

华能国际 (600011.SH)

盈利改善落地，新能源业绩大幅增长

买入

核心观点

火电盈利改善，风光利润大幅增长。2023Q1，公司实现营业收入 652.69 亿元 (+0.03%)，归母净利润 22.50 亿元 (+335.30%)，这主要系煤价同比下降和电价同比上涨共同影响境内电力业务经营盈利影响所致。分板块来看，2023Q1，公司境内燃煤板块利润总额-0.70 亿元，同比大幅减亏 32 亿元，风电/光伏利润总额 19.25/3.45 亿元，分别同比增长 27%、117%。2023Q1，公司新增装机容量 1.30GW，其中风电 0.11GW，光伏 0.70GW。

风光新能源上网电量持续较快增长，上网电价同比小幅提升。2023Q1，公司境内电厂按合并报表口径完成上网电量 1070.09 亿千瓦时 (-0.66%)，其中，煤机 895.35 亿千瓦时 (-4.10%)，风电 80.82 亿千瓦时 (+29.10%)，光伏 18.54 亿千瓦时 (+70.61%)，水电 0.64 亿千瓦时 (-66.02%)。2023Q1，平均上网结算电价 518.69 元/兆瓦时 (+0.33%)，市场化交易电量比例 86.78% (-2.14pct)。

电价上浮及煤价回落，驱动公司火电业绩持续改善。2023 年，国家要求电力中长期交易高比例签约以及煤炭价格预计有所回调，燃煤发电企业经营状况将得到一定程度的改善。截至 2023 年 4 月 25 日，京唐港动力煤 (5500 大卡) 价格为 995 元/吨，环渤海港 5500 大卡煤价为 980 元/吨，广州港印尼煤、澳煤 (5500 大卡) 价格在 1100 元/吨左右，国内动力煤和进口煤价格均出现显著下降。受益于煤价下行和电价上涨，公司火电盈利显著改善，预计未来随着煤价下行，公司火电盈利将进一步提升。

加快新能源建设，带来业绩新增量。“十四五”期间，公司将持续推进新能源项目建设，未来随着光伏产业链上游降价，公司将加快光伏项目建设，预计未来公司新能源项目有望加快落地，完成公司“十四五”规划的新增 40GW 装机容量的目标。新能源项目投运将成为公司业绩增长的重要驱动力，保障未来公司业绩稳步增长。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 105.5、130.5、149.4 亿元；EPS 为 0.67、0.83、0.95 元。预计 2023 年新能源贡献 76.1 亿元，火电及其他贡献业绩为 29.4 亿元。给予新能源 17-18 倍 PE 估值，火电及其他 9-10 倍 PE 估值，公司合理市值为 1558-1664 亿元，对应每股合理价值为 9.93-10.60 元，较目前股价有 9%~17% 的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	204,605	246,725	250,343	258,113	263,148
(+/-%)	20.8%	20.6%	1.5%	3.1%	2.0%
净利润(百万元)	-10264	-7387	10554	13046	14940
(+/-%)	-324.8%	-28.0%	-242.9%	23.6%	14.5%
每股收益(元)	-0.65	-0.47	0.67	0.83	0.95
EBIT Margin	-3.6%	0.2%	9.4%	12.3%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	-9.8%	-6.8%	9.3%	10.8%	11.7%
市盈率 (PE)	-9.8	-13.6	9.5	7.7	6.7
EV/EBITDA	33.3	19.9	10.2	8.5	8.1
市净率 (PB)	0.95	0.92	0.88	0.83	0.78

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

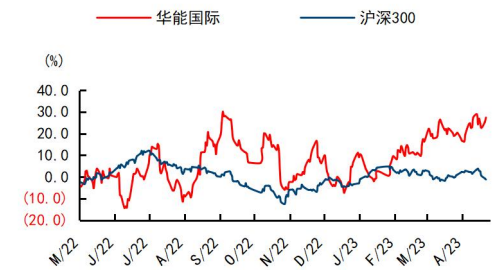
公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002
 证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.93 - 10.60 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	9.45/5.88 元
近 3 个月日均成交额	494.74 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) - 火电盈利有望持续改善，新能源将加快发展》——2023-03-23
- 《华能国际 (600011.SH) - 高煤价拖累业绩，新能源盈利持续提升》——2022-10-26
- 《华能国际 (600011.SH) - 高煤价和低利用率拖累业绩，新能源盈利提升 23%，欠补发放增强现金流》——2022-07-27
- 《华能国际 (600011.SH) - 高煤价拖累业绩，新能源盈利不断提升》——2022-03-29
- 《华能国际-600011-2021 年三季度点评：电价打开天花板，能源转型提估值》——2021-11-11

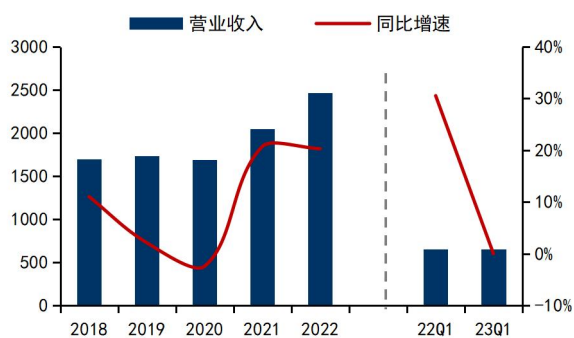
煤价下降, 业绩实现扭亏为盈。2023Q1, 公司实现营业收入 652.69 亿元 (+0.03%), 煤价同比下降和电价同比上涨共同影响境内电力业务经营增利, 火电盈利改善, 公司业绩实现扭亏为盈, 归母净利润 22.50 亿元 (+335.30%), 扣非归母净利润 20.08 亿元 (+241.95%)。

火电盈利改善, 风电光伏板块利润总额大幅增长。分板块利润总额来看, 2023Q1, 公司燃煤利润总额-0.70 亿元 (同比减亏 32 亿元), 燃机利润总额 3.26 亿元 (+46%), 风电利润总额 19.25 亿元 (+27%), 光伏利润总额 3.45 亿元 (+117), 水电利润总额-0.18 亿元 (-980%), 生物质利润总额-0.04 亿元 (-69%)。

风电光伏发电量大幅增长, 火电发电量小幅下降。2023Q1, 公司境内电厂按合并报表口径完成上网电量 1070.09 亿千瓦时 (-0.66%), 其中, 煤机 895.35 亿千瓦时 (-4.10%), 风电 80.82 亿千瓦时 (+29.10%), 光伏 18.54 亿千瓦时 (+70.61%), 水电 0.64 亿千瓦时 (-66.02%), 生物发电 1.94 亿千瓦时 (+11.50%)。1 月份全社会用电量偏低, 公司火电发电量同比降幅较大, 2、3 月份全社会企业复工复产和经济运行总体回升拉动电力消费需求增长, 公司火电发电量同比增加, 同时得益于风电和光伏装机容量持续增长, 一季度公司新能源发电量继续保持较快增长, 使得公司一季度总体发电量同比降幅收窄。

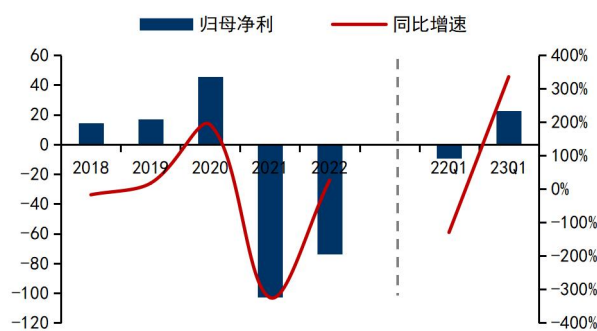
新能源装机占比持续提升, 未来有望驱动公司业绩稳步增长。2023Q1, 公司新增装机容量 1299.07MW, 其中火电 495MW, 风电 111.35MW, 光伏 697.72MW, 截至 2023Q1, 公司可控发电装机容量 128648MW。根据公司发展规划, 十四五期间新增新能源装机 40GW, 到 2025 年末, 新能源装机达到 50GW, 预计 2023-2025 年公司风光新能源装机规模将快速增长。随着新能源装机提升、绿电交易和碳交易推进, 公司利润结构将持续优化。

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)

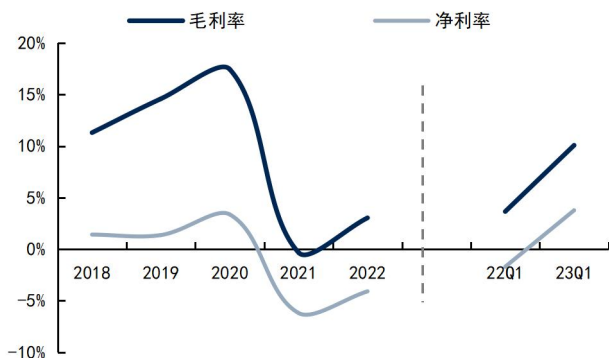


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提高, 费用率水平有所下降, 净利率转正。得益于煤价同比下降和电价同比提高, 2023Q1 公司毛利率为 10.08%, 同比提高 6.42pct。费用率方面, 公司财务费用率水平下降显著, 降低 0.63pct, 管理费用率略微提高了 0.09pct。由于毛利率提升和费用率水平下降, 公司净利率实现转正, 由 2022Q1 的 -1.70% 增至 3.78%, 增加 5.48pct。

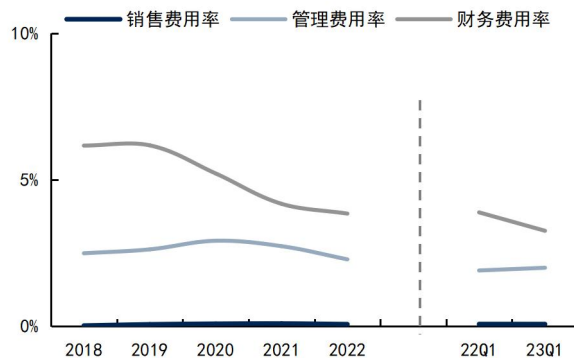
ROE 回升, 经营现金流有所下降。2023Q1, 公司 ROE 为 3.34%, 同比增加 5.96pct, 主要由于净利率实现转正。2023Q1, 经营性净现金流 61.38 亿元, 同比下降 26.96%, 主要由于收到电热费和支付燃料采购等支出同比下降的综合影响; 公司维持较大在建风电、光伏项目投资, 投资性现金净流出 92.46 亿元。

图3: 公司毛利率、净利率情况



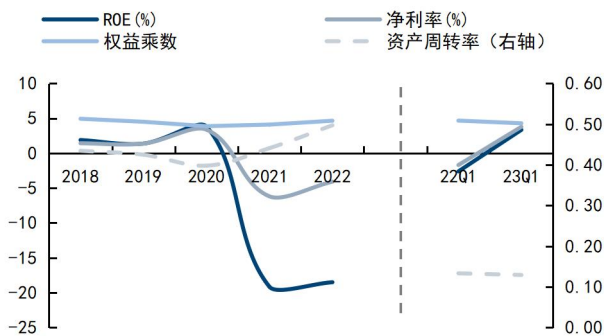
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 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5: 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6: 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

进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行。近年来，政策性保供将持续发力，推动煤炭先进产能继续核增释放，但由于前两年核增产能已释放大部分，大幅增产空间有限。国际市场方面，随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内补充作用增强。需求方面，非化石能源电量占比将在 2023 年继续提高，煤炭消费增速将进一步放缓。2023 年，政策保障下电煤中长期合同签订履约率将得到提升，有效发挥电煤长协“压舱石”作用，预计煤炭市场供需将有所缓解，煤炭价格中枢有所下移。截至 2023 年 4 月 25 日，京唐港动力煤（5500 大卡）价格为 995 元/吨，环渤海港 5500 大卡煤价为 980 元/吨，广州港印尼煤、澳煤（5500 大卡）价格在 1100 元/吨左右，国内动力煤和进口煤价格均出现显著下降。

电价上浮及煤价回落，驱动公司业绩持续改善。2022 年国家发改委《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》要求得到落实，燃煤发电电量全面进入电力市场，交易电价上下浮动范围扩大至 20%。2023 年，国家要求电力中长期交易高比例签约以及煤炭价格预计有所回调，燃煤发电企业经营状况将得到一定程度的改善。受益于煤价下行和电价上涨，公司火电盈利显著改善，预计未来随着煤价下行，公司火电盈利将进一步提升，公司整体业绩表现有望向好。

加快新能源建设，带来业绩新增量。“十四五”期间，公司将持续推进新能源项目建设，未来随着光伏产业链上游降价，公司将加快光伏项目建设，预计未来公司新能源项目有望加快落地，完成公司“十四五”规划的新增 40GW 装机容量的目标。新能源项目投运将成为公司业绩增长的重要驱动力，保障未来公司业绩稳步增长。

投资建议：维持盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 2503、2581、2631 亿元，同比增长 2%、3%、2%；归母净利润分别为 105.5、130.5、149.4 亿元；EPS 为 0.67、0.83、0.95 元。预计 2023 年新能源贡献 76.1 亿元，火电及其他贡献业绩为 29.4 亿元。给予新能源 17-18 倍 PE 估值，火电及其他 9-10 倍 PE 估值，公司合理市值为 1558-1664 亿元，对应每股合理价值为 9.93-10.60 元，较目前股价有 9%~17%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 (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
0836.HK	华润电力	16.48	793	0.33	2.01	2.55	2.88	49.94	8.20	6.46	5.72	2%	0.03	买入
600795.SH	国电电力	3.91	697	-0.10	0.16	0.41	0.49	-39.10	24.44	9.54	7.98	-4%	0.10	买入
600905.SH	三峡能源	5.36	1,534	0.20	0.31	0.37	0.42	26.80	17.29	14.49	12.76	8%	0.40	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：港股采用港币

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16350	17176	15421	16316	16304	营业收入	204605	246725	250343	258113	263148
应收款项	46921	45099	47400	50048	52467	营业成本	205281	239221	220043	218135	220510
存货净额	16824	12702	13313	13895	12738	营业税金及附加	1686	1442	1464	1509	1538
其他流动资产	11825	10984	11555	12774	12295	销售费用	193	180	183	188	192
流动资产合计	92471	86722	88908	94983	96925	管理费用	5943	6062	5936	6985	7094
固定资产	316505	332704	350742	373439	403705	财务费用	8550	9487	10417	11006	11572
无形资产及其他	14189	14699	15202	15705	16208	投资收益	822	1077	1177	577	977
投资性房地产	43999	44583	44583	44583	44583	资产减值及公允价值变动	(89)	(2732)	(32)	(2732)	(1932)
长期股权投资	22904	23898	23898	23898	23898	其他收入	1514	912	2681	2475	2421
资产总计	490068	502606	523333	552608	585319	营业利润	(14802)	(10411)	16126	20610	23706
短期借款及交易性金融负债	117156	104517	104517	104517	104517	营业外净收支	525	708	708	708	708
应付款项	25774	24368	24932	24216	23424	利润总额	(14277)	(9703)	16834	21318	24414
其他流动负债	43469	42449	48206	43535	43061	所得税费用	(1604)	382	1599	2345	2686
流动负债合计	186398	171333	177655	172267	171002	少数股东损益	(2409)	(2698)	4681	5927	6788
长期借款及应付债券	166255	190740	205559	220379	235199	归属于母公司净利润	(10264)	(7387)	10554	13046	14940
其他长期负债	13524	13989	13989	13989	13989						
长期负债合计	179778	204729	219548	234368	249188	现金流量表 (百万元)					
负债合计	366176	376062	397204	406635	420190	净利润	(10264)	(7387)	10554	13046	14940
少数股东权益	18636	18009	21753	26495	31926	资产减值准备	(6026)	2643	293	232	259
股东权益	105256	108535	113813	120336	127806	折旧摊销	21351	23348	25485	27436	29581
负债和股东权益总计	490068	502606	523770	553466	579921	公允价值变动损失	(6026)	2643	293	232	259
						财务费用	8550	9487	10417	11006	11572
关键财务与估值指标						营运资本变动	(8049)	4355	2888	(9837)	(2049)
每股收益	(0.65)	(0.47)	0.67	0.83	0.95	其它	15048	6918	12691	14938	15768
每股红利	0.00	0.00	0.34	0.42	0.48	经营活动现金流	6033	32520	52205	46049	58757
每股净资产	6.70	6.91	7.25	7.67	8.14	资本开支	(43484)	(40726)	(44369)	(50869)	(60609)
ROIC	-2%	0%	5%	7%	7%	其它投资现金流	(72)	(211)	(457)	(731)	(1170)
ROE	-10%	-7%	9%	11%	12%	投资活动现金流	(42657)	(39971)	(44826)	(51600)	(61779)
毛利率	-0%	3%	12%	15%	16%	权益性融资	1877	25867	0	0	0
EBIT Margin	-4%	0%	9%	12%	13%	负债净变化	24780	14820	14820	14820	14820
EBITDA Margin	7%	10%	20%	23%	24%	支付股利、利息	0	0	(5277)	(6523)	(7470)
收入增长	21%	21%	1%	3%	2%	其它融资现金流	8523	(34435)	0	0	0
净利润增长率	-325%	-28%	-243%	24%	15%	融资活动现金流	39767	7973	303	(2132)	(3246)
资产负债率	79%	78%	79%	78%	78%	现金净变动	2479	825	7682	(7683)	(6267)
息率	0.0%	0.0%	5.3%	6.5%	7.5%	货币资金的期初余额	13872	16350	17176	15421	16316
P/E	(9.8)	(13.6)	9.5	7.7	6.7	货币资金的期末余额	16350	17176	24857	7738	10048
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	(12397)	5254	(4920)	(2535)
EV/EBITDA	33.3	19.9	10.2	8.5	8.1	权益自由现金流	0	(32012)	10647	105	1985

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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中所提及的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