

2024年08月08日

增持 (维持)

证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com

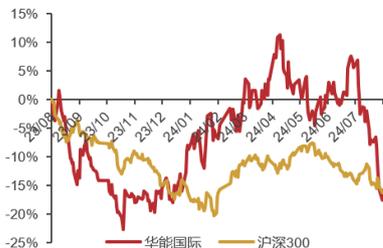
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

邓思平
S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

研究支持

联系人

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年8月7日

收盘价(元)	7.54
一年内最高/最低(元)	10.00/6.75
总市值(百万元)	118050
市净率PB	2.12

基础数据: 2024年6月30日

总股本(百万股)	15698
总资产(百万元)	552246
净资产(百万元)	176443
每股净资产(元)	3.56

资料来源:公司公告, wind

华能国际 (600011.SH)

——Q2火风电量欠佳拖累业绩 火绿龙头有望率先受益电改

投资要点:

- **事件:** 公司披露 2024 年半年报, 上半年实现营收 1188 亿元, 同比下滑 5.73%; 归母净利润 74.54 亿元, 同比增长 18.16%; 扣非后归母净利润 71.8 亿元, 同比增长 28.87%。单二季度实现营收 534 亿元, 同比下滑 12.05%; 归母净利润 28.58 亿元, 同比下滑 29.58%; 扣非后归母净利润 28.02 亿元, 同比下滑 21.35%。二季度业绩低于市场预期。
- **上半年煤价下滑业绩正增长, 二季度风况欠佳拖累整体业绩。** 根据公告, 公司上半年实现利润总额约 112 亿元, 其中煤机/燃机/风电/光伏/水电/生物质/新加坡/其他 分别为 39.80/5.70/40.30/ 12.45/0.52/-0.44/17.24/-3.68 亿元, 利润总额同比增长 28.44 亿元, 主要系市场煤价下滑下煤机板块利润总额同比增长 33.87 亿元。单二季度看, 公司实现利润总额约 42 亿元, 同比下滑约 10 亿元, 主要系二季度全国性风况欠佳, 公司风电板块利润总额同比下滑约 5 亿元; 另外新加坡机组单二季度利润总额下滑约 10 亿元, 主要系去年高基数。
- **单二季度业绩低于市场预期, 主要系电量下滑对度电利润影响超预期。** 根据公司分电源利润总额以及上网电量测算, 公司单二季度煤机/风电/光伏板块度电税前利润分别为 0.015/0.183/0.176 元/千瓦时, 在二季度市场煤价环比下滑情况下, 煤机度电税前利润环比下降 0.016 元/千瓦时, 主要系二季度来水同比环比偏丰情况下, 煤电电量同比环比分别下降 83/141 亿千瓦时, 在燃煤装机几乎不变的情况下, 电量大比例下滑导致度电固定成本大幅提升。风电板块度电税前利润同比下滑 0.059 元/千瓦时, 主要系风况欠佳及平价项目投产。
- **煤电龙头企业, 绿色属性渐浓, 电力机制变革风向标。** 截至 2024 年 6 月底, 公司控股装机 13857 万千瓦, 其中煤机/燃机/风电/光伏分别为 9314/1329/1652/1509 万千瓦, 煤机与燃机较 2023 年底几乎不变, 风电/光伏分别新增 101/199 万千瓦。公司仍旧为全国火电龙头, 但其新能源装机规模也值得重视, 新能源板块装机规模已经达到 31.6GW, 上半年利润总额占全公司 47% 比例。公司十四五目标清洁能源装机占比达到 45%, 当前 33%, 在燃机规模不变的假设下, 2024-2025 年公司新能源装机仍需约 20GW 新增投产才能达到十四五目标。
- 我们分析, 在双碳战略推进下, 容量电价机制有助于保障煤电机组部分利润, 减小利润波动率, 公司今年上半年煤电度电税前利润 0.023 元/千瓦时, 煤电作为保障性电源, 电价配套机制; 而新能源作为双碳战略主角, 当前在现货市场化推行叠加消纳弃电影响下, 新项目利润微薄。我们强调新能源电量价值的无竞争力事实, 在国家战略下需要突出其环境溢价。**公司作为煤电、绿电龙头, 其经营业绩一方面行业风向标, 另一方面也将深度受益于电力体制改革。**
- **盈利预测与估值:** 结合公司十四五规划以及当前煤炭市场、电力市场环境, 我们调整华能国际 2024-2026 年归母净利润预测分别为 127、136、143 亿元 (此前预测值为 127、146、157 亿元), 扣除约 30 亿永续债利息 (估算值), 当前股价对应 PE 分别为 12、11、10 倍, 当前 PB 2.12 倍。公司章程承诺现金分红不少于当年可分配利润 50%, 按照 2024 年归母净利润 (扣除永续债利息) 50% 分红考虑, 对应公司股息率 4.1%, 对应**华能国际电力股份 (0902.HK) 股息率 7.4% (人民币兑港元汇率取 1.1)**, 建议关注 0902.HK。公司为全国火电、绿电龙头运营商, 预计将深度受益于电力体制改革, 维持华能国际“增持”评级。
- **风险提示:** 煤电电量不及预期、煤价涨幅超预期、新能源配套政策不确定性。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	246725	254397	249763	249818	252111
同比增长率 (%)	20.6%	3.1%	-1.8%	0.0%	0.9%
归母净利润 (百万元人民币)	-7387	8446	12705	13560	14309
同比增长率 (%)			50.4%	6.7%	5.5%
每股收益 (元人民币/股)	-0.61	0.35	0.62	0.67	0.72
毛利率 (%)	3.0%	12.1%	14.5%	15.3%	15.9%
ROE (%)	-6.8%	6.4%	9.3%	9.5%	9.6%
市盈率			12	11	10

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数