

华能国际（600011.SH）

火电盈利有望持续改善，新能源将加快发展

买入

核心观点

煤价维持高位，业绩仍为亏损。2022年，公司实现营业收入2467.25亿元（+20.32%），主要得益于电价上浮。2022年，公司平均上网结算电价为509.92元/兆瓦时（+18.04%）。受煤价上涨、电量下滑以及资产减值等因素影响，公司2022年业绩亏损，归母净利润为-73.87亿元（+26.17%），扣非归母净利润为-94.22亿元（+23.40%）。

新能源装机占比持续提升，未来有望驱动公司业绩增长。2022年，公司新增风电/光伏装机3.1/3.0GW，分别同比增长29.39%、89.79%。截至2022年，公司境内可控发电装机容量为127.23GW，其中煤电94.06GW，气电12.74GW，风电13.63GW，太阳能6.28GW，水电0.37GW，生物质发电0.16GW，风光新能源合计占比为15.65%，同比增加3.97pct。根据公司发展规划，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。

风光新能源建设仍为公司主要的资本开支方向，光伏资本开支大幅增加。根据公司2023年资本开支规划，火电资本开支为53.90亿元（-8.55%），风电资本开支为118.36亿元（-18.57%），煤炭资本开支为9.50亿元（-22.07%），光伏资本开支为140亿元（+25.36%），技术改造等业务资本开支为79.82亿元（+11.28%）。

电价上浮及煤价回落，驱动公司火电业绩持续改善。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。

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：由于公司2022年风光新能源装机增长不及预期，下调部分盈利预测。我们预计2023-2025年公司营业收入分别为2503、2581、2631亿元（2023-2024年原值2499、2578亿元），同比增长2%、3%、2%；归母净利润分别为105.5、130.5、149.4亿元（2023-2024年原值109.3、145.2亿元）；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16%~24%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	10554.41	13045.99	14940.26
(+/-%)	-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	8.53元
总市值/流通市值	133905/133905百万元
52周最高价/最低价	9.45/5.84元
近3个月日均成交额	547.71百万元

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）-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

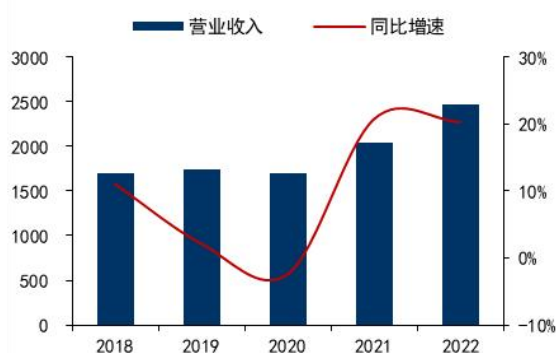
煤价维持高位，业绩仍为亏损，但同比实现增长。2022 年，公司实现营业收入 2467.25 亿元（+20.32%）。受燃煤采购价格同比大幅上涨及电量下滑影响，公司 2022 年业绩亏损，归母净利润为-73.87 亿元（+26.17%），扣非归母净利润为-94.22 亿元（+23.40%）。公司营业收入大幅增长得益于电价上浮，2022 年，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 509.92 元/兆瓦时，同比增加 18.04%，公司平均交易电价 481.4 元/兆瓦时，较基准电价上升 19.4%。国家电价政策（发改价格〔2021〕1439 号）基本落实到位，燃煤交易电价 478.6 元/兆瓦时，较基准价上浮 20.28%。

风电光伏板块利润总额大幅增长。分板块利润总额来看，2022 年公司煤电利润总额-173.25 亿元（+15%），天然气发电利润总额 5.75 亿元（-56%），风电利润总额 62.35 亿元（+27%），光伏利润总额 11.48 亿元（+58%），水电利润总额 0.22 亿元（-42%），生物质利润总额-1.07 亿元（-346%），新家坡业务利润总额 18.78 亿元，巴基斯坦业务利润总额 5.97 亿元。

资产减值拖累业绩改善。2022 年，公司长期资产减值共计 26.96 亿元。其中：固定资产减值 15.59 亿元，包括江苏南通电厂 4.11 亿元，聊城热电 3.28 亿元，江苏南京电厂 2.94 亿元，天津杨柳青热电 2.01 亿元，山东白杨河发电厂 1.84 亿元，临沂发电 1.41 亿元；商誉减值 7.22 亿元，包括临沂发电 3.83 亿元，聊城热电 3.39 亿元。其他减值 3.75 亿元。

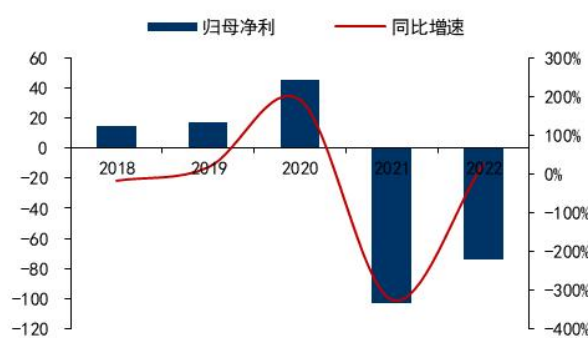
风电光伏发电量大幅增长，火电发电量小幅下降。2022 年，公司境内电厂发电量 4510.70 亿千瓦时（-1.37%），上网电量 4251.86 亿千瓦时（-1.44%）。其中，燃煤机组发电量 3881.19 亿千瓦时（-3.86%），天然气机组发电量 271.21 亿千瓦时（-1.93%），风电发电量 280.68 亿千瓦时（+34.72%），光伏发电量 60.75 亿千瓦时（+69.65%）。公司火电发电量同比小幅下降主要是受燃料价格高位运行、电力市场交易规模扩大、用电量增长不及预期等多重因素影响；公司风光发电量增加则得益于风电和光伏装机容量持续增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



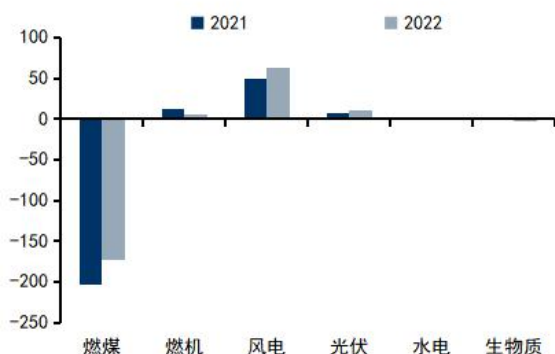
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司分板块利润总额情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

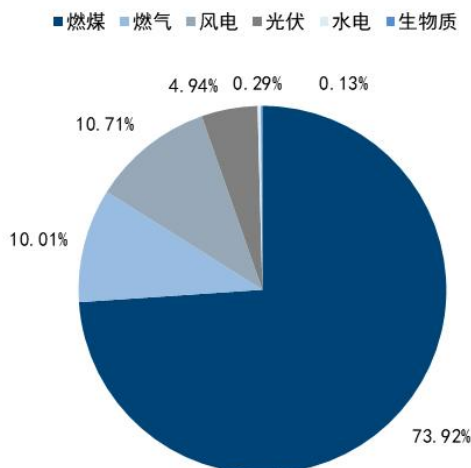
图4：公司发电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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。2022年，公司新增风电/光伏装机 3.1/3.0GW，分别同比增长 29.39%、89.79%。截至 2022 年底，公司境内累计可控发电装机容量为 127.23GW，其中煤电 94.06GW，气电 12.74GW，风电 13.63GW，太阳能 6.28GW，水电 0.37GW，生物质发电 0.16GW，风光新能源合计占比为 15.65%，同比增加 3.97pct。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5：截至 2022 年华能国际装机容量结构



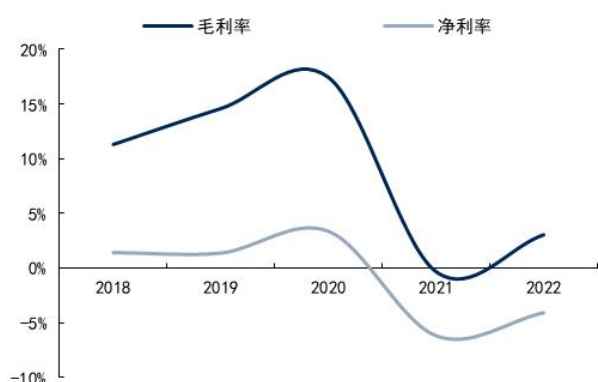
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率小幅回升，费用率水平有所下降，净利率同比改善。受国内外能源市场供应紧张形势影响，燃煤价格高位运行，2022 年公司煤炭采购均价（包括运输成本、其他税费）较去年同比上涨 49.26 元/吨；境内火电厂售电单位燃料成本为 372.56 元/兆瓦时，同比上涨 17.73%。煤价上涨导致成本增加，公司毛利率维持低位，

但受益于电价上涨，毛利率出现回升，由 2021 年的-0.33%增至 2022 年的 3.04%，增加 3.77pct。费用率方面，公司三项期间费用均有所下降，其中财务费用率、管理费用率下降较为显著，分别降低 0.33、0.35pct。由于毛利率提升和费用率水平下降，公司净利率有所改善，由 2021 年的-6.19%增至 2022 年的-4.09%，增加 2.11pct。

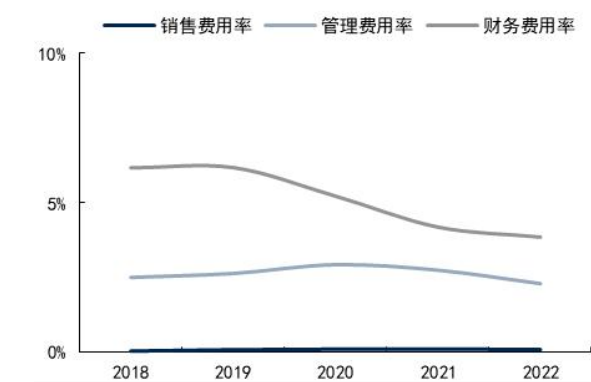
ROE 仍处于低位，经营现金流大幅增加。2022 年，公司 ROE 为-18.50%，同比增加 0.65pct，主要由于净利率改善和资产周转率提升。2022 年，经营性净现金流 325.20 亿元，同比大幅增加 420.23%，主要得益于电价上涨、可再生能源补贴收回金额增加；公司维持较大在建风电、光伏项目投资，投资性现金净流出 399.71 亿元；融资净现金流 79.73 亿元。

图6：公司毛利率、净利率情况



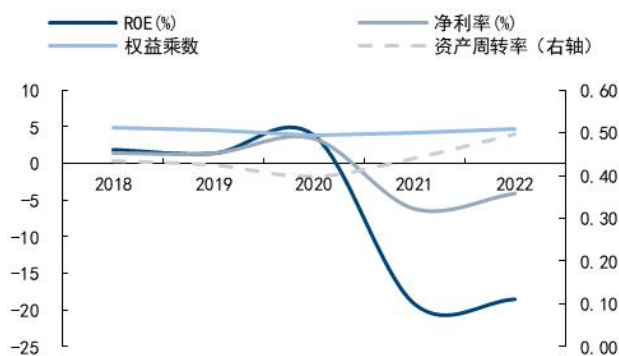
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：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8：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

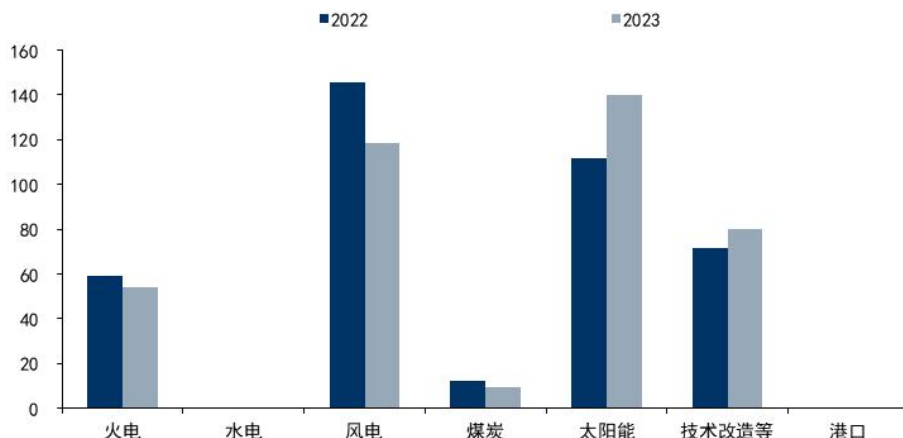
图9：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风光新能源建设仍为公司主要的资本开支方向，光伏资本开支大幅增加。根据公司 2023 年资本开支规划，火电资本开支为 53.90 亿元（-8.55%），风电资本开支为 118.36 亿元（-18.57%），煤炭资本开支为 9.50 亿元（-22.07%），光伏资本开支为 140 亿元（+25.36%），技术改造等业务资本开支为 79.82 亿元（+11.28%）。

图 10: 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

辅助服务及碳排放交易贡献增量业绩。2022 年，公司积极参与全国电力辅助服务市场。除广西外，公司其他区域电厂均参与了辅助服务，其中调峰辅助服务电费净收入 14.23 亿元，调频辅助服务电费净收入 0.50 亿元。在碳市场配额履约方面，2022 年，公司出售碳排放配额交易收入约 4.78 亿元，购买碳排放配额履约支出约 1.04 亿元，净收益约 3.74 亿元。

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约履约率将得到提升，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。

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。

投资建议：维持“买入”评级。由于公司 2022 年风光新能源装机增长不及预期，下调部分盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 2503、2581、2631 亿元（2023-2024 年原值 2499、2578 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（2023-2024 年原值 109.3、145.2 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 16%-24%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	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)	
0836. HK	华润电力	17.20	827	0.33	2.01	2.55	2.88	52.12	8.56	6.75	5.97	2%	0.03	买入
600795. SH	国电电力	3.82	681	-0.10	0.33	0.42	0.50	-38.20	11.58	9.10	7.64	-4%	0.04	买入
600905. SH	三峡能源	5.49	1,572	0.20	0.31	0.37	0.42	27.45	17.71	14.84	13.07	8%	0.41	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
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	532770	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	2021	2022	2023E	2024E	2025E	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