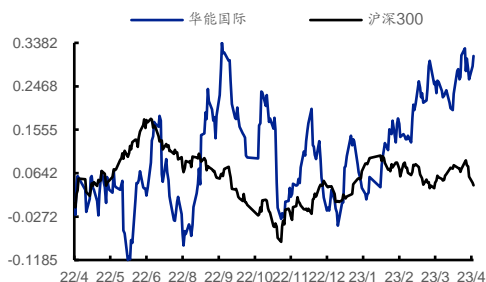


研究所
 证券分析师： 杨阳 S0350521120005
 yangy08@ghzq.com.cn
 联系人： 钟琪 S0350122020016
 zhongq@ghzq.com.cn

业绩超预期，Q2 煤电业绩有望进一步改善

——华能国际（600011）2023Q1 业绩点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
华能国际	4.4%	24.1%	31.1%
沪深 300	-1.6%	-5.2%	3.9%

市场数据

市场数据	2023/04/25
当前价格(元)	9.07
52 周价格区间(元)	5.88-9.45
总市值(百万)	142,381.71
流通市值(百万)	99,749.23
总股本(万股)	1,569,809.34
流通股本(万股)	1,099,770.99
日均成交额(百万)	516.59
近一月换手(%)	0.46

《——华能国际（600011）2022 年年报点评：减值+高煤价致 2022Q4 亏损环比扩大，看好 2023Q1 业绩改善（买入）*电力*杨阳》——2023-03-22

《——华能国际（600011）2022 年业绩预告点评：2022Q4 亏损环比扩大，全年新能源新增装机 6GW（买入）*电力*杨阳》——2023-01-31

《——华能国际（600011）2022 年三季报点评：Q3 亏损面环比缩窄，新能源新增装机 48 万千瓦（买入）*电力*杨阳》——2022-10-26

《——华能国际（600011）点评报告：上半年新能源利润总额同比+23%，火电亏损面扩大（买入）*电力*杨阳》——2022-07-27

事件：

华能国际发布 2023 年一季报：2023Q1 公司实现收入 652.7 亿元，同比+0.03%；实现归母净利润 22.5 亿元，上年同期为-9.6 亿元，2022Q4 为-34.4 亿元。

投资要点：

- **煤价环比下降明显，煤电业绩已接近盈亏平衡。**2023Q1 公司业绩转盈，环比和同比均实现大幅改善，一是因为 2023Q1 公司整体平均上网电价 0.519 元/千瓦时，同比+3.33%；二是因为煤电业绩大幅改善。**2023Q1 公司煤电业务利润总额-0.7 亿元，度电净利-0.08 分/千瓦时（利润总额口径，下同），2022Q1 利润总额-32.7 亿元，度电净利-3.5 分/千瓦时。**煤电业绩改善主要是因为煤价同比下降。2023 年 4 月 21 日，秦皇岛港口 5500 大卡煤价平均值已下降至 1030 元/吨，较年初下降 173 元/吨；同年 4 月 24 日印尼 3800 大卡场地价（广州港）700 元/吨，较年初下降 130 元/吨。
- **2023Q1 公司新能源板块实现利润总额 22.7 亿元，同比+36%。**2023Q1 公司风电利润总额 19.25 亿元，同比+27%，主要是因为 2022 年新增风电装机 3.09GW 以及利用小时数同比+13%，拉动风电上网电量同比+29.1%。2023Q1 公司光伏利润总额 3.45 亿元，同比+117%，主要是因为 2022 年新增光伏装机 2.94GW 拉动光伏上网电量同比+70.6%。
- **盈利预测和投资评级：**展望 2023Q2，我们认为电煤需求或整体偏弱，国内外现货煤价中枢有望继续下移，公司煤电业绩有望进一步改善。我们上调公司业绩，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 109/121/135 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 13/11/10 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；新增装机不及预期；煤炭价格大幅上涨；电价下调；行业竞争加剧等。

《——华能国际（600011）点评报告：亏损面环比扩大，静待业绩反转（买入）*电力*杨阳》——
2022-07-16

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	246725	251003	254518	255768
增长率(%)	20	2	1	0
归母净利润（百万元）	-7387	10906	12123	13510
增长率(%)	26	248	11	11
摊薄每股收益（元）	-0.61	0.69	0.77	0.86
ROE(%)	-7	9	9	9
P/E	—	12.51	11.25	10.10
P/B	1.10	1.13	1.02	0.92
P/S	0.48	0.54	0.54	0.53
EV/EBITDA	16.46	9.02	8.25	7.49

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华能国际盈利预测表

证券代码:	600011				股价:	9.07		投资评级:	买入		日期:	2023/04/25	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-7%	9%	9%	9%	EPS	-0.61	0.69	0.77	0.86				
毛利率	3%	13%	14%	15%	BVPS	6.91	7.67	8.51	9.43				
期间费率	6%	7%	7%	7%	估值								
销售净利率	-3%	4%	5%	5%	P/E	—	12.51	11.25	10.10				
成长能力					P/B	1.10	1.13	1.02	0.92				
收入增长率	20%	2%	1%	0%	P/S	0.58	0.57	0.56	0.56				
利润增长率	26%	248%	11%	11%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.49	0.46	0.44	0.42	营业收入	246725	251003	254518	255768				
应收账款周转率	6.19	5.76	5.78	5.83	营业成本	239221	218309	218768	216755				
存货周转率	19.42	20.98	21.23	21.53	营业税金及附加	1442	2064	1891	1833				
偿债能力					销售费用	180	213	214	206				
资产负债率	75%	74%	73%	71%	管理费用	5637	6636	6495	6378				
流动比	0.51	0.60	0.67	0.75	财务费用	9487	11191	11983	12513				
速动比	0.39	0.50	0.56	0.64	其他费用/(-收入)	1608	1415	1579	1565				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-10411	13532	16020	18874				
现金及现金等价物	17176	31542	43699	51539	营业外净收支	708	100	100	100				
应收款项	42654	48610	48331	48165	利润总额	-9703	13632	16120	18974				
存货净额	12702	11962	11987	11877	所得税费用	382	0	967	2087				
其他流动资产	14190	13622	13796	13715	净利润	-10085	13632	15153	16887				
流动资产合计	86722	105736	117814	125296	少数股东损益	-2698	2726	3031	3377				
固定资产	289312	318867	346047	369158	归属于母公司净利润	-7387	10906	12123	13510				
在建工程	43128	34121	29472	26683	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	59547	59521	59496	59470	经营活动现金流	32520	45789	52823	58950				
长期股权投资	23898	23898	23898	23898	净利润	-7387	10906	12123	13510				
资产总计	502606	542143	576727	604505	少数股东权益	-2698	2726	3031	3377				
短期借款	83573	88880	89934	80212	折旧摊销	23913	25277	27494	29704				
应付款项	24368	23761	23374	23299	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	7943	-4050	-1543	-29				
其他流动负债	63392	64597	63360	63049	投资活动现金流	-39971	-44352	-48477	-48554				
流动负债合计	171333	177238	176669	166560	资本支出	-40278	-45429	-49554	-49631				
长期借款及应付债券	190740	209740	228740	248740	长期投资	-445	0	0	0				
其他长期负债	13989	13989	13989	13989	其他	751	1077	1077	1077				
长期负债合计	204729	223729	242729	262729	筹资活动现金流	7973	12930	7812	-2556				
负债合计	376062	400966	419398	429288	债务融资	7787	24307	20054	10278				
股本	15698	15698	15698	15698	权益融资	25867	0	0	0				
股东权益	126544	141176	157330	175217	其它	-25681	-11377	-12242	-12834				
负债和股东权益总计	502606	542143	576727	604505	现金净增加额	962	14366	12158	7840				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。