	59,969	60,430
其他流动负债	15,280	13,385	13,826	19,163	19,707	19,673
流动负债	186,398	171,333	163,999	192,247	211,582	221,045
长期贷款	136,858	151,678	162,348	177,348	187,348	197,348
其他长期负债	42,920	53,051	43,450	39,617	38,317	37,412
负债	366,176	376,062	369,797	409,212	437,247	455,805
普通股股东权益	105,256	108,535	132,139	139,781	149,287	158,897
其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	16,013	6,703	12,238	19,880	29,386	38,996
少数股东权益	18,636	18,009	39,224	41,224	43,424	46,224
负债股东权益合计	490,068	502,606	541,159	590,216	629,958	660,925

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.654	-0.471	0.538	0.787	1.006	1.062
每股净资产	6.705	6.914	8.417	8.904	9.510	10.122
每股经营现金净流	0.384	2.072	2.898	3.473	3.815	4.142
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.300	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	-9.75%	-6.81%	6.39%	8.84%	10.57%	10.49%
总资产收益率	-2.09%	-1.47%	1.56%	2.09%	2.51%	2.52%
投入资本收益率	-2.06%	-0.34%	3.22%	4.03%	4.54%	4.65%
增长率						
主营业务收入增长率	20.75%	20.59%	3.11%	-4.35%	1.31%	1.40%
EBIT 增长率	N/A	-89.64%	1638.32%	28.46%	18.51%	5.56%
净利润增长率	-324.85%	-28.03%	214.33%	46.25%	27.80%	5.63%
总资产增长率	11.84%	2.56%	7.67%	9.07%	6.73%	4.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.1	59.0	61.5	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	20.8	22.5	20.1	23.0	24.0	24.0
应付账款周转天数	33.1	33.4	32.8	31.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	474.8	428.0	441.7	495.4	508.8	509.0
偿债能力						
净负债/股东权益	215.03%	219.71%	154.63%	166.69%	170.42%	168.58%
EBIT 利息保障倍数	-1.1	-0.1	2.4	2.8	3.1	3.0
资产负债率	74.72%	74.82%	68.33%	69.33%	69.41%	68.96%

来源：公司公告、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	1	8	17	26	90
增持	1	6	10	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.43	1.37	1.32	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
8	2024-04-23	买入	9.50	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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





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