

公司研究

火电盈利改善显著，股利支付率接近 60%

——华能国际（600011.SH）2024 年年报点评

要点

事件：2024 年实现营业收入 2455.51 亿元，同比-3.48%；归母净利润为 101.35 亿元，同比+20.01%。拟向全体股东每股派发现金股利 0.27 元（含税），股利支付率为 58.78%，较 2023 年水平（2023 年股利支付率为 57.14%）有所提升。
量增价降，电力及热力业务营收同比下行。2024 年，电力及热力/港口服务/运输服务营收分别为 2375.54/2.17/0.72 亿元，同比-3.49%/-10.78%/+13.60%。境内营收同比减少 29.42 亿元，同比-1.32%。其中，境内售电收入同比减少 35.18 亿元，同比-1.75%；境内上网电量 4529.39 亿千瓦时，同比+ 1.13%；电厂含税平均结算电价 494.26 元/兆瓦时，同比-2.85%。

火电量价均小幅下行，绿电装机高速增长抵消电价下行影响。公司 2024 年煤机/燃机/风电/光伏/水电板块分别实现收入 1801.76/195.09/167.89/71.35/3.10 亿元，同比-4.59%/-2.34%/+11.03%/+52.96%/+23.30%。同期量价维度来看，煤机/燃机/风电/光伏/水电上网电量分别为 3692.78/269.59/369.52/181.27/9.34 亿千瓦时，同比-1.74%/-2.70%/+16.07%/+66.13%/+24.79%，对应利用小时数为 4285/2430/2295/1185/2668 小时，同比-103/-73/-33/+5/+532 小时；上网电价分别为 0.481/0.719/0.511/0.420/0.362 元/千瓦时，同比-2.21%/-0.30%/-4.29%/-11.11%/-1.35%。

煤电成本大幅下行，利润提升显著。从成本维度来看，公司 2024 年境内营业成本同比减少 111.59 亿元，降幅 5.61%，主要原因是境内燃料成本同比减少 138.81 亿元，同比-9.40%；其中，境内发电燃料成本同比减少 127.94 亿元，同比-9.69%；单位售电燃料成本 300.3 元/MWh，同比-8.00%；境内供热燃料成本同比减少 10.86 亿元，同比-6.90%。对应煤机/燃机/风电/光伏利润总额分别为 71.38/10.84/67.72/27.25 亿元，同比+1548%/+40%/+15%/+33%；度电口径分别为 0.019/0.040/0.183/0.150 元/千瓦时，同比+1577.63%/+43.38%/-1.39%/-19.75%。

未来公司绿电仍将持续扩张，其中风电为 25 年主要投资方向。公司发布 25 年资本开支计划，总量接近 700 亿元，其中火电/风电/光伏分别为 88/362/150 亿元，占比分别为 13%/52%/22%，较 24 年实际资本开支同比+3%/+44%/-24%。

盈利预测、估值与评级：2025 年年度长协电价靴子落地，各地区均有不同程度下行；我们下调公司 2025E-2026E 归母净利润至 112.11/119.58 亿元（前值为 127.19/132.24 亿元），并新增 27 年归母净利润预测为 127.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.71/0.76/0.81 元，对应 PE 为 10/9/9 倍。基于：1) 新能源转型趋势确定；2) 公司重视投资者利益，近两年股利支付率均稳定维持于 60%左右，我们维持公司评级为“买入”。

风险提示：终端用电需求下滑；新能源转型进度不达预期；煤价长协落实情况不及预期；风电、光伏装机成本大幅提升。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	254,397	245,551	247,515	249,990	252,740
营业收入增长率	3.11%	-3.48%	0.80%	1.00%	1.10%
净利润（百万元）	8,446	10,135	11,211	11,958	12,726
净利润增长率	-214.33%	20.01%	10.61%	6.66%	6.43%
EPS（元）	0.54	0.65	0.71	0.76	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.39%	7.38%	7.76%	7.88%	7.98%
P/E	13	11	10	9	9
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-26

买入（维持）

当前价：6.94 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：宋黎超

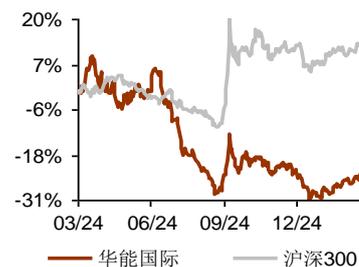
执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

市场数据

总股本(亿股)	156.98
总市值(亿元):	1089.45
一年最低/最高(元):	6.15/10.00
近 3 月换手率:	15.64%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.85	1.81	-35.19
绝对	1.93	0.15	-23.50

资料来源：Wind

相关研报

上半年业绩同比改善，Q2 风电、火电板块盈利能力环比下行——华能国际（600011.SH）2024 年中报点评（2024-08-05）

煤电成本下降显著，24Q1 业绩超预期——华能国际（600011.SH）2024 年一季报点评（2024-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	254,397	245,551	247,515	249,990	252,740
营业成本	223,575	208,363	207,913	206,742	207,247
折旧和摊销	24,658	25,250	29,878	32,974	35,658
税金及附加	1,635	2,009	2,475	2,500	2,527
销售费用	238	267	269	272	275
管理费用	6,448	6,805	6,435	6,500	6,571
研发费用	1,533	1,658	1,672	1,688	1,707
财务费用	8,868	7,441	9,552	10,876	11,579
投资收益	2,797	1,243	1,500	1,500	1,500
营业利润	13,246	18,743	19,994	22,208	23,631
利润总额	13,002	18,086	19,930	22,144	23,567
所得税	3,919	3,977	4,983	5,536	5,892
净利润	9,082	14,110	14,948	16,608	17,675
少数股东损益	637	3,974	3,737	4,650	4,949
归属母公司净利润	8,446	10,135	11,211	11,958	12,726
EPS(元)	0.54	0.65	0.71	0.76	0.81

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45,497	50,530	52,499	59,216	63,086
净利润	8,446	10,135	11,211	11,958	12,726
折旧摊销	24,658	25,250	29,878	32,974	35,658
净营运资金增加	-712	-2,354	108	1,241	1,364
其他	13,105	17,499	11,302	13,042	13,338
投资活动产生现金流	-55,226	-63,597	-65,599	-56,500	-51,500
净资本支出	-59,218	-63,242	-58,500	-55,500	-50,500
长期投资变化	22,685	24,646	-2,500	-2,500	-2,500
其他资产变化	-18,694	-25,000	-4,599	1,500	1,500
融资活动现金流	9,417	15,483	12,970	-2,518	-11,366
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-13,370	9,508	26,676	12,939	5,095
无息负债变化	7,105	4,490	-7,268	-572	-459
净现金流	-366	2,450	-131	198	220

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	12.1%	15.1%	16.0%	17.3%	18.0%
EBITDA 率	19.8%	21.8%	24.2%	26.6%	28.2%
EBIT 率	10.1%	11.5%	12.1%	13.4%	14.1%
税前净利润率	5.1%	7.4%	8.1%	8.9%	9.3%
归母净利润率	3.3%	4.1%	4.5%	4.8%	5.0%
ROA	1.7%	2.4%	2.4%	2.6%	2.7%
ROE (摊薄)	6.4%	7.4%	7.8%	7.9%	8.0%
经营性 ROIC	4.1%	4.8%	4.5%	4.8%	4.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	68%	65%	65%	65%	64%
流动比率	0.55	0.54	0.49	0.49	0.50
速动比率	0.48	0.46	0.42	0.42	0.43
归母权益/有息债务	0.47	0.47	0.45	0.46	0.47
有形资产/有息债务	1.81	1.90	1.83	1.84	1.86

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	541,159	586,843	616,960	641,248	658,558
货币资金	16,850	19,932	19,801	19,999	20,219
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	45,826	47,653	48,035	48,515	49,049
应收票据	1,314	420	423	428	432
其他应收款 (合计)	3,036	3,502	3,528	3,561	3,597
存货	11,899	13,444	13,415	13,338	13,371
其他流动资产	4,893	5,067	5,029	4,980	4,926
流动资产合计	90,744	96,300	95,195	95,757	96,543
其他权益工具	643	590	590	590	590
长期股权投资	22,685	24,646	27,146	29,646	32,146
固定资产	307,822	328,431	366,539	392,098	407,727
在建工程	54,555	68,422	53,061	44,405	38,453
无形资产	15,682	18,211	17,788	17,386	17,004
商誉	11,644	11,523	11,523	11,523	11,523
其他非流动资产	11,986	13,896	13,472	13,472	13,472
非流动资产合计	450,415	490,543	521,765	545,490	562,015
总负债	369,797	383,795	403,203	415,571	420,206
短期借款	57,233	61,166	77,842	80,781	75,876
应付账款	19,049	16,453	16,417	16,325	16,365
应付票据	3,514	2,722	2,716	2,701	2,707
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,652	8,751	8,285	7,697	7,045
流动负债合计	163,999	178,738	194,745	197,006	191,522
长期借款	162,348	151,828	161,828	171,828	181,828
应付债券	28,038	37,248	37,248	37,248	37,248
其他非流动负债	7,969	7,586	7,671	7,778	7,897
非流动负债合计	205,797	205,057	208,458	218,565	228,684
股东权益	171,363	203,048	213,757	225,677	238,351
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
公积金	24,687	24,706	24,706	24,706	24,706
未分配利润	12,238	16,609	23,581	30,851	38,577
归属母公司权益	132,139	137,415	144,387	151,657	159,382
少数股东权益	39,224	65,633	69,370	74,020	78,969

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.09%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%
管理费用率	2.53%	2.77%	2.60%	2.60%	2.60%
财务费用率	3.49%	3.03%	3.86%	4.35%	4.58%
研发费用率	0.60%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
所得税率	30%	22%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.27	0.30	0.32	0.34
每股经营现金流	2.90	3.22	3.34	3.77	4.02
每股净资产	3.35	3.65	4.09	4.55	5.05
每股销售收入	16.21	15.64	15.77	15.92	16.10

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	11	10	9	9
PB	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.9	9.4	9.0	8.4	8.0
股息率	2.9%	3.9%	4.3%	4.6%	4.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP