

华能国际（600011.SH）

24 年年报点评：火电延续修复，新能源利润贡献增长

华能国际发布 2024 年年报，全年实现营业收入 2455.51 亿元，同比-3.48%；归母净利润 101.35 亿元，同比+20.01%。

- 业绩同比继续改善，维持较高分红比例。公司 2024 年实现营业收入 2455.51 亿元，同比-3.48%；归母净利润 101.35 亿元，同比+20.01%，业绩增长主要系境内燃料成本降低促进火电增利，且公司新能源装机规模扩张带来利润增量。其中，4Q24 实现营业收入 611.55 亿元，同比-3.04%；归母净利润-2.77 亿元，同比+93.26%。公司全年拟派发现金红利 0.27 元/股，分红总额 42.38 亿元，分红比例 58.78%。
- 火电电量略降，成本优化业绩修复明显。2024 年公司实现上网电量 4529.39 亿千瓦时，同比+1.13%。受全国新能源电量增长等因素影响，公司煤电、气电上网电量分别同比下滑 1.74%和 2.7%，风电、光伏、水电电量分别同比增长 16.07%、66.13%、24.79%。随着国内煤炭供需关系不断改善，煤价中枢下移，公司 2024 年火电单位燃料成本为 300.31 元/兆瓦时，同比-8.00%；煤电和气电度电利润总额分别为 0.019、0.040 元/千瓦时，同比分别提升 0.018、0.012 元/千瓦时，利润修复明显。公司计提资产减值损失 17.14 亿元，主要为济宁电厂（7.27 亿元）、农安电厂（4.09 亿元）、苏子河水电厂（2.18 亿元），若还原减值影响，则公司煤电度电利润总额为 0.021 元/千瓦时，同比+0.020 元/千瓦时。
- 风光利润贡献增长，电价同比下行。2024 年公司平均上网电价为 494.26 元/兆瓦时，同比-2.85%；其中，风电平均上网电价 510.75 元/兆瓦时，同比-4.3%；光伏平均上网电价 420.43 元/兆瓦时，同比-11.1%。风电/光伏分别实现利润总额 67.72/27.25 亿元，同比分别增长 14.5%/33.3%；度电利润总额分别为 0.183/0.150 元/千瓦时，同比均有下滑，或因平价项目并网增多拉低电价。
- 整体盈利水平修复，资金成本下降，投资收益进一步支撑业绩增长。2024 年公司实现毛利率 15.14%，同比+3.03pct；净利率为 5.75%，同比+2.18pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.11%/2.77%/0.68%/3.03%，同比+0.02pct/+0.24pct/+0.07pct/-0.46pct。公司财务费用同比下降 16.10%，其中，利息支出同比减少 11.52 亿元，主要由于资金成本同比下降。受益联合营公司净利润同比增长，公司实现对联合营企业投资收益 12.38 亿元，同比+50.9%。
- 盈利预测与估值。25 年煤价预计维持低位，公司煤电业绩仍有改善空间；2024 年公司新增风电装机 264.58 万千瓦，光伏 677.20 万千瓦，清洁能源装机容量占比达到 35.82%，同比提升 4.58pct，低碳转型加速，有望持续贡献业绩增长。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 117.23、126.31、136.50 亿元，分别同比增长 16%、8%、8%，当前股价对应 PE 分别为 9.3x、8.6x、8.0x，维持“增持”评级。
- 风险提示：煤炭成本高于预期、项目建设进度不及预期、现金回收不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	254397	245551	235835	237996	240630
同比增长	3%	-3%	-4%	1%	1%

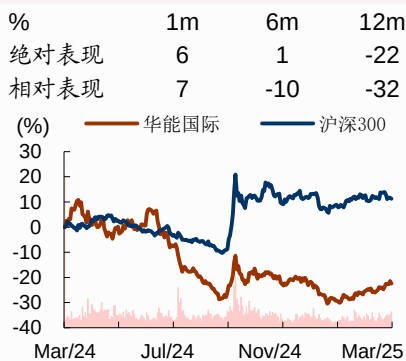
增持（维持）

周期/环保及公用事业
目标估值：NA
当前股价：6.94 元

基础数据

总股本（百万股）	15698
已上市流通股（百万股）	10998
总市值（十亿元）	108.9
流通市值（十亿元）	76.3
每股净资产（MRQ）	8.8
ROE（TTM）	7.4
资产负债率	65.4%
主要股东	华能国际电力开发公司
主要股东持股比例	32.28%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华能国际（600011）2024 年一季度报点评：煤电释放弹性，业绩超预期增长》2024-04-24
- 2、《华能国际（600011）2023 年年报点评：煤电如期修复，转型持续加速》2024-03-20
- 3、《华能国际（600011）2023 年业绩预告点评：火电业绩稳修复，新能源装机超预期》2024-01-31

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	13246	18743	18681	20030	21644
同比增长	-227%	42%	-0%	7%	8%
归母净利润(百万元)	8446	10135	11723	12631	13650
同比增长	-214%	20%	16%	8%	8%
每股收益(元)	0.54	0.65	0.75	0.80	0.87
PE	12.9	10.7	9.3	8.6	8.0
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	90744	96300	95097	92196	96539
现金	16850	19932	21716	18249	21899
交易性投资	59	256	256	256	256
应收票据	1314	420	403	407	412
应收款项	45826	47653	45768	46187	46698
其它应收款	3036	3502	3363	3394	3432
存货	11899	13444	12931	12973	13027
其他	11759	11092	10660	10730	10816
非流动资产	450415	490543	506487	521214	534813
长期股权投资	22685	24646	24646	24646	24646
固定资产	307867	328511	347494	364948	380998
无形资产商誉	27326	29735	26761	24085	21677
其他	92537	107651	107586	107534	107493
资产总计	541159	586843	601584	613410	631352
流动负债	163999	178738	183064	183790	189722
短期借款	57233	61166	107838	108465	114273
应付账款	22563	19175	18442	18503	18579
预收账款	3380	3529	3394	3405	3419
其他	80823	94869	53390	53417	53451
长期负债	205797	205057	205057	205057	205057
长期借款	162348	151828	151828	151828	151828
其他	43450	53229	53229	53229	53229
负债合计	369797	383795	388120	388846	394779
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积金	96127	96691	96691	96691	96691
留存收益	20314	25026	32511	40453	49050
少数股东权益	39224	65633	68564	71722	75134
归属于母公司所有者权益	132139	137415	144900	152842	161439
负债及权益合计	541159	586843	601584	613410	631352

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45497	50530	51071	51229	53609
净利润	9082	14110	14654	15789	17062
折旧摊销	24690	25265	29483	30700	31827
财务费用	9223	7898	7146	7212	7292
投资收益	(2797)	(1243)	(2005)	(2005)	(2005)
营运资金变动	3227	2947	1793	(467)	(568)
其它	2071	1554	0	0	0
投资活动现金流	(55226)	(63597)	(43422)	(43422)	(43422)
资本支出	(59380)	(63653)	(45427)	(45427)	(45427)
其他投资	4154	57	2005	2005	2005
筹资活动现金流	9417	15483	(5865)	(11274)	(6537)
借款变动	10648	16147	5520	627	5807
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	17435	564	0	0	0
股利分配	0	(3140)	(4238)	(4689)	(5053)
其他	(18667)	1912	(7146)	(7212)	(7292)
现金净增加额	(312)	2417	1784	(3467)	3650

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	254397	245551	235835	237996	240630
营业成本	223575	208363	200401	201059	201893
营业税金及附加	1635	2009	1887	1904	1925
营业费用	238	267	236	238	241
管理费用	6448	6805	5896	5950	6016
研发费用	1533	1658	1593	1607	1625
财务费用	8868	7441	7146	7212	7292
资产减值损失	(2999)	(1700)	(2000)	(2000)	(2000)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1347	193	500	500	500
投资收益	2797	1243	1505	1505	1505
营业利润	13246	18743	18681	20030	21644
营业外收入	571	554	636	707	684
营业外支出	815	1211	1000	1000	1000
利润总额	13002	18086	18318	19737	21328
所得税	3919	3977	3664	3947	4266
少数股东损益	637	3974	2931	3158	3412
归属于母公司净利润	8446	10135	11723	12631	13650

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	-3%	-4%	1%	1%
营业利润	-227%	42%	-0%	7%	8%
归母净利润	-214%	20%	16%	8%	8%
获利能力					
毛利率	12.1%	15.1%	15.0%	15.5%	16.1%
净利率	3.3%	4.1%	5.0%	5.3%	5.7%
ROE	7.0%	7.5%	8.3%	8.5%	8.7%
ROIC	3.4%	4.5%	4.4%	4.5%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	68.3%	65.4%	64.5%	63.4%	62.5%
净负债比率	46.9%	43.3%	43.2%	42.4%	42.1%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	18.2	16.4	15.2	15.5	15.5
应收账款周转率	5.7	5.2	5.0	5.1	5.1
应付账款周转率	9.5	10.0	10.7	10.9	10.9
每股资料(元)					
EPS	0.54	0.65	0.75	0.80	0.87
每股经营净现金	2.90	3.22	3.25	3.26	3.41
每股净资产	8.42	8.75	9.23	9.74	10.28
每股股利	0.20	0.27	0.30	0.32	0.35
估值比率					
PE	12.9	10.7	9.3	8.6	8.0
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.7	10.7	9.8	9.4	9.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。