

火电盈利能力改善助扭亏；新能源高速发展，装机占比不断提高

华能国际 2023 年第一季度报告点评

核心观点

事件：公司近期发布 2023 年一季报，一季度实现营业收入 652.7 亿元，同比+0.0%；实现归母净利润 22.5 亿元，同比+335.3%。

- 燃料成本下降，公司综合毛利率同比大幅上升 6.4pct，扭亏为盈。**在营业收入基本持平的情况下，受燃料成本下降影响，公司 1Q23 营业成本同比下降 6.6%，毛利率达到 10.1%，同比+6.4pct，盈利能力持续改善。公司加大资金运作力度，1Q23 公司财务费用 21.27 亿元，同比-16.1%，财务费用率 3.3%，同比-0.6pct，资金成本持续下降。归属于上市公司股东的净利润达到 22.5 亿元，去年同期为-9.6 亿元，业绩大幅改善。
- 电价上浮、煤价企稳，火电盈利能力改善推动业绩扭亏。**1Q23 公司实现利润总额 31.29 亿元，去年同期为-9.20 亿元，利润改善明显。其中燃煤发电板块实现利润总额-0.7 亿元，大幅减亏，去年同期为-32.7 亿元。燃煤发电的大幅减亏一方面是受平均上网电价上升影响，公司经营数据公告显示 1Q23 平均上网电价 518.69 元/兆瓦时，同比+3.3%，较 21 年全年平均水平提高了 20.1%。另一方面是随着动力煤市场价格持续下降，成本端改善明显。至 23 年 4 月底，5500 大卡港口煤现价回归 1000 元/吨左右水平，较 22 年 3 月 1600 元/吨高位已经下降超 600 元/吨。
- 新能源快速发展，装机占比不断提高，持续贡献利润。**1Q23 公司新增风电、光伏装机规模分别达到 111.35MW 和 692.72MW，公司装机结构中风电、光伏的合计占比比较 22 年底进一步提高 0.5pct 达到 16.12%。1Q23 风电、光伏的合计上网电量占比同比提高 2.5pct 达到 9.3%。1Q23 公司风电板块利润总额达到 19.25 亿元，同比+27.1%；光伏板块利润总额达到 3.45 亿元，同比+117.0%。

盈利预测与投资建议

- 1Q23 燃料成本下降推动公司扭亏，我们下调了 23-25 年燃料成本的预测值，因此上调了公司盈利预测。我们预计公司 23-25 年归属于母公司净利润分别为 110.39/130.56/153.81 亿元（原预测为 97.73/117.33/140.07 亿元），对应每股收益分别为 0.70/0.83/0.98 元（原预测为 0.62/0.75/0.89 元）。参考可比公司平均估值，给予公司 2023 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 11.90 元，维持“买入”评级。

风险提示

新能源发电的增长空间可能低于预期；火电基本面改善不及预期；新能源运营的收益率水平可能降低。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	205,079	246,725	263,921	273,960	284,584
同比增长(%)	21.0%	20.3%	7.0%	3.8%	3.9%
营业利润(百万元)	(14,545)	(10,411)	18,258	21,302	25,200
同比增长(%)	-251.1%	28.4%	275.4%	16.7%	18.3%
归属母公司净利润(百万元)	(10,006)	(7,387)	11,039	13,056	15,381
同比增长(%)	-319.2%	26.2%	249.4%	18.3%	17.8%
每股收益(元)	(0.64)	(0.47)	0.70	0.83	0.98
毛利率(%)	-0.2%	3.0%	14.0%	15.1%	16.1%
净利率(%)	-4.9%	-3.0%	4.2%	4.8%	5.4%
净资产收益率(%)	-8.8%	-6.9%	9.6%	10.5%	11.6%
市盈率	(15.5)	(21.0)	14.0	11.9	10.1
市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

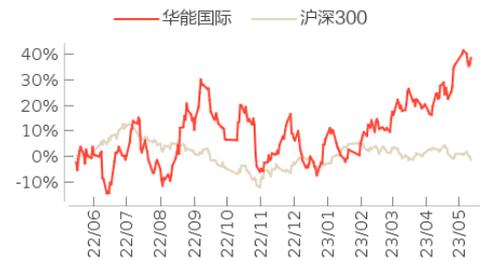
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月12日）	9.86 元
目标价格	11.90 元
52 周最高价/最低价	10.51/5.88 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,569,809/1,569,809
A 股市值（百万元）	154,783
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2023 年 05 月 15 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.07	12.95	21.28	37.9
相对表现	-0.1	16.84	25.38	38.43
沪深 300	-1.97	-3.89	-4.1	-0.53



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
周迪	zhoudi1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050001

联系人

李少甫	lishaofu@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

新能源装机持续增长，期待火电成本端改善助力业绩修复：——华能国际 2022 年季报点评	2023-03-31
雏形初已现，且待显峥嵘：华能国际首次覆盖报告	2022-05-18

表 1：可比公司估值表（数据截至 2023.5.12 收盘价）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2023/5/12	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
京能电力	600578	3.55	0.12	0.19	0.30	0.33	29.58	18.26	12.01	10.62	
吉电股份	000875	5.65	0.24	0.44	0.55	0.65	23.47	12.87	10.28	8.71	
龙源电力	001289	19.19	0.61	0.99	1.14	1.32	31.46	19.48	16.91	14.55	
三峡能源	600905	5.50	0.25	0.32	0.39	0.45	22.00	17.28	14.25	12.34	
浙江新能	600032	11.30	0.32	0.48	0.62	0.75	35.05	23.43	18.16	15.05	
国电电力	600795	4.17	0.16	0.39	0.47	0.54	26.33	10.56	8.81	7.72	
上海电力	600021	11.40	0.11	0.74	0.96	1.16	100.09	15.45	11.92	9.82	
大唐发电	601991	3.32	-0.02	0.19	0.27	0.33	-149.55	17.33	12.28	10.00	
调整后平均							28.00	17.00	13.00	11.00	

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,350	17,176	20,340	20,676	21,074	营业收入	205,079	246,725	263,921	273,960	284,584
应收票据、账款及款项融资	43,878	42,654	53,102	53,576	54,038	营业成本	205,542	239,221	227,038	232,723	238,751
预付账款	4,436	6,611	5,068	6,176	6,502	营业税金及附加	1,686	1,442	1,543	1,602	1,664
存货	16,824	12,702	13,785	15,179	14,248	销售费用	193	180	193	200	208
其他	10,982	7,579	8,478	9,090	8,813	管理费用及研发费用	6,919	7,245	7,742	7,903	8,209
流动资产合计	92,471	86,722	100,773	104,697	104,675	财务费用	8,550	9,487	11,020	11,694	12,055
长期股权投资	22,952	23,898	24,615	25,354	26,114	资产、信用减值损失	193	2,780	1,130	1,033	1,020
固定资产	266,303	289,312	327,487	343,797	358,082	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	47,429	40,877	40,173	42,994	44,432	投资净收益	866	1,077	1,212	1,052	1,114
无形资产	14,189	14,699	14,386	14,073	13,761	其他	2,593	2,143	1,790	1,445	1,409
其他	47,003	47,099	45,418	46,075	46,130	营业利润	(14,545)	(10,411)	18,258	21,302	25,200
非流动资产合计	397,876	415,884	452,079	472,293	488,520	营业外收入	820	952	686	819	819
资产总计	490,347	502,606	552,853	576,990	593,195	营业外支出	295	244	546	362	384
短期借款	91,897	83,573	123,531	127,458	123,747	利润总额	(14,020)	(9,703)	18,398	21,760	25,635
应付票据及应付账款	25,774	24,368	25,735	26,423	26,163	所得税	(1,604)	382	4,599	5,440	6,409
其他	68,727	63,392	68,768	67,352	66,697	净利润	(12,416)	(10,085)	13,798	16,320	19,226
流动负债合计	186,398	171,333	218,034	221,233	216,607	少数股东损益	(2,410)	(2,698)	2,760	3,264	3,845
长期借款	136,858	151,678	151,836	158,732	165,628	归属于母公司净利润	(10,006)	(7,387)	11,039	13,056	15,381
应付债券	29,397	39,062	29,614	32,691	33,789	每股收益(元)	-0.64	-0.47	0.70	0.83	0.98
其他	13,524	13,989	12,193	12,352	12,482						
非流动负债合计	179,778	204,729	193,642	203,775	211,899	主要财务比率					
负债合计	366,176	376,062	411,677	425,008	428,506		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	18,635	18,009	20,768	24,032	27,877	成长能力					
实收资本(或股本)	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	营业收入	21.0%	20.3%	7.0%	3.8%	3.9%
资本公积	17,643	16,608	16,608	16,608	16,608	营业利润	-251.1%	28.4%	275.4%	16.7%	18.3%
留存收益	24,479	14,889	25,928	33,464	42,317	归属于母公司净利润	-319.2%	26.2%	249.4%	18.3%	17.8%
其他	47,715	61,340	62,174	62,180	62,188	获利能力					
股东权益合计	124,170	126,544	141,176	151,983	164,689	毛利率	-0.2%	3.0%	14.0%	15.1%	16.1%
负债和股东权益总计	490,347	502,606	552,853	576,990	593,195	净利率	-4.9%	-3.0%	4.2%	4.8%	5.4%
						ROE	-8.8%	-6.9%	9.6%	10.5%	11.6%
						ROIC	-1.4%	-0.2%	4.9%	5.1%	5.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	74.7%	74.8%	74.5%	73.7%	72.2%
净利润	(12,416)	(10,085)	13,798	16,320	19,226	净负债率	215.1%	219.8%	220.6%	212.2%	198.0%
折旧摊销	19,108	23,723	25,873	29,239	32,777	流动比率	0.50	0.51	0.46	0.47	0.48
财务费用	8,550	9,487	11,020	11,694	12,055	速动比率	0.40	0.43	0.40	0.40	0.42
投资损失	(866)	(1,077)	(1,212)	(1,052)	(1,114)	营运能力					
营运资金变动	(8,872)	4,869	(10,747)	(1,885)	(92)	应收账款周转率	6.0	6.1	6.1	5.8	5.8
其它	747	5,602	(20,275)	(286)	200	存货周转率	17.3	16.0	16.9	15.9	16.0
经营活动现金流	6,251	32,520	18,458	54,030	63,053	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(41,828)	(41,683)	(41,399)	(48,170)	(48,227)	每股指标(元)					
长期投资	(1,005)	(952)	(734)	(745)	(770)	每股收益	-0.64	-0.47	0.70	0.83	0.98
其他	(42)	2,664	2,045	1,112	1,002	每股经营现金流	0.40	2.07	1.18	3.44	4.02
投资活动现金流	(42,875)	(39,971)	(40,088)	(47,804)	(47,995)	每股净资产	6.72	6.91	7.67	8.15	8.72
债权融资	25,687	19,664	(4,143)	7,396	7,634	估值比率					
股权融资	(909)	(1,035)	0	0	0	市盈率	-15.5	-21.0	14.0	11.9	10.1
其他	14,989	(10,655)	28,938	(13,286)	(22,294)	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	39,767	7,973	24,795	(5,891)	(14,660)	EV/EBITDA	33.0	19.0	7.8	6.9	6.2
汇率变动影响	(846)	441	-0	-0	-0	EV/EBIT	-72.1	-467.8	14.8	13.1	11.6
现金净增加额	2,297	962	3,165	336	398						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。