

# 华能国际 (600011.SH)

优于大市

电价下降影响营收，煤价下降推动业绩增长

## 核心观点

**电价下降致营业收入同比下降，归母净利润实现同比增长。**2024H1，公司实现营业收入 1188.06 亿元（-5.73%），归母净利润 74.54 亿元（+18.16%）。2024 年第二季度，公司实现营业收入 534.39 亿元（-12.05%），归母净利润 28.58 亿元（-29.58%）。2024 年上半年公司营业收入同比下降原因主要系电价下降影响，2024 年上半年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 498.70 元/MWh（-3.21%）。公司归母净利润同比增长的主要原因：一是公司持续加大成本管控力度，实现单位燃料成本同比下降，2024 年 H1 公司累计入炉除税标煤单价 1010.32 元/吨（-11.20%）；二是新能源规模扩大，利润贡献同比增长。

**电改持续推进，未来火电盈利有望趋稳。**国家政策持续推进深化电力体制改革，加快构建新型电力系统，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；同时，预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将维持合理水平，煤电板块盈利表现稳健。

**新能源消纳有望改善，新能源板块盈利将逐步企稳。**国家政策大力推动新能源消纳水平提升，预计未来新能源消纳水平将逐步改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响将逐步弱化，新能源板块的盈利将逐步稳定。2024 年上半年，公司新增新能源装机容量 3.04GW，其中风电、光伏分别为 1.05、1.99GW；截至 2024 年上半年，公司可控发电装机容量 138.57GW。其中煤电 93.14GW，天然气发电 13.29GW，风电 16.52GW，光伏 15.09GW，水电 0.37GW，生物质发电 0.16GW。未来新能源盈利企稳，公司新能源装机规模持续增加，推动公司业绩进一步增长。

**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：**由于电价、电量下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 115.6/120.3/128.5 亿元（原预测值为 129.8/143.1/155.5 亿元），EPS 为 0.74/0.77/0.82 元，对应 PE 分别为 11.2/10.7/10.0 倍。预计 2024 年新能源贡献 75.2 亿元，火电及其他贡献业绩为 40.4 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 1347-1462 亿元，对应每股合理价值为 8.58-9.31 元，较目前股价有 4%~13% 的溢价空间，维持“优于大市”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	249,874	252,582	256,483
(+/-%)	20.6%	3.1%	-1.8%	1.1%	1.5%
净利润(百万元)	-7387	8446	11558	12027	12846
(+/-%)	-28.0%	-214.3%	36.9%	4.1%	6.8%
每股收益(元)	-0.47	0.54	0.74	0.77	0.82
EBIT Margin	0.2%	8.8%	9.9%	10.0%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	-6.8%	6.4%	8.4%	8.4%	8.5%
市盈率 (PE)	-17.4	15.3	11.2	10.7	10.0
EV/EBITDA	21.1	10.6	9.9	9.6	9.5
市净率 (PB)	1.19	0.98	0.93	0.90	0.86

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：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	优于大市(维持)
合理估值	8.58 - 9.31 元
收盘价	7.95 元
总市值/流通市值	124800/124800 百万元
52 周最高价/最低价	10.22/6.90 元
近 3 个月日均成交额	544.97 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

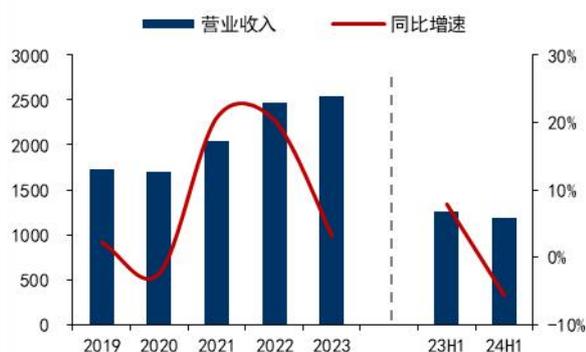
### 相关研究报告

- 《华能国际 (600011.SH) - 煤电盈利同比大幅增长，新能源盈利表现稳健》——2024-04-25
- 《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

电价下降致营业收入同比下降，归母净利润实现同比增长。2024年上半年，公司实现营业收入1188.06亿元（-5.73%），归母净利润74.54亿元（+18.16%），扣非归母净利润71.80亿元（+28.87%）。2024年第二季度，公司实现营业收入534.39亿元（-12.05%），归母净利润28.58亿元（-29.58%）。2024年上半年公司营业收入同比下降原因主要系电价下降影响，2024年上半年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为498.70元/MWh（-3.21%）。公司归母净利润同比增长的主要原因：一是公司持续加大成本管控力度，发挥煤电机组对电力供应的“稳定器”和“压舱石”支撑作用，实现单位燃料成本同比下降和煤机利润同比增长，2024年上半年公司累计入炉除税标煤单价1010.32元/吨，同比下降11.20%；二是新能源规模扩大，利润贡献同比增长。

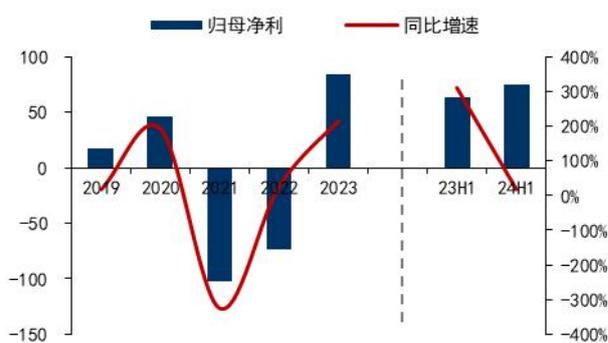
分板块利润总额来看，2024H1，公司燃煤板块利润总额39.80亿元（+571.00%），燃机板块利润总额5.70亿元（+63.00%），风电板块利润总额40.30亿元（+0.20%），光伏板块利润总额12.45亿元（+24.00%）。2024年第二季度，燃煤板块利润总额11.55亿元（+74.21%），燃机板块利润总额0.34亿元（+36.00%）；风电板块利润总额16.16亿元（-23.01%），光伏板块利润总额8.75亿元（+33.18%）。

图1: 公司营业收入及增速（单位：亿元）



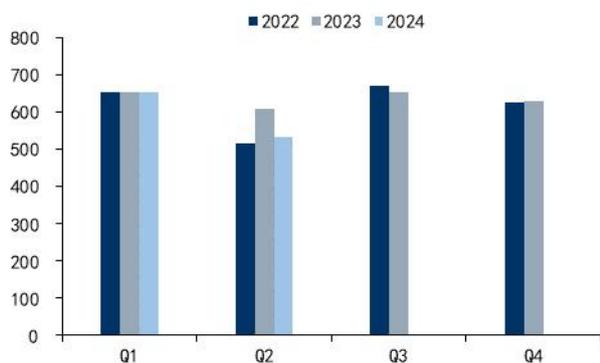
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速（单位：亿元）



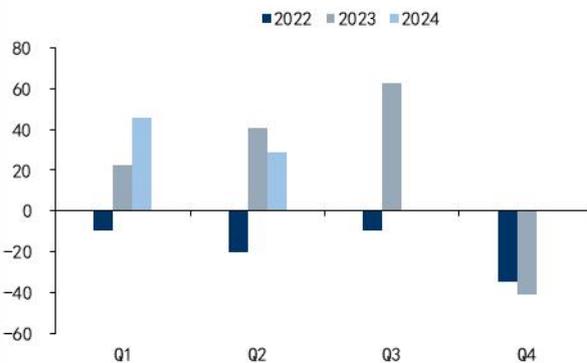
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

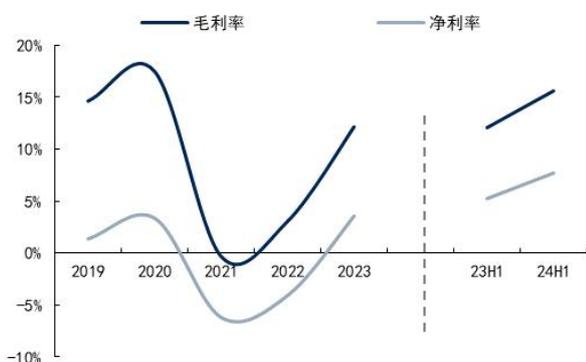


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**火电上网电量同比下降，风光新能源上网电量持续增长。**2024H1，公司中国境内电厂上网电量 2106.78 亿千瓦时(-0.22%)。其中煤机 1704.00 亿千瓦时(-3.19%)，燃机 123.34 亿千瓦时(-4.14%)，风电 188.80 亿千瓦时(+12.53%)，光伏 81.98 亿千瓦时(+74.24%)，水电 5.00 亿千瓦时(+52.67%)。2024 年第二季度，公司中国境内电厂上网电量 976.43 亿千瓦时(-6.24%)，其中煤机 781.33 亿千瓦时(-9.65%)，燃机 51.80 亿千瓦时(-7.28%)，风电 88.51 亿千瓦时(+1.80%)，光伏 49.77 亿千瓦时(+74.57%)，水电 3.17 亿千瓦时(+20.23%)。

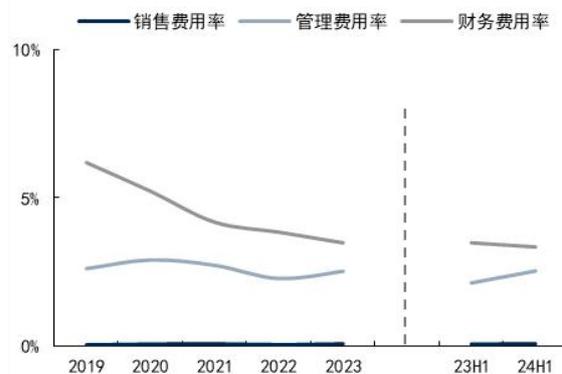
**毛利率提高，费用率水平小幅上升，净利率同比增长，盈利能力增强。**得益于煤价同比下降，2024H1 公司毛利率为 15.57%，同比增加 3.54pct。费用率方面，公司财务费用率同比减少 0.14pct 至 3.35%，管理费用率则同比增加 0.41pct 至 2.55%，整体费用率水平有所提升。由于毛利率提升影响，2024H1 公司净利率为 7.71%，同比增加 2.46pct。

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

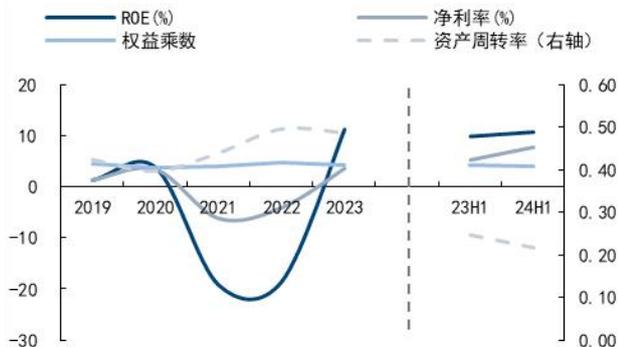
图6: 公司三项费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**ROE 增加，经营性净现金流同比改善。**2024H1，公司 ROE 为 10.75%，同比增加 0.85pct，主要由于净利率同比增加影响。2024H1，经营性净现金流 236.03 亿元(+71.54%)，主要由于上半年盈利同比增长以及经营性应收应付款项净占用资金同比减少；公司上半年基建支出同比增加，投资性现金净流出 224.84 亿元(+6.27%)；融资性现金净流入 29.11 亿元(-60.89%)，主要由于净融资额同比减少。

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

**电改持续推进，未来火电盈利有望趋稳。**国家政策持续推进深化电力体制改革，加快构建新型电力系统，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；同时，预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将维持合理水平，煤电板块盈利表现稳健。

**新能源消纳有望改善，新能源板块盈利将逐步企稳。**2024年5月，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，强调提升电力系统对新能源的消纳能力，确保新能源大规模发展的同时保持合理利用水平。同期国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，提出加快建设大型风电光伏基地外送通道，提升跨省跨区输电能力；加快配电网改造，提升分布式新能源承载力；通过采取以上举措增强新能源消纳能力。国家政策大力推动新能源消纳水平提升，预计未来新能源消纳水平将逐步改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响将逐步弱化，新能源板块的盈利将逐步稳定。2024年上半年，公司新增新能源装机容量3.04GW，其中风电、光伏分别为1.05、1.99GW；截至2024年上半年，公司可控发电装机容量138.57GW。其中煤电93.14GW，天然气发电13.29GW，风电16.52GW，光伏15.09GW，水电0.37GW，生物质发电0.16GW。未来新能源盈利企稳，公司新能源装机规模持续增加，推动公司业绩进一步增长。

**投资建议：**由于电价、电量下降，下调盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为115.6/120.3/128.5亿元（原预测值为129.8/143.1/155.5亿元），EPS为0.74/0.77/0.82元，对应PE分别为11.2/10.7/10.0倍。预计2024年新能源贡献75.2亿元，火电及其他贡献业绩为40.4亿元。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1347-1462亿元，对应每股合理价值为8.58-9.31元，较目前股价有4%~13%的溢价空间，维持“优于大市”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	5.93	606	0.44	0.66	0.73	0.79	13.48	8.98	8.12	7.51	6.5%	优于大市
600795.SH	国电电力	5.68	1,013	0.31	0.50	0.57	0.63	18.32	11.36	9.96	9.02	11.5%	优于大市
001289.SZ	龙源电力	17.21	1,439	0.75	1.01	1.09	1.22	22.95	17.04	15.79	14.11	8.8%	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 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	15421	16752	21437	营业收入	246725	254397	249874	252582	256483
应收款项	45099	49835	51458	53684	56009	营业成本	239221	223575	215535	217593	220403
存货净额	12702	11899	13256	11924	12246	营业税金及附加	1442	1635	1606	1623	1648
其他流动资产	10984	11193	12186	11558	11843	销售费用	180	238	234	236	240
<b>流动资产合计</b>	<b>86722</b>	<b>90744</b>	<b>93869</b>	<b>96394</b>	<b>105497</b>	管理费用	6062	6898	8010	7839	7935
固定资产	332704	365967	375140	387726	399344	财务费用	9487	8868	9957	10374	10705
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)	(2272)	(2172)	(2172)
长期股权投资	23898	22685	22839	22817	22457	其他收入	912	238	1576	1307	1263
<b>资产总计</b>	<b>502606</b>	<b>541159</b>	<b>554581</b>	<b>570639</b>	<b>591969</b>	营业利润	(10411)	13246	15634	16258	17348
短期借款及交易性金融负债	104517	91500	92182	91500	91500	营业外净收支	708	(244)	(244)	(244)	(244)
应付款项	24368	22563	23119	22019	22345	利润总额	(9703)	13002	15390	16014	17105
其他流动负债	42449	49937	43565	43123	45162	<b>所得税费用</b>	<b>382</b>	<b>3919</b>	<b>3078</b>	<b>3203</b>	<b>3421</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>171333</b>	<b>163999</b>	<b>158865</b>	<b>156642</b>	<b>159007</b>	少数股东损益	(2698)	637	754	784	838
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	11558	12027	12846
其他长期负债	13989	15411	17141	18346	19799	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>204729</b>	<b>205797</b>	<b>218197</b>	<b>230073</b>	<b>242196</b>	<b>净利润</b>	(7387)	8446	11558	12027	12846
<b>负债合计</b>	<b>376062</b>	<b>369797</b>	<b>377062</b>	<b>386715</b>	<b>401203</b>	资产减值准备	2643	240	241	163	134
少数股东权益	18009	39224	39601	39993	40412	折旧摊销	23348	24690	26474	28070	29788
股东权益	108535	132139	137918	143931	150354	公允价值变动损失	2643	240	241	163	134
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>502606</b>	<b>541159</b>	<b>554581</b>	<b>570639</b>	<b>591969</b>	财务费用	9487	8868	9957	10374	10705
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	4355	1545	(9745)	(1807)	(567)
每股收益	(0.47)	0.54	0.74	0.77	0.82	其它	6918	10336	8296	8397	8284
每股红利	0.00	0.20	0.37	0.38	0.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>32520</b>	<b>45497</b>	<b>37065</b>	<b>47013</b>	<b>50620</b>
每股净资产	6.91	8.42	8.79	9.17	9.58	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%	8%	8%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(39971)</b>	<b>(55226)</b>	<b>(37637)</b>	<b>(42695)</b>	<b>(43635)</b>
毛利率	3%	12%	14%	14%	14%	权益性融资	25867	55664	0	0	0
EBIT Margin	0%	9%	10%	10%	10%	负债净变化	14820	10670	10670	10670	10670
EBITDA Margin	10%	18%	21%	21%	22%	支付股利、利息	0	(3140)	(5779)	(6013)	(6423)
收入增长	21%	3%	-2%	1%	2%	其它融资现金流	(34435)	(38105)	682	(682)	0
净利润增长率	-28%	-214%	37%	4%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>7973</b>	<b>9417</b>	<b>(857)</b>	<b>(2988)</b>	<b>(2299)</b>
资产负债率	78%	76%	75%	75%	75%	<b>现金净变动</b>	<b>825</b>	<b>(326)</b>	<b>(1429)</b>	<b>1331</b>	<b>4686</b>
息率	0.0%	2.4%	4.5%	4.7%	5.0%	货币资金的期初余额	16350	17176	16850	15421	16752
P/E	(17.4)	15.3	11.2	10.7	10.0	货币资金的期末余额	17176	16850	15421	16752	21437
P/B	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	企业自由现金流	0	(17556)	(298)	4776	7752
EV/EBITDA	21.1	10.6	9.9	9.6	9.5	权益自由现金流	0	(44990)	3089	6465	9858

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.CSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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中所提及的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