

公司研究

Q1 归母净利润高增，火电业务扭亏为盈

——华能国际（600011.SH）2023年一季报点评

要点

事件：4月25日公司发布一季度报告，2023年一季度公司实现归母净利润22.5亿元，上年同期净亏损9.56亿元，扭亏为盈；营业收入652.69亿元，同比增长0.03%；营业成本586.91亿，同比下降6.64%；基本每股收益0.1元，上年同期基本每股收益-0.09元。

点评：

提价降本，火电Q1扭亏为盈：23年一季度公司火电盈利总额2.56亿，其中燃煤亏损0.7亿，燃气盈利3.26亿；对应度电盈亏水平分别为亏损0.001元/千瓦时、盈利0.045元/千瓦时。较2022年明显边际改善（22年燃煤度电亏损0.048元/千瓦时，燃气度电盈利0.022元/千瓦时）。我们认为Q1火电盈利能力大幅提升主要来自：1）广东电价明显上行，实现20%的顶格上限；除此之外湖南、重庆、福建Q1电价具备上升空间。2）Q1长协履约率边际提升，火电成本得到有效控制。

坚定新能源转型，新能源盈利能力相对稳定：23年第一季度公司风电、光伏分别实现新增装机容量11.1、69.3万千瓦，对应存量（截至2023年第一季度）装机容量为1373.9、696.9万千瓦；新能源装机容量占比从2022年15.6%提升至2023年第一季度16.1%。公司一季度完成风电上网电量80.82亿千瓦时，同比增长29.10%，光伏完成上网电量18.54亿千瓦时，同比增长70.61%。同期，公司新能源发电盈利总额22.70亿，其中风电盈利19.25亿，光伏盈利3.45亿；对应度电盈利分别为0.238元/千瓦时、0.186元/千瓦时；维持22年度电盈利水平（22年风电度电盈利0.227元/千瓦时，光伏度电盈利0.191元/千瓦时）。

盈利预测、估值与评级：公司长协履约不断提升，火电盈利能力边际提升。我们上调公司2023E-2025E归母净利润至90.96/122.37/134.20亿元（前值为79.66/111.34/123.31亿元），对应EPS分别为0.58/0.78/0.85元，对应PE为16/12/11倍。基于：1）煤价成本不断下行，2）新能源转型趋势确定，3）现金流改善显著。公司基本面将逐步好转，维持“增持”评级。

风险提示：终端用电需求下滑；新能源转型进度不达预期；煤价长协落实情况不及预期；风电、光伏装机成本大幅提升。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	204,605	246,725	256,185	262,243	270,366
营业收入增长率	20.75%	20.59%	3.83%	2.36%	3.10%
净利润（百万元）	-10,264	-7,387	9,096	12,237	13,420
净利润增长率	-324.85%	-	-	34.53%	9.66%
EPS（元）	-0.65	-0.47	0.58	0.78	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	-9.75%	-6.81%	7.73%	9.42%	9.37%
P/E	-	-	16	12	11
P/B	2.5	3.1	2.6	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-25

增持（维持）

当前价：9.07元

作者

分析师：王威

执业证书编号：S0930517030001

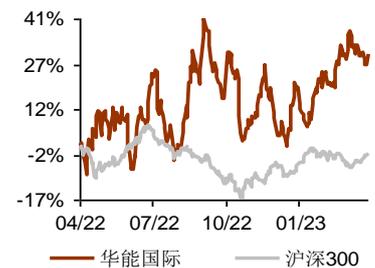
021-52523339

wangwei2016@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	156.98
总市值(亿元)	1423.82
一年最低/最高(元)	5.88/9.45
近3月换手率	23.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.20	32.36	29.45
绝对	5.96	26.68	34.17

资料来源：Wind

相关研报

短期煤价波动压制整体盈利能力，长期新能源转型聚焦成长空间——华能国际（600011.SH）2022年年报点评（2023-03-24）
廿八正芳华，转型再出发——华能国际（600011.SH）投资价值分析报告（2023-01-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	204,605	246,725	256,185	262,243	270,366
营业成本	205,281	239,221	222,865	221,559	226,270
折旧和摊销	21,327	23,304	28,844	30,388	31,676
税金及附加	1,686	1,442	2,562	2,885	2,974
销售费用	193	180	187	192	197
管理费用	5,594	5,637	7,173	7,343	7,570
研发费用	1,325	1,608	1,669	1,709	1,762
财务费用	8,550	9,487	10,492	11,125	11,308
投资收益	822	1,077	3,000	3,000	3,000
营业利润	-14,802	-10,411	16,031	22,521	25,421
利润总额	-14,277	-9,703	16,171	22,661	25,561
所得税	-1,604	382	4,043	5,665	6,390
净利润	-12,673	-10,085	12,128	16,996	19,171
少数股东损益	-2,409	-2,698	3,032	4,759	5,751
归属母公司净利润	-10,264	-7,387	9,096	12,237	13,420
EPS(按最新股本计)	-0.65	-0.47	0.58	0.78	0.85

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,033	32,520	52,174	56,508	58,082
净利润	-10,264	-7,387	9,096	12,237	13,420
折旧摊销	21,327	23,304	28,844	30,388	31,676
净营运资金增加	10,354	-173	-703	-1,098	1,781
其他	-15,384	16,775	14,937	14,982	11,206
投资活动产生现金流	-42,657	-39,971	-56,286	-35,095	-50,094
净资本支出	-42,969	-40,278	-32,205	-16,595	-31,594
长期投资变化	22,904	23,898	-21,500	-21,500	-21,500
其他资产变化	-22,592	-23,592	-2,581	3,000	3,000
融资活动现金流	39,767	7,973	7,431	-20,929	-7,338
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	50,410	11,846	17,923	-9,804	3,970
无息负债变化	19,036	-1,961	-7,354	-99	556
净现金流	2,297	962	3,319	485	650

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	-0.3%	3.0%	13.0%	15.5%	16.3%
EBITDA 率	7.0%	10.7%	20.7%	23.3%	24.2%
EBIT 率	-3.4%	1.2%	9.4%	11.7%	12.5%
税前净利润率	-7.0%	-3.9%	6.3%	8.6%	9.5%
归母净利润率	-5.0%	-3.0%	3.6%	4.7%	5.0%
ROA	-2.6%	-2.0%	2.3%	3.2%	3.4%
ROE (摊薄)	-9.8%	-6.8%	7.7%	9.4%	9.4%
经营性 ROIC	-1.7%	0.9%	4.4%	5.9%	6.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	75%	75%	74%	71%	69%
流动比率	0.50	0.51	0.52	0.59	0.71
速动比率	0.41	0.43	0.45	0.51	0.61
归母权益/有息债务	0.37	0.37	0.38	0.43	0.47
有形资产/有息债务	1.62	1.59	1.58	1.65	1.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	490,068	502,606	525,303	532,397	556,094
货币资金	16,350	17,176	20,495	20,979	21,629
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	39,857	39,862	38,199	36,496	37,626
应收票据	3,743	2,792	2,899	2,968	3,060
其他应收款 (合计)	3,527	2,733	2,827	2,887	2,968
存货	16,824	12,702	11,821	11,750	12,004
其他流动资产	6,462	3,970	3,970	3,970	3,970
流动资产合计	92,471	86,722	86,439	85,242	87,579
其他权益工具	729	709	709	709	709
长期股权投资	22,904	23,898	45,697	67,197	88,697
固定资产	266,088	289,262	299,804	295,427	293,304
在建工程	47,414	40,877	30,889	20,822	20,663
无形资产	14,189	14,699	14,013	13,361	12,741
商誉	11,235	11,519	11,519	11,519	11,519
其他非流动资产	8,646	9,176	9,176	9,176	9,176
非流动资产合计	397,597	415,884	438,864	447,155	468,515
总负债	366,176	376,062	386,631	376,729	381,255
短期借款	91,897	83,573	81,497	58,693	37,664
应付账款	22,624	21,102	19,659	19,544	19,959
应付票据	3,150	3,266	3,043	3,025	3,089
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8,857	6,806	6,806	6,806	6,806
流动负债合计	186,398	171,333	167,160	144,258	123,784
长期借款	136,858	151,678	171,678	184,678	209,678
应付债券	29,397	39,062	39,062	39,062	39,062
其他非流动负债	5,659	7,645	7,645	7,645	7,645
非流动负债合计	179,778	204,729	219,471	232,471	257,471
股东权益	123,892	126,544	138,672	155,668	174,839
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
公积金	25,829	24,794	24,794	24,794	24,794
未分配利润	16,013	6,703	15,799	28,036	41,456
归属母公司权益	105,256	108,535	117,632	129,869	143,288
少数股东权益	18,636	18,009	21,041	25,799	31,551

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.09%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
管理费用率	2.73%	2.28%	2.80%	2.80%	2.80%
财务费用率	4.18%	3.85%	4.10%	4.24%	4.18%
研发费用率	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
所得税率	11%	-4%	25%	25%	25%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.38	2.07	3.32	3.60	3.70
每股净资产	3.62	2.96	3.54	4.32	5.17
每股销售收入	13.03	15.72	16.32	16.71	17.22

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	-	-	16	12	11
PB	2.5	3.1	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	30.6	17.1	8.5	7.0	6.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE