



增持（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：7.74

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

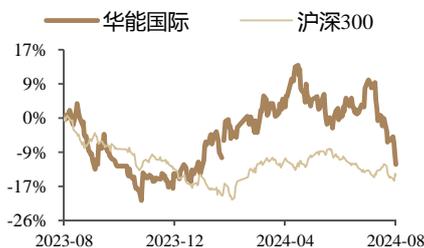
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.78	-11.73	-15.50
相对涨幅(%)	-16.56	-7.24	-10.36

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《华能国际（600011.SH）：煤电盈利修复，风光投产加速》，2024.3.22
- 《华能国际（600011.SH）：火电业绩修复，风光投产加速》，2024.2.2
- 《华能国际（600011.SH）：三季度归母净利润创历史新高，煤电业务明显修复》，2023.10.25
- 《华能国际（600011.SH）：火电修复迎业绩拐点，绿电转型供长期动力》，2023.8.2

华能国际（600011.SH）：Q2业绩同环比均下滑，煤电、风电盈利较弱

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，2024 上半年公司实现营业收入 1188 亿元，同比-5.7%；实现归母净利润 74.5 亿元，同比+18.2%。
- 24Q2 业绩低于预期，风电、煤电利润总额环比下滑。**2024Q2 公司实现营业收入 534.4 亿元，同比-12.1%；实现归母净利润 28.6 亿元，同比-29.6%，低于我们此前预期。其中，公司 2024Q2 煤机板块实现利润总额 11.6 亿元，环比下降 59.1%；风电板块实现利润总额 16.2 亿元，环比下降 33.1%。
- Q2 煤电利润下滑或受发电量减少+煤耗提升影响，度电盈利下滑明显。**2024Q2 公司燃煤发电业务实现利润总额 11.6 亿元，度电利润总额 0.015 元/Kwh，较 2024Q1 下降 0.016 元/Kwh。我们认为度电盈利环比降幅较大的原因或有以下几点：（1）受来水偏丰，降水影响用电需求，机组检修等因素影响，24Q2 上网电量较 24Q1 减少 141.3 亿度，燃煤机组的度电固定成本或将有所提升；（2）因为 Q1 为供暖季，供电煤耗相对较低，Q2 煤耗或将有所提升。
- Q2 风电利润总额同比下降 23%，或因来风不佳影响。**2024Q2 公司风电并网装机 185.4MW，并网光伏 1252.9MW，同时公司在 24Q2 关停了文昌风电场风机 32 台（合计 47.5MW）。从上网电量来看，公司 24Q2 风电上网电量仅同比 +1.8%，而 24H1 风电上网电量同比+12.5%，我们预计 24Q2 来风情况较差，影响风电出力，导致度电利润有所下滑，24Q2 风电板块度电利润为 0.183 元/Kwh，环比下降 0.058 元/Kwh，风电板块利润总额 16.2 亿元，同比下降 23.0%，环比下降 33.1%。
- 投资建议与估值：**参考公司半年报，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2570.8 亿元、2635.4 亿元、2686.6 亿元，增速分别为 1.1%、2.5%、1.9%，归母净利润分别为 118.33 亿元、127.73 亿元、135.09 亿元，增速分别为 40.1%、7.9%、5.8%，维持“增持”评级。
- 风险提示：**煤炭价格波动风险、电价下调风险、风电、光伏新增装机不及预期等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	15,698.09		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	10,997.71	营业收入(百万元)	246,725	254,397	257,084	263,543	268,664
52 周内股价区间(元):	6.95-9.92	(+/-)YOY(%)	20.3%	3.1%	1.1%	2.5%	1.9%
总市值(百万元):	121,503.24	净利润(百万元)	-7,387	8,446	11,833	12,773	13,509
总资产(百万元):	552,246.28	(+/-)YOY(%)	26.2%	214.3%	40.1%	7.9%	5.8%
每股净资产(元):	8.63	全面摊薄 EPS(元)	-0.47	0.54	0.75	0.81	0.86
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	3.0%	12.1%	16.2%	17.0%	17.6%
		净资产收益率(%)	-6.8%	6.4%	8.4%	8.3%	8.1%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.75	0.81	0.86
每股净资产	8.42	8.97	9.78	10.65
每股经营现金流	2.90	4.74	2.76	6.49
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	22.00	10.27	9.51	8.99
P/B	0.91	0.86	0.79	0.73
P/S	0.48	0.47	0.46	0.45
EV/EBITDA	8.28	6.06	6.18	5.79
股息率%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	12.1%	16.2%	17.0%	17.6%
净利润率	3.6%	6.0%	6.5%	6.7%
净资产收益率	6.4%	8.4%	8.3%	8.1%
资产回报率	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
投资回报率	3.4%	4.9%	4.8%	4.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.1%	1.1%	2.5%	1.9%
EBIT 增长率	3956.4%	48.5%	10.7%	5.5%
净利润增长率	214.3%	40.1%	7.9%	5.8%
偿债能力指标				
资产负债率	68.3%	68.5%	68.4%	68.2%
流动比率	0.6	0.4	0.6	0.5
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.3
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.6	51.3	56.7	56.2
存货周转天数	19.8	18.9	20.3	19.7
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8,446	11,833	12,773	13,509
少数股东损益	637	3,535	4,488	4,503
非现金支出	28,230	41,756	42,443	48,529
非经营收益	8,812	8,401	8,520	9,630
营运资金变动	-627	8,837	-24,907	25,787
经营活动现金流	45,497	74,361	43,317	101,958
资产	-59,218	-88,501	-64,514	-110,016
投资	788	-7,936	-2,673	-3,194
其他	3,204	771	1,613	1,801
投资活动现金流	-55,226	-95,665	-65,574	-111,408
债权募资	-14,269	34,000	34,000	34,000
股权募资	55,664	0	0	0
其他	-31,978	-12,441	-10,431	-11,632
融资活动现金流	9,417	21,559	23,569	22,368
现金净流量	-366	255	1,312	12,918

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 1 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	254,397	257,084	263,543	268,664
营业成本	223,575	215,509	218,711	221,367
毛利率%	12.1%	16.2%	17.0%	17.6%
营业税金及附加	1,635	1,543	1,581	1,612
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	238	223	223	237
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	6,448	7,198	6,693	7,052
管理费用率%	2.5%	2.8%	2.5%	2.6%
研发费用	1,533	1,628	1,658	1,670
研发费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
EBIT	22,230	33,006	36,533	38,536
财务费用	8,868	9,048	10,175	11,356
财务费用率%	3.5%	3.5%	3.9%	4.2%
资产减值损失	-2,972	-4,367	-4,624	-4,165
投资收益	2,797	771	1,613	1,801
营业利润	13,246	20,490	23,646	25,017
营业外收支	-244	0	0	0
利润总额	13,002	20,490	23,646	25,017
EBITDA	47,361	70,395	74,352	82,900
所得税	3,919	5,123	6,384	7,005
有效所得税率%	30.1%	25.0%	27.0%	28.0%
少数股东损益	637	3,535	4,488	4,503
归属母公司所有者净利润	8,446	11,833	12,773	13,509

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,850	17,105	18,416	31,334
应收账款及应收票据	47,141	33,208	58,566	35,749
存货	11,899	10,752	13,931	10,272
其它流动资产	14,854	15,625	14,334	15,989
流动资产合计	90,744	76,690	105,248	93,344
长期股权投资	22,685	30,247	32,679	35,606
固定资产	307,867	357,875	384,418	443,873
在建工程	57,790	46,674	39,205	36,923
无形资产	15,682	20,909	23,149	25,966
非流动资产合计	450,415	505,225	530,267	595,148
资产总计	541,159	581,915	635,515	688,492
短期借款	57,233	72,233	87,233	102,233
应付票据及应付账款	22,563	23,351	25,104	23,960
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	84,204	77,943	78,529	80,638
流动负债合计	163,999	173,527	190,866	206,830
长期借款	162,348	177,348	192,348	207,348
其它长期负债	43,450	47,450	51,450	55,450
非流动负债合计	205,797	224,797	243,797	262,797
负债总计	369,797	398,324	434,663	469,628
实收资本	15,698	15,698	15,698	15,698
普通股股东权益	132,139	140,832	153,606	167,115
少数股东权益	39,224	42,758	47,246	51,749
负债和所有者权益合计	541,159	581,915	635,515	688,492

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。