

华能国际 (600011.SH)

火电盈利显著改善，新能源装机大幅增长

买入

核心观点

燃料成本下降及新加坡业务利润大幅增长，盈利显著改善。2023年，公司实现营业收入 2543.97 亿元 (+3.11%)，归母净利润 84.46 亿元 (+214.33%)。2023 年公司业绩实现扭亏为盈的原因在于境内业务单位燃料成本同比下降和电量同比增长，以及公司新加坡业务利润同比大幅增长。2023 年，公司煤炭采购均价同比降低 115.78 元/吨，单位燃料成本为 326.43 元/兆瓦时 (-12.38%)；2023 年，公司新加坡业务实现税前利润 43.55 亿元 (+131.90%)。

电价趋稳以及煤价下行驱动火电盈利进一步改善，电改推进促进火电盈利稳定。2024 年，非化石能源占比将继续提高，预计煤炭消费增速放缓，政策保障下电煤中长期合同签约履约质量有望提升，煤价中枢将有所下移，同时电价趋稳，公司火电盈利进一步改善可期。电改政策方面，国家发改委出台《关于建立煤电容量电价机制的通知》政策，将现行煤电单一制电价调整为两部制电价，燃煤发电企业固定成本可通过容量电价进行疏导；新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源装机占比持续增加，未来项目投运将驱动公司业绩增长。2023 年，公司新增基建并网可控发电装机容量 10.00GW，其中风电 2.03GW，光伏 6.83GW，合计新增 8.86GW。公司“十四五”新能源发展规划逐步落地，2024 年公司持续大规模投入新能源项目建设，新能源装机将不断增加，驱动公司业绩稳健增长；电价方面，受电量交易比例增加、分时政策调整等影响，预计未来电价有所下降，绿电交易和碳交易推进有助于对冲电价下降带来的影响。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价上涨；电价下滑。

投资建议：由于电量电价有所下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 129.8、143.1、155.5 亿元（原 2024、2025 预测值为 141.3、162.9 亿元），EPS 为 0.83、0.91、0.99 元，对应 PE 分别为 11.0、10.0、9.2 倍。预计 2024 年新能源贡献 80.3 亿元，火电及其他贡献业绩为 49.5 亿元。给予新能源 12-13 倍 PE 估值，火电及其他 11-12 倍 PE 估值，公司合理市值为 1504-1634 亿元，对应每股合理价值为 9.61-10.44 元，较目前股价有 6%~15%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	246,725	254,397	258,636	263,854	269,247
(+/-%)	20.6%	3.1%	1.7%	2.0%	2.0%
净利润(百万元)	-7387	8446	12982	14306	15552
(+/-%)	-28.0%	-214.3%	53.7%	10.2%	8.7%
每股收益(元)	-0.47	0.54	0.83	0.91	0.99
EBIT Margin	0.2%	8.8%	11.0%	11.1%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	-6.8%	6.4%	9.4%	9.8%	10.1%
市盈率 (PE)	-19.3	16.9	11.0	10.0	9.2
EV/EBITDA	21.6	10.9	9.5	9.3	9.0
市净率 (PB)	1.31	1.08	1.03	0.98	0.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.61 - 10.44 元
收盘价	9.07 元
总市值/流通市值	142382/142382 百万元
52 周最高价/最低价	10.55/6.90 元
近 3 个月日均成交额	481.84 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

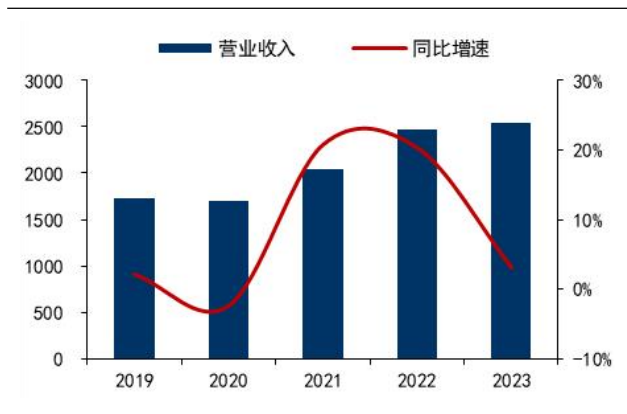
相关研究报告

- 《华能国际 (600011.SH) - 火电盈利进一步改善，股权转让助力业绩高增》——2023-10-25
- 《华能国际 (600011.SH) - 火电盈利持续修复，新能源业绩稳步增长》——2023-07-26
- 《华能国际 (600011.SH) - 业绩实现扭亏为盈，火电盈利仍有改善空间》——2023-07-16
- 《华能国际 (600011.SH) - 盈利改善落地，新能源业绩大幅增长》——2023-04-27
- 《华能国际 (600011.SH) - 火电盈利有望持续改善，新能源将加快发展》——2023-03-23

燃料成本下降及新加坡业务利润大幅增长，盈利显著改善。2023年，公司实现营业收入 2543.97 亿元（+3.11%），归母净利润 84.46 亿元（+214.33%），扣非归母净利润 56.11 亿元（+159.56%）。2023 年公司业绩实现扭亏为盈的原因在于境内业务单位燃料成本同比下降和电量同比增长，以及公司新加坡业务利润同比大幅增长。2023 年，公司煤炭采购均价（包括运输成本、其他税费）同比降低 115.78 元/吨，境内火电厂售电单位燃料成本为 326.43 元/兆瓦时，同比下降 12.38%；2023 年，公司新加坡业务实现税前利润 43.55 亿元，同比增加 131.90%。

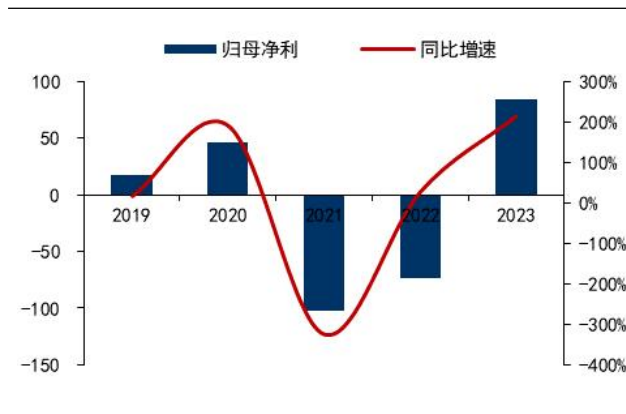
煤电盈利显著改善，光伏板块利润总额大幅增长。分板块利润总额来看，2023 年，公司燃煤板块利润总额 4.33 亿元（+102.50%），燃机板块利润总额 7.77 亿元（+35.08%），风电板块利润总额 59.13 亿元（-5.16%），光伏板块利润总额 20.44 亿元（+78.08%），水电板块利润总额 0.17 亿元（-25.37%），生物质板块利润总额-0.41 亿元（+61.41%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



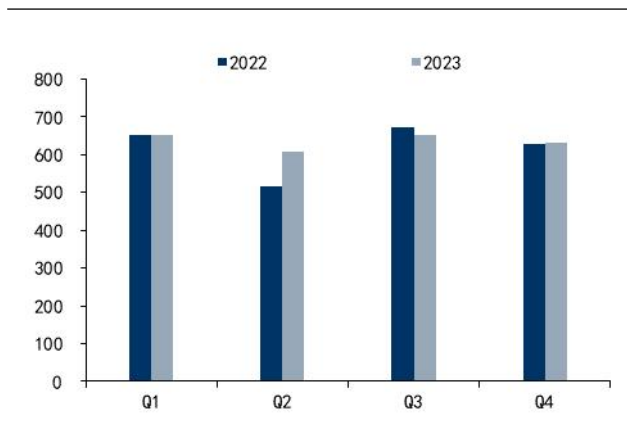
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利及增速（单位：亿元）



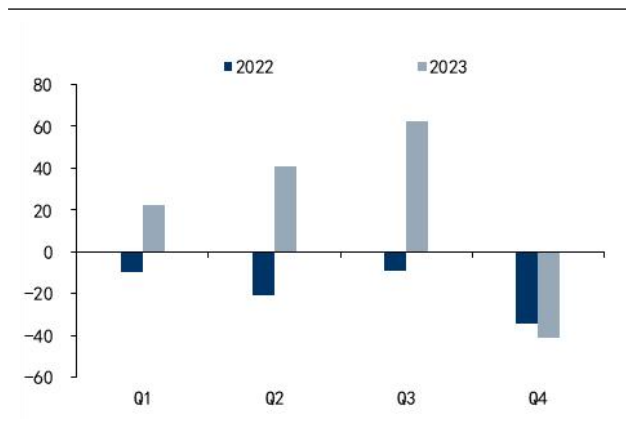
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



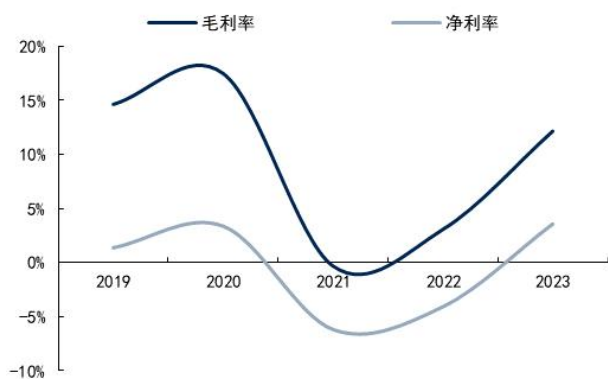
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

火电发电量、上网电量稳步增长，光伏发电量、上网电量大幅增加。2023年，公司境内各运行电厂发电量4746.77亿千瓦时（+5.23%），上网电量4478.56亿千瓦时（+5.33%）。其中，煤机发电量4010.04亿千瓦时（+3.32%），上网电量3758.04亿千瓦时（+3.27%）；燃机发电量284.93亿千瓦时（+5.06%），上网电量277.06亿千瓦时（+5.15%）；风电发电量324.37亿千瓦时（+15.56%），上网电量318.35亿千瓦时（+16.14%）；光伏发电量109.97亿千瓦时（+81.03%），上网电量109.11亿千瓦时（+81.67%）；水电发电量7.89亿千瓦时（-9.71%），上网电量7.48亿千瓦时（-7.53%）；生物质发电量9.57亿千瓦时（+17.86%），上网电量8.51亿千瓦时（+18.29%）。

毛利率提高，费用率水平有所下降，净利率同比增加。得益于煤价同比下降使得燃料成本走低，2023年公司毛利率为12.12%，同比增加9.07pct。费用率方面，2023年公司管理费用率、财务费用率分别为2.53%、3.48%，财务费用率同比下降0.36pct，管理费用率同比增加0.25pct，整体费用率水平有所下降。由于毛利率提升和费用率水平下降，2023年公司净利率为3.57%，同比增加7.66pct，实现转正。

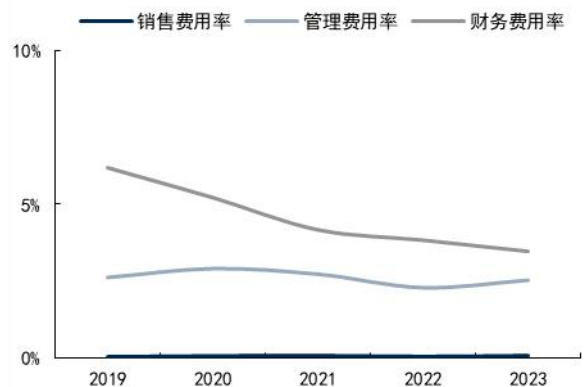
ROE大幅提升，经营性净现金流显著改善。2023年，公司ROE为11.25%，同比增加29.75pct，主要由于净利率提升。现金流方面，2023年，公司经营性净现金流454.97亿元（+39.91%），主要由于燃料采购支出下降、售电收入增长、以及收到的以前年度的可再生能源补贴和增值税留抵退税同比减少共同影响；2023年公司新能源等项目基建支出同比增加，投资性现金净流出552.26亿元；融资性现金净流入94.17亿元，同比增加18.11%，主要由于为支持公司新能源发展等资本开支，本期净融资金额同比增加。

图5：公司毛利率、净利率情况



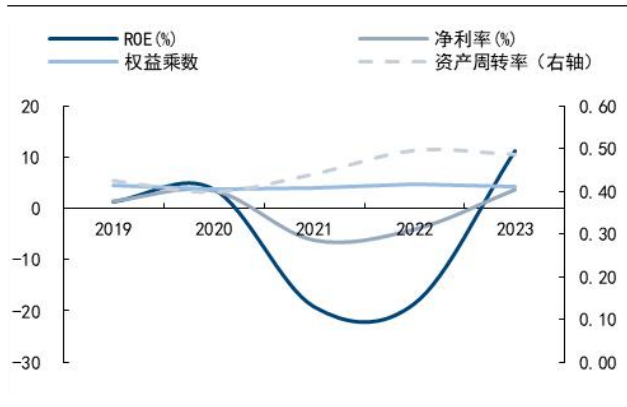
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



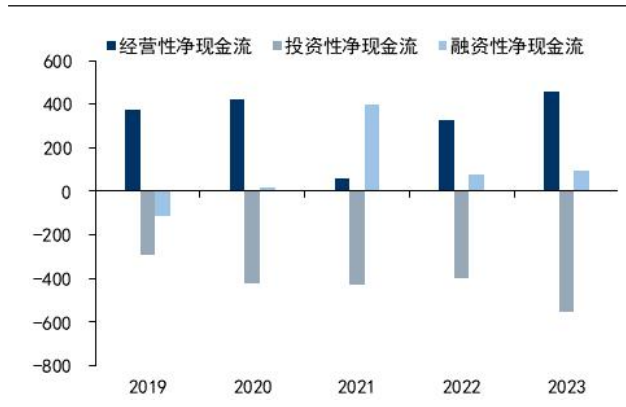
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

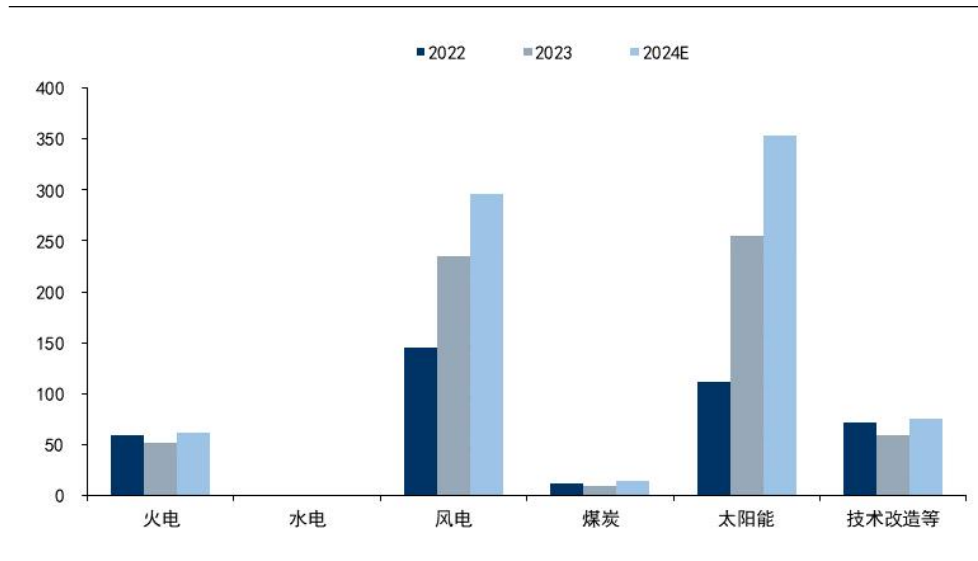
图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资本开支大幅增加，风光新能源建设仍为公司主要的资本开支方向。根据公司2024年资本开支规划，2024年公司资本开支规划为801.53亿元(+30.96%)，其中火电资本开支为61.65亿元(+18.58%)，风电资本开支为295.44亿元(+25.85%)，煤炭资本开支为14.92亿元(+46.42%)，光伏资本开支为353.81亿元(+38.50%)，技术改造等业务资本开支为75.71亿元(+27.22%)。

图9：公司资本开支变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

电价趋稳以及煤价下行驱动火电盈利进一步改善，电改推进促进火电盈利稳定。2024年，非化石能源占比将继续提高，预计煤炭消费增速放缓，政策保障下电煤中长期合同签约履约质量有望提升，煤价中枢将有所下移，同时电价趋稳，公司火电盈利进一步改善可期。电改政策方面，国家发改委出台《关于建立煤电容量电价机制的通知》政策，将现行煤电单一制电价调整为两部制电价，燃煤发电企业固定成本可通过容量电价进行疏导；新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源装机占比持续增加，未来项目投运将驱动公司业绩增长。2023年，公司新增基建并网可控发电装机容量10.00GW，其中风电2.03GW，光伏6.83GW，合计新增8.86GW。截至2023年，公司可控发电装机容量为135.66GW，其中风电15.51GW（+13.80%），占比11.43%，太阳能发电机组装机容量为13.10GW（+108.60%），占比9.66%，风光新能源装机容量合计达28.61GW（+43.70%），占比达21.09%，较2022年增加5.44pct。公司“十四五”新能源发展规划逐步落地，2024年公司持续大规模投入新能源项目建设，新能源装机将不断增加，驱动公司业绩稳健增长；电价方面，受电量交易比例增加、分时政策调整等影响，预计未来电价有所下降，绿电交易和碳交易推进有助于对冲电价下降带来的影响。

投资建议：由于电量电价有所下降，下调盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为129.8、143.1、155.5亿元（原2024、2025预测值为141.3、162.9亿元），EPS为0.83、0.91、0.99元，对应PE分别为11.0、10.0、9.2倍。预计2024年新能源贡献80.3亿元，火电及其他贡献业绩为49.5亿元。给予新能源12-13倍PE估值，火电及其他11-12倍PE估值，公司合理市值为1504-1634亿元，对应每股合理价值为9.61-10.44元，较目前股价有6%~15%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600027.SH	华电国际	6.54	669	0.01	0.51	0.61	0.66	654.00	12.82	10.72	9.91	0.2%	买入
600795.SH	国电电力	5.00	892	0.16	0.41	0.49	0.57	31.25	12.20	10.20	8.77	6.3%	买入
001289.SZ	龙源电力	18.39	1,541	0.61	0.89	1.03	1.18	30.15	20.66	17.85	15.58	7.4%	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17176	16850	15686	19246	25501	营业收入	246725	254397	258636	263854	269247
应收款项	45099	49835	52189	54623	57073	营业成本	239221	223575	220234	224585	228292
存货净额	12702	11899	13586	12364	12753	营业税金及附加	1442	1635	1662	1696	1730
其他流动资产	10984	11193	12613	12074	12433	销售费用	180	238	242	247	252
流动资产合计	86722	90744	95622	100783	111721	管理费用	6062	6898	8273	8177	8318
固定资产	332704	365967	375140	387726	399344	财务费用	9487	8868	9943	10330	10623
无形资产及其他	14699	15682	16651	17621	18590	投资收益	1077	2797	1797	2206	2706
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	44583	46081	46081	46081	46081	动	(2732)	(2972)	(4072)	(2972)	(2972)
长期股权投资	23898	22685	22839	22817	22457	其他收入	912	238	1524	1240	1186
资产总计	502606	541159	556333	575029	598193	营业利润	(10411)	13246	17530	19293	20952
短期借款及交易性金融						营业外净收支	708	(244)	(244)	(244)	(244)
负债	104517	91500	91500	91500	91500	利润总额	(9703)	13002	17286	19049	20708
应付款项	24368	22563	23694	22832	23271	所得税费用	382	3919	3457	3810	4142
其他流动负债	42449	49937	44666	44728	47047	少数股东损益	(2698)	637	847	933	1014
流动负债合计	171333	163999	159859	159059	161817	归属于母公司净利润	(7387)	8446	12982	14306	15552
长期借款及应付债券	190740	190386	201057	211727	222397						
其他长期负债	13989	15411	17141	18346	19799	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	204729	205797	218197	230073	242196	净利润	(7387)	8446	12982	14306	15552
负债合计	376062	369797	378056	389132	404014	资产减值准备	2643	240	241	163	134
少数股东权益	18009	39224	39647	40114	40621	折旧摊销	23348	24690	26474	28070	29788
股东权益	108535	132139	138630	145783	153559	公允价值变动损失	2643	240	241	163	134
负债和股东权益总计	502606	541159	556333	575029	598193	财务费用	9487	8868	9943	10330	10623
						营运资本变动	4355	1545	(9556)	(1474)	(439)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	其它	6918	10336	8329	8427	8290
每股收益	(0.47)	0.54	0.83	0.91	0.99	经营活动现金流	32520	45497	38711	49656	53460
每股红利	0.00	0.00	0.41	0.46	0.50	资本开支	(40726)	(59380)	(36903)	(41788)	(42509)
每股净资产	6.91	8.42	8.83	9.29	9.78	其它投资现金流	(211)	(205)	(580)	(928)	(1485)
ROIC	0%	4%	5%	5%	5%	投资活动现金流	(39971)	(55226)	(37637)	(42695)	(43635)
ROE	-7%	6%	9%	10%	10%	权益性融资	25867	55664	0	0	0
毛利率	3%	12%	15%	15%	15%	负债净变化	14820	10670	10670	10670	10670
EBIT Margin	0%	9%	11%	11%	11%	支付股利、利息	0	0	(6491)	(7153)	(7776)
EBITDA Margin	10%	18%	21%	22%	22%	其它融资现金流	(34435)	(41244)	0	0	0
收入增长	21%	3%	2%	2%	2%	融资活动现金流	7973	9417	(2238)	(3401)	(3570)
净利润增长率	-28%	-214%	54%	10%	9%	现金净变动	825	(326)	(1164)	3560	6255
资产负债率	78%	76%	75%	75%	74%	货币资金的期初余额	16350	17176	16850	15686	19246
息率	0.0%	0.0%	4.6%	5.0%	5.5%	货币资金的期末余额	17176	16850	15686	19246	25501
P/E	(19.3)	16.9	11.0	10.0	9.2						

P/B	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	企业自由现金流	0	(17556)	2837	8142	11337
EV/EBITDA	21.6	10.9	9.5	9.3	9.0	权益自由现金流	0	(48130)	5553	10549	13509

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032