公用事业 | 电力

非金融|公司点评报告

2025 年 03 月 27 日

华能国际(600011.SH)

——四季度减值金额好于预期 其他收益影响业绩表现

投资评级： 增持（维持）

证券分析师

查浩

SAC：S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC：S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩

SAC：S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：

基本数据	2025 年 03 月 27 日
收盘价（元）	6.85
一年内最高/最低（元）	10.22/6.15
总市值（百万元）	107,531.94
流通市值（百万元）	107,531.94
总股本（百万股）	15,698.09
资产负债率（%）	65.40
每股净资产（元/股）	3.65

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年度报告。2024 年实现归母净利润 101.35 亿元，同比增长 20.01%，其中四季度实现归母净利润-2.77 亿元，2023 年同期为-41.18 亿元。
- **火电公司年底惯例进行减值测试，同时一次性确认部分全年费用，因此四季度业绩通常不佳，公司此次 2024 年四季度业绩为 2016 年以来最好的一年。**一方面是公司四季度计提资产减值金额好于预期，单季度金额为 5.21 亿元，为过去 10 年第二少，仅次于 2021 年的 0.89 亿元，而 2021 年四季度由于煤价原因深度亏损（单季度归母亏损 110.47 亿元）；全年资产减值金额为 17.14 亿元，2023 年为 29.72 亿元；另一方面是从 2024 年 11 月下旬开始，我国煤价出现加速下跌，公司全年售电燃料成本 300.31 元/兆瓦时，同比下降 8.0%，电厂含税平均结算电价 494.26 元/兆瓦时，同比下降 2.85%，点火价差扩大带动业绩增长。2024 年四季度归母净利润为-2.77 亿元，2020-2023 年同期分别为-45.68、-110.47、-34.45、-41.18 亿元。
- **其他收益冲回影响一次性损益，公司四季度实际经营业绩更好。**“其他收益”科目主要为与收益相关的政府补助以及之前年份先归入与资产相关的政府补助（对应资产负债表中的递延收益科目），后续年份再根据规则转入损益，通常为正。而公司四季度却出现罕见的-4.71 亿元，公告解释为，公司 2021 年收到华能济宁电厂政策性搬迁补偿款 15 亿元，但是由于多种原因，电厂搬迁未能实现，公司将补偿款退回，冲减“递延收益”余额 4.03 亿元，冲减“其他收益”10.97 亿元。由此测算，如果没有该一次性影响，公司四季度经营业绩（含少数股东损益口径）可以再增长约 10 亿元，在经营业绩口径中（不考虑减值损失）处于过去 10 年高位。
- **风电发电量与利润总额增速基本匹配，全年应收账款几乎没有增长，或反映出新能源板块回款能力改善。**根据公司披露的分板块业绩，公司 2024 燃煤、燃机、风电、光伏利润总额分别为 71.38、10.84、67.72 和 27.25 亿元，2023 年同期分别为 4.33、7.77、59.13、20.44 亿元，火电贡献最主要的利润增量，风电、光伏利润总额分别同比增长 15%和 33%。而从发电量上看，2024 年公司风电、光伏发电量分别同比增长 17.05%和 65.98%，风电发电量与利润总额增速基本匹配，光伏增量机组盈利能力相对较弱。但是结合资产负债表来看，我们分析公司新能源板块最大的亮点或为回款能力改善，公司 2024 年应收账款几乎没有增长，2023 年底应收账款及应收票据合计 471.41 亿元，2024 年底为 480.73 亿元，增加不足 10 亿元。而 2019 年以来，除 2022 年可再生能源补贴回收较多外，公司每年应收款项增量均在几十亿元量级。
- **在煤价快速下跌过程中，关注电价稳定性，考虑到公司机组位置，预计电价受外需影响较大。**2024 年 11 月中旬以来，我国煤价出现一轮超预期下跌，今年 3 月以来秦皇岛 5500 大卡动力煤价格跌破 700 元/吨。在电力市场化不断加深背景下，煤电投资价值更多取决于煤炭和电力两个市场供需格局在时间和空间上差异，集中表现在电价长协一年一签，而煤价在更大程度上随行就市；以及电价受区域格局影响更大，而煤价受全国供需影响。落实到华能国际，考虑到公司在东部沿海的机组占比较高（同时电价市场化程度较高），我们认为与很多“煤电逆周期属性”的固有认知不同，公司反而可能表现出较强的顺周期属性，建议密切关注外需。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 110、117、126 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 13/12/11 倍(需扣除永续债利息约 29 亿)，维持“增持”评级。按照 50%分红率假设，当前港股华能国际电力股份 2024 年度股息率超过 5%（扣除永续债利息）。
- **风险提示：**煤价波动超出预期，电价出现不利变化，计提大额减值损失。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	254,397	245,551	242,266	241,409	244,067
同比增长率（%）	3.11%	-3.48%	1.71%	4.51%	4.51%
归母净利润（百万元）	8,446	10,135	10,973	11,722	12,589
同比增长率（%）	214.33%	20.01%	8.27%	6.82%	7.40%
每股收益（元/股）	0.54	0.65	0.70	0.75	0.80
ROE（%）	6.39%	7.38%	7.68%	7.88%	8.12%
市盈率（P/E）	12.73	10.61	9.80	9.17	8.54

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,932	13,896	17,516	19,648
应收票据及账款	48,121	44,788	44,629	45,121
预付账款	4,927	5,643	5,623	5,685
其他应收款	3,502	3,010	2,999	3,032
存货	13,444	11,713	11,646	11,707
其他流动资产	6,373	5,677	5,658	5,717
流动资产总计	**96,300**	**84,727**	**88,071**	**90,910**
长期股权投资	24,646	25,846	27,046	28,546
固定资产	338,544	328,984	329,647	340,107
在建工程	71,844	86,660	91,142	84,291
无形资产	18,211	17,605	16,999	16,392
长期待摊费用	325	309	292	276
其他非流动资产	36,973	37,803	37,766	37,728
非流动资产合计	**490,543**	**497,206**	**502,891**	**507,340**
资产总计	**586,843**	**581,933**	**590,962**	**598,251**
短期借款	61,166	63,166	58,166	49,166
应付票据及账款	19,175	20,212	20,097	20,202
其他流动负债	98,397	76,664	76,279	76,790
流动负债合计	**178,738**	**160,042**	**154,542**	**146,157**
长期借款	195,760	202,840	209,440	216,240
其他非流动负债	9,297	9,297	9,297	9,297
非流动负债合计	**205,057**	**212,137**	**218,737**	**225,537**
负债合计	**383,795**	**372,179**	**373,279**	**371,694**
股本	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	16,520	16,520	16,520	16,520
留存收益	105,197	110,683	116,544	122,839
归属母公司权益	137,415	142,901	148,762	155,057
少数股东权益	65,633	66,852	68,921	71,499
股东权益合计	**203,048**	**209,754**	**217,683**	**226,557**
负债和股东权益合计	**586,843**	**581,933**	**590,962**	**598,251**

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	14,110	10,945	12,231	13,062
折旧与摊销	25,850	28,405	29,515	31,051
财务费用	7,441	9,222	9,387	9,293
投资损失	-1,243	-1,200	-1,200	-1,500
营运资金变动	18	-15,159	-225	-92
其他经营现金流	4,329	732	2,000	2,700
经营性现金净流量	**50,504**	**32,944**	**51,707**	**54,514**
投资性现金净流量	**-63,597**	**-33,352**	**-34,440**	**-34,594**
筹资性现金净流量	**15,483**	**-5,629**	**-13,648**	**-17,788**
现金流量净额	**2,424**	**-6,036**	**3,620**	**2,133**

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**245,551**	**242,266**	**241,409**	**244,067**
营业成本	**208,363**	**205,683**	**204,508**	**205,575**
税金及附加	2,009	1,982	1,975	1,997
销售费用	267	264	263	266
管理费用	6,805	7,026	7,242	7,810
研发费用	1,658	1,636	1,630	1,648
财务费用	7,441	9,222	9,387	9,293
资产减值损失	-1,714	-2,423	-724	-732
信用减值损失	14	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,243	1,200	1,200	1,500
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	193	1,000	1,000	1,200
营业利润	**18,743**	**16,231**	**17,880**	**19,446**
营业外收入	554	0	0	0
营业外支出	1,211	600	200	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**18,086**	**15,631**	**17,680**	**19,446**
所得税	3,977	3,439	3,890	4,278
净利润	**14,110**	**12,193**	**13,791**	**15,168**
少数股东损益	3,974	1,219	2,069	2,579
归属母公司股东净利润	**10,135**	**10,973**	**11,722**	**12,589**
EPS(元)	0.65	0.70	0.75	0.80

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-3.48%	-1.34%	-0.35%	1.10%
营业利润增长率	41.51%	-13.40%	10.16%	8.76%
归母净利润增长率	20.01%	8.27%	6.82%	7.40%
经营现金流增长率	11.07%	-34.77%	56.95%	5.43%
盈利能力				
毛利率	15.14%	15.10%	15.29%	15.77%
净利率	5.75%	5.03%	5.71%	6.21%
ROE	7.38%	7.68%	7.88%	8.12%
ROA	1.73%	1.89%	1.98%	2.10%
估值倍数				
P/E	10.61	9.80	9.17	8.54
P/S	0.44	0.44	0.45	0.44
P/B	1.88	1.71	1.57	1.44
股息率	0.00%	5.10%	5.45%	5.85%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。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的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。