

华能国际(600011)

报告日期: 2025 年 04 月 02 日

火电盈利大幅改善，风光装机快速增长

——2024 年年报点评

投资要点

❑ **事件:** 公司发布 2024 年年报, 2024 年公司实现营业收入 2455.51 亿元, 同比-3.48%; 归母净利润 101.35 亿元, 同比+20.01%; 扣非归母净利润 105.22 亿元, 同比+87.50%。其中, 公司 2024 年 Q4 实现营收 611.55 亿元, 同比-3.04%; 分别实现归母净利润和扣非归母净利润-2.77/4.81 亿元, 同比+93.26%/+112.70。

❑ **煤价下降带动燃料成本减少, 火电盈利大幅改善。**

2024 年公司整体营收略有下滑, 分板块看, 全年公司煤机/燃机/风电/光伏/水电/生物质发电分别实现收入 1802/195/168/71/3.1/1.5 亿元, 同比变化-4.59%/-2.34%/+11.03%/+52.96%/+23.30%/-76.11%。

1) 从量上看, 2024 年煤机/燃机/风电/光伏/水电/生物质发电的上网电量同比分别变化-1.74%/-2.7%/+16.07%/+66.13%/+24.79%/-19.15%, 其中风电和光伏上网电量明显提升, 我们认为主要系 2024 年公司新增并网的 9692.76MW 装机中, 新能源装机容量就达到了 9417.71 兆瓦, 为公司风光电量增长奠定了基础, 而水电上网电量亦有提升, 我们认为或系 2024 年来水整体偏丰导致水电出力增加所致。

2) 从价上看, 2024 年公司发电项目的上网电价整体下滑, 平均上网结算电价为 494.26 元/MWh, 同比下降 2.85%; 其中煤机/燃机/风电/光伏/水电/生物质发电的上网电价分别同比-2.21%/-0.3%/-4.29%/-11.11%/-1.35%/-86.04%。

3) 从成本上看, 2024 年受煤价下行影响, 境内火电厂售电单位燃料成本为 300.31 元/兆瓦时, 同比下降 8.00%; 公司境内燃料成本同样显著降低, 实现煤炭采购均价(含运输成本和税费)同比下降 8.27%; 带动境内燃料成本同比减少 138.81 亿元, 降幅为 9.40%。

综上, 2024 年公司煤机/燃机/风电/光伏/水电/生物质发电分别实现利润总额 71.38/10.84/67.72/27.25/-1.20/-8.65 亿元, 同比分别+1548%/+40%/+15%/+33%/-806%/-2010%, 火电盈利大幅改善。

❑ **分红金额保持增长, 风电或为今年投资重点。**

根据公司公告, 2024 年公司现金分红总额达到 42.38 亿元, 同比增长 34.97%, 股利支付率达到 41.82%, 同比提升 4.65pct。根据资本开支计划, 2025 年公司火电/水电/风电/煤炭/太阳能/技改/港口领域的投资预计分别为 88/5/362/11/150/76/1.5 亿元, 其中风电投资额显著增长 44.48%, 为今年投资重点。

❑ **盈利预测:** 我们预测公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 111.14、122.21、132.95 亿元, 对应 PE 分别为 9.94、9.04、8.31 倍。给予“买入”评级。

❑ **风险提示:** 煤价大幅上涨的风险; 新能源装机成本大幅上涨的风险; 上网电价下调的风险; 新能源新增装机不及预期的风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 汪磊

执业证书号: S1230524050004
wanglei07@stocke.com.cn

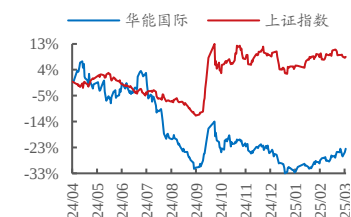
研究助理: 范笑男

fanxiaonan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 7.04
总市值(百万元)	110,514.58
总股本(百万股)	15,698.09

股票走势图



相关报告

1 《煤价回落修复火电业绩, 风电盈利同比下滑》 2024.08.09

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	245551	245064	248099	254805
(+/-) (%)	-3.48%	-0.20%	1.24%	2.70%
归母净利润	10135	11114	12221	13295
(+/-) (%)	20.01%	9.65%	9.96%	8.79%
每股收益(元)	0.65	0.71	0.78	0.85
P/E	10.90	9.94	9.04	8.31

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	96300	85806	87470	88331
现金	19932	17986	18256	18725
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	48073	42020	42771	42330
其它应收款	3260	2759	2905	3078
预付账款	4927	5321	5214	5251
存货	13444	11735	12039	12636
其他	6663	5986	6285	6311
非流动资产	490543	501534	513491	525065
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	24646	23743	23692	24027
固定资产	328431	349108	365513	379454
无形资产	18211	19138	20332	21734
在建工程	68422	56918	47715	40353
其他	50833	52625	56240	59497
资产总计	586843	587340	600961	613396
流动负债	178738	190138	210916	226238
短期借款	61166	88501	102890	115461
应付款项	19175	20249	20069	20206
预收账款	0	0	0	0
其他	98397	81387	87957	90571
非流动负债	205057	178738	154690	133495
长期借款	151828	128828	105828	82828
其他	53229	49910	48863	50667
负债合计	383795	368876	365606	359733
少数股东权益	65633	69991	74782	79995
归属母公司股东权	137415	148473	160572	173667
负债和股东权益	586843	587340	600961	613396

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50530	39110	42155	45987
净利润	14110	15472	17013	18508
折旧摊销	25291	14785	15969	17070
财务费用	7441	8378	9205	10042
投资损失	(1243)	(1305)	(1370)	(1439)
营运资金变动	3447	(2498)	80	676
其它	1485	4278	1260	1129
投资活动现金流	(63597)	(25566)	(26218)	(27131)
资本支出	(34698)	(26454)	(25921)	(26389)
长期投资	(1926)	877	57	(330)
其他	(26973)	10	(354)	(412)
筹资活动现金流	15483	(15490)	(15667)	(18387)
短期借款	3933	27335	14388	12571
长期借款	(10520)	(23000)	(23000)	(23000)
其他	22070	(19825)	(7056)	(7958)
现金净增加额	2417	(1946)	270	469

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	245551	245064	248099	254805
营业成本	208363	206060	206744	210942
营业税金及附加	2009	2005	2005	2033
营业费用	267	316	274	296
管理费用	6805	6841	6678	6603
研发费用	1658	1704	1601	1517
财务费用	7441	8378	9205	10042
资产减值损失	1700	1746	1768	1798
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1243	1305	1370	1439
其他经营收益	193	1169	1269	1369
营业利润	18743	20489	22465	24381
营业外收支	(657)	(657)	(657)	(657)
利润总额	18086	19832	21807	23724
所得税	3977	4360	4795	5216
净利润	14110	15472	17013	18508
少数股东损益	3974	4358	4792	5213
归属母公司净利润	10135	11114	12221	13295
EBITDA	47931	40774	43642	46300
EPS（最新摊薄）	0.65	0.71	0.78	0.85

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-3.48%	-0.20%	1.24%	2.70%
营业利润	41.51%	9.32%	9.64%	8.53%
归属母公司净利润	20.01%	9.65%	9.96%	8.79%
获利能力				
毛利率	15.14%	15.92%	16.67%	17.21%
净利率	5.75%	6.31%	6.86%	7.26%
ROE	5.41%	5.27%	5.39%	5.44%
ROIC	4.37%	4.95%	5.17%	5.42%
偿债能力				
资产负债率	65.40%	62.80%	60.84%	58.65%
净负债比率	66.22%	67.62%	66.89%	65.23%
流动比率	0.54	0.45	0.41	0.39
速动比率	0.46	0.39	0.36	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.42	0.42	0.42
应收账款周转率	5.25	5.36	5.55	5.48
应付账款周转率	11.74	12.20	12.00	12.26
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.71	0.78	0.85
每股经营现金	3.22	2.49	2.69	2.93
每股净资产	8.75	9.46	10.23	11.06
估值比率				
P/E	10.90	9.94	9.04	8.31
P/B	0.80	0.74	0.69	0.64
EV/EBITDA	8.46	10.39	9.71	9.04

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>