

公司研究 | 点评报告 | 华能国际（600011.SH）

公司经营延续改善，业绩表现受限减值

报告要点

三季度公司煤电业务量价稳定，而成本回落，但由于济宁电厂计提减值，煤机利润总额为 25.88 亿元，同比减少 8.97%，若将减值加回，则煤机利润总额同比增长 16.60%，煤机度电利润 0.0308 元/千瓦时，同比增长 0.0045 元/千瓦时。风电业务经营压力获得缓解，三季度风电利润总额 11.7 亿元，同比增长 75.68%；光伏利润总额 11.85 亿元，同比增长 44.16%。境内业务三季度利润总额 48.87 亿元，同比增长 4.09%。海外业务业绩有所回落，且由于去年三季度四川水电交割产生一次性收益，业绩存在高基数。因此三季度实现归母净利润 29.59 亿元，同比降低 52.69%。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

华能国际（600011.SH）

2024-10-31

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

公司经营延续改善，业绩表现受限减值

事件描述

公司发布 2024 年三季报：2024 年第三季度，公司实现营业收入 655.90 亿元，同比增长 0.46%；实现归母净利润 29.59 亿元，同比下降 52.69%。

事件评论

- **火电经营稳步改善，业绩受限于减值影响。**三季度，得益于全社会用电稳步增长，虽然水电及新能源电量依然处于高位，但公司煤电依然完成上网电量 1,077.04 亿千瓦时，同比仅减少 0.29%；燃机完成上网电量 88.03 亿千瓦时，同比增长 8.69%。电价方面，公司前三季度中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 496.27 元/兆瓦时，同比下降 2.63%，按上半年电量及电价测算，则三季度公司平均上网电价为 492.35 元/兆瓦时，同比下降 1.6%，考虑到低价新能源占比的提升影响，火电电价或维持稳定。成本方面，三季度秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值相较于去年同期下降约 18.10 元/吨，公司燃料成本也将同比回落。而公司三季度煤机利润总额为 25.88 亿元，同比减少 8.97%，回落主因系三季度公司计提济宁电厂 7.27 亿元资产减值影响，若将减值加回，则三季度煤机利润总额为 33.15 亿元，同比增长 16.60%，三季度煤机度电利润总额也将达到 0.0308 元/千瓦时，同比增长 0.0045 元/千瓦时。此外受农安生物质发电厂计提资产减值 4.09 亿元影响，公司生物质三季度亏损 4.09 亿元，亏损扩大 3.92 亿元；燃机三季度利润总额为 2.86 亿元，同比下降 18.52%，进一步限制了火电的业绩表现。
- **新能源护航境内利润增长，公司业绩受限于高基数。**前三季度公司合计新增风电装机 146.75 万千瓦，新增光伏装机 375.31 万千瓦，在新能源装机快速增长的拉动下，公司三季度风电完成上网电量 79.51 亿千瓦时，同比增长 25.65%，增速环比提升 23.85 个百分点；光伏完成上网电量 56.85 亿千瓦时，同比增长 71.06%，增速环比微降 3.51 个百分点。风电业务经营压力获得显著缓解，因此公司三季度风电实现利润总额 11.7 亿元，同比增长 75.68%；光伏实现利润总额 11.85 亿元，同比增长 44.16%。整体来看，虽然火电业务受减值影响经营承压，但在新能源业务快速增长的拉动下，公司境内业务三季度依然实现利润总额 48.87 亿元，同比增长 4.09%。境外业务方面，三季度公司全资拥有的新加坡大士能源有限公司发电量市场占有率为 18.6%，同比下降 0.7 个百分点，同时考虑到今年以来新加坡电价有所回落，因此公司海外业务经营业绩也有所回落。此外，由于去年三季度因发生四川水电的交割产生一次性收益，业绩存在高基数影响；三季度公司发生营业外支出 6.39 亿元，同比增长 5.79 亿元，进一步限制了公司业绩表现。因此整体来看，公司三季度实现归母净利润 29.59 亿元，同比降低 52.69%；实现扣非归母净利润 28.62 亿元，同比降低 25.18%。
- **投资建议：**根据最新财务数据，我们预计公司 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.73 元、0.89 元和 0.99 元，对应 PE 分别为 9.93 倍、8.16 倍和 7.36 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

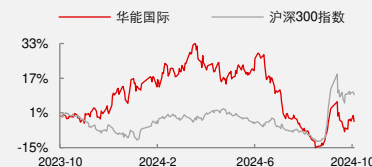
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.27
总股本(万股)	1,569,809
流通A股/B股(万股)	1,099,771/0
每股净资产(元)	3.70
近12月最高/最低价(元)	10.22/6.35

注：股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《电量延续稳健增长，经营性业绩展望平稳》
2024-10-20
- 《集团披露大额增持计划，表明态度彰显发展信心》
2024-09-12
- 《单季业绩受限基数影响，旺季已至经营有望改观》
2024-08-04

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险：若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：2024 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	254397	248275	250272	253223	货币资金	16850	17048	17148	17317
营业成本	223575	213182	211647	210888	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	30822	35093	38625	42335	应收账款	45826	43829	53499	52010
%营业收入	12%	14%	15%	17%	存货	11899	11558	11730	11475
营业税金及附加	1635	1921	1936	1959	预付账款	5854	5582	5542	5522
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	10314	10002	10128	10240
销售费用	238	232	234	237	流动资产合计	90744	88019	98048	96565
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	22685	23685	24685	25685
管理费用	6448	6292	6343	6418	投资性房地产	626	626	626	626
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	307867	360355	405642	446681
研发费用	1533	1552	1565	1583	无形资产	15682	16642	17578	18492
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	11644	11644	11644	11644
财务费用	8868	7809	8505	9500	递延所得税资产	4402	3902	3402	2902
%营业收入	3%	3%	3%	4%	其他非流动资产	87509	87509	87509	87509
加: 资产减值损失	-2972	-2000	0	0	资产总计	541159	592382	649134	690104
信用减值损失	-127	0	0	0	短期贷款	57233	52733	63733	62433
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	19049	19235	18773	19099
投资收益	2797	1502	1627	1773	预收账款	0	0	0	0
营业利润	13246	17674	22570	25323	应付职工薪酬	1096	1045	1038	1034
%营业收入	5%	7%	9%	10%	应交税费	2363	2306	2325	2352
营业外收支	-244	-150	-150	-150	其他流动负债	84259	88988	89234	88560
利润总额	13002	17524	22420	25173	流动负债合计	163999	164308	175102	173478
%营业收入	5%	7%	9%	10%	长期借款	162348	200089	231474	258792
所得税费用	3919	3154	4484	5286	应付债券	28038	28038	28038	28038
净利润	9082	14369	17936	19886	递延所得税负债	1284	1284	1284	1284
归属于母公司所有者的净利润	8446	11495	13990	15511	其他非流动负债	14127	14127	14127	14127
少数股东损益	637	2874	3946	4375	负债合计	369797	407846	450025	475719
EPS (元)	0.35	0.73	0.89	0.99	归属于母公司所有者权益	132139	142438	153065	163967
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	39224	42098	46044	50419
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	171363	184536	199109	214386
经营活动现金流净额	45497	50900	45695	63329	负债及股东权益	541159	592382	649134	690104
取得投资收益收回现金	3257	1502	1627	1773	基本指标				
长期股权投资	1213	-1000	-1000	-1000		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-59218	-80631	-76398	-75498	每股收益	0.35	0.73	0.89	0.99
其他	-478	0	0	0	每股经营现金流	2.90	3.24	2.91	4.03
投资活动现金流净额	-55226	-80129	-75771	-74725	市盈率	20.77	9.93	8.16	7.36
债券融资	65000	0	0	0	市净率	2.17	1.82	1.55	1.35
股权融资	55664	0	0	0	EV/EBITDA	8.14	8.03	7.87	7.43
银行贷款增加 (减少)	155725	33241	42385	26018	总资产收益率	1.6%	1.9%	2.2%	2.2%
筹资成本	-12456	-10886	-12208	-14452	净资产收益率	6.4%	8.1%	9.1%	9.5%
其他	-254517	7072	0	0	净利率	3.3%	4.6%	5.6%	6.1%
筹资活动现金流净额	9417	29427	30177	11566	资产负债率	68.3%	68.8%	69.3%	68.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-366	198	101	169	总资产周转率	0.49	0.44	0.40	0.38

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。