

公用事业

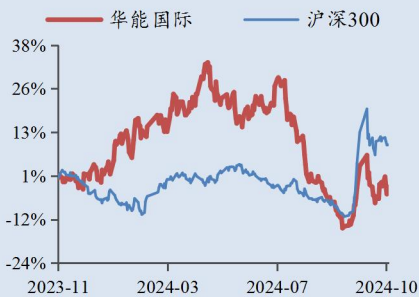
报告日期：2024年11月04日

Q3 提前计提减值，火电经营稳健 ——华能国际（600011.SH）2024年三季度报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2024年11月01日

当前价格（元）	7.20
52周价格区间（元）	6.35-10.22
总市值（百万元）	113,026.27
流通市值（百万元）	79,183.51
总股本（万股）	1,569,809.34
流通股（万股）	1,099,770.99
近一月换手（%）	16.05

分析师：杨阳
执业证书编号：S0230523110001
邮箱：yangy@hlzqgs.com

分析师：许紫荆
执业证书编号：S0230524080001
邮箱：xuzj@hlzqgs.com

相关阅读

《火电业绩大幅改善，新能源装机增长1.6GW——华能国际（600011.SH）2024年一季报点评报告》2024.04.28

事件：

10月30日，公司发布2024年三季度报。

2024年前三季度，公司实现营收1843.96亿元，同比-3.62%；归母净利润104.13亿元，同比-17.12%；

其中，2024Q3单季营收655.90亿元，同比+0.46%，环比+22.74%；归母净利润29.59亿元，同比-52.69%，环比+3.55%。

观点：

➤ **电价下滑、资产减值等因素拖累业绩。**公司收入下滑主要受电价影响，2024年前三季度公司上网电量同比+1.14%，平均上网结算电价为496.27元/兆瓦时，同比下降2.63%。公司净利润下滑主要受资产减值及非流动性资产处置损益影响，2024年前三季度公司确认资产减值11.93亿元，其中济宁电厂计提7.27亿元；此外子公司因台风、冰雹等造成固定资产、在建工程报废损失等3.39亿元。

➤ **剔除减值影响后火电度电利润同比提升。**分业务看，2024年前三季度燃煤/燃机/风电/光伏/水电板块分别实现利润总额65.68亿元/8.56亿元/52.00亿元/24.30亿元/1.19亿元，同比分别+91.16%/+21.91%/+10.87%/+33.21%/+277.81%。2024年第三季度燃煤板块税前利润25.88亿元，对应度电税前利润0.024元/kWh，同比-0.0023元/kWh，剔除减值影响度电利润0.031元/kWh，同比+0.0045元/kWh。

➤ **新能源装机增长5.22GW，带动上网电量提升。**2024年前三季度公司实现上网电量3412.40亿千瓦时，同比增长1.14%；其中风电上网电量268.30亿千瓦时，同比+16.12%；光伏上网电量138.84亿千瓦时，同比+72.92%。主要原因是2024年以来公司新增并网光伏3.75GW，风电1.47GW，合计新增可控发电装机容量5.22GW。

➤ **盈利预测及投资评级：**国内煤炭市场供需矛盾继续缓解，公司燃料成本控制成效显著，后续新能源装机也有望快速提升。考虑到资产减值损失等影响，我们下调公司盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为115.67/125.91/145.50亿元（前值为129.99/143.90/163.24亿元），当前股价对应2024-2026年PE分别为9.8/9.0/7.8倍。我们选取华电国际、国电电力、大唐发电作为可比公司，公司当前估值合理，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；海外子公司业绩不及预期；不可抗力因素风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	246,725	254,397	253,327	256,810	259,773
增长率（%）	20.59	3.11	-0.42	1.37	1.15
归母净利润（百万元）	-7,387	8,446	11,567	12,591	14,550
增长率（%）	28.03	214.33	36.96	8.86	15.56
ROE（%）	-7.97	5.30	7.53	7.62	8.13
每股收益/EPS（摊薄/元）	-0.47	0.54	0.74	0.80	0.93
市盈率（P/E）	-15.3	13.4	9.8	9.0	7.8
市净率（P/B）	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4

数据来源：Wind，华龙证券研究所

➤ **可比公司估值表**

代码	简称	2024/11/1	EPS（元）					PE（倍）				
		收盘价（元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600027.SH	华电国际	5.70	0.01	0.44	0.61	0.68	0.76	564.4	12.9	9.4	8.4	7.5
600795.SH	国电电力	4.88	0.16	0.31	0.55	0.51	0.57	30.8	15.5	8.8	9.6	8.6
601991.SH	大唐发电	2.96	-0.02	0.07	0.22	0.27	0.32	-133.3	40.1	13.5	11.0	9.3
	平均值		0.05	0.28	0.46	0.49	0.55	153.9	22.8	10.6	9.6	8.5
600011.SH	华能国际	7.20	-0.47	0.54	0.74	0.80	0.93	-15.3	13.4	9.8	9.0	7.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所；大唐发电、华能国际盈利预测来自华龙证券研究所，华电国际、国电电力盈利预测来自Wind一致预测。

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	86,722	90,744	86,556	92,439	97,052
现金	17,176	16,850	16,779	17,010	17,206
应收票据及应收账款	42,654	47,141	42,277	48,370	52,118
其他应收款	2,733	3,036	2,709	3,115	2,776
预付账款	6,611	5,854	6,559	6,025	6,704
存货	12,702	11,899	12,244	11,953	12,259
其他流动资产	4,845	5,964	5,988	5,966	5,989
非流动资产	415,884	450,415	486,496	493,215	489,957
长期股权投资	23,898	22,685	23,591	24,496	25,387
固定资产	289,312	307,867	356,978	377,208	379,690
无形资产	14,699	15,682	15,690	15,735	15,824
其他非流动资产	87,975	104,181	90,238	75,777	69,056
资产总计	502,606	541,159	573,052	585,654	587,009
流动负债	171,333	163,999	142,021	150,379	150,713
短期借款	83,573	57,233	60,556	60,106	68,209
应付票据及应付账款	24,368	22,563	23,096	22,834	23,097
其他流动负债	63,392	84,204	58,369	67,438	59,408
非流动负债	204,729	205,797	249,105	241,746	229,053
长期借款	190,740	190,386	233,694	226,335	213,642
其他非流动负债	13,989	15,411	15,411	15,411	15,411
负债合计	376,062	369,797	391,126	392,125	379,767
少数股东权益	18,009	39,224	41,360	43,512	45,814
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	16,608	16,501	16,501	16,501	16,501
留存收益	14,889	20,424	31,580	43,126	56,063
归属母公司股东权益	108,535	132,139	140,566	150,018	161,428
负债和股东权益	502,606	541,159	573,052	585,654	587,009

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	32,520	45,497	42,942	55,087	44,942
净利润	-10,085	9,082	13,703	14,742	16,853
折旧摊销	23,348	24,690	25,195	29,642	32,684
财务费用	9,487	8,868	9,735	10,429	10,208
投资损失	-1,077	-2,797	-1,894	-2,059	-2,127
营运资金变动	8,882	-724	-5,669	-214	-15,189
其他经营现金流	1,964	6,377	1,873	2,547	2,513
投资活动现金流	-39,971	-55,226	-59,194	-34,146	-27,141
资本支出	40,726	59,380	60,370	35,456	25,520
长期投资	-445	788	-906	-905	-891
其他投资现金流	1,200	3,366	2,082	2,215	-730
筹资活动现金流	7,973	9,417	12,859	-20,261	-25,707
短期借款	-8,323	-26,341	3,323	-450	8,103
长期借款	24,485	-353	43,308	-7,359	-12,692
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1,035	-107	0	0	0
其他筹资现金流	-7,153	36,218	-33,772	-12,452	-21,118
现金净增加额	962	-366	-3,394	681	-7,907

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	246,725	254,397	253,327	256,810	259,773
营业成本	239,221	223,575	219,417	219,906	220,039
税金及附加	1,442	1,635	1,656	1,640	1,673
销售费用	180	238	237	240	243
管理费用	5,637	6,448	6,421	6,509	6,584
研发费用	1,608	1,533	1,526	1,547	1,565
财务费用	9,487	8,868	9,735	10,429	10,208
资产和信用减值损失	-2,780	-3,099	-2,060	-2,704	-2,670
其他收益	1,966	1,347	1,683	1,618	1,595
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,077	2,797	1,894	2,059	2,127
资产处置收益	177	100	187	156	157
营业利润	-10,411	13,246	16,041	17,669	20,669
营业外收入	952	571	740	719	701
营业外支出	244	815	538	581	606
利润总额	-9,703	13,002	16,242	17,806	20,764
所得税	382	3,919	2,539	3,064	3,912
净利润	-10,085	9,082	13,703	14,742	16,853
少数股东损益	-2,698	637	2,137	2,151	2,302
归属母公司净利润	-7,387	8,446	11,567	12,591	14,550
EBITDA	23,947	47,137	51,746	58,460	64,245
EPS (元)	-0.47	0.54	0.74	0.80	0.93

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	20.59	3.11	-0.42	1.37	1.15
营业利润同比增速(%)	29.67	227.23	21.10	10.15	16.98
归属于母公司净利润同比增速(%)	28.03	214.33	36.96	8.86	15.56
获利能力					
毛利率(%)	3.04	12.12	13.39	14.37	15.30
净利率(%)	-4.09	3.57	5.41	5.74	6.49
ROE(%)	-7.97	5.30	7.53	7.62	8.13
ROIC(%)	0.15	3.72	4.88	5.17	5.46
偿债能力					
资产负债率(%)	74.82	68.33	68.25	66.96	64.70
净负债比率(%)	225.76	159.26	166.02	152.26	140.04
流动比率	0.51	0.55	0.61	0.61	0.64
速动比率	0.37	0.41	0.44	0.46	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.49	0.45	0.44	0.44
应收账款周转率	6.19	5.94	5.94	5.94	5.94
应付账款周转率	10.94	11.14	11.05	11.06	11.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.47	0.54	0.74	0.80	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	2.90	2.74	3.51	2.86
每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.35	3.88	4.48	5.21
估值比率					
P/E	-15.3	13.4	9.8	9.0	7.8
P/B	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.40	9.02	8.82	7.72	6.99

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046