

煤电利润改善，全年扭亏为盈；现金分红比例 57%

——华能国际 2023 年年报点评

核心观点

事件：公司发布 2023 年年报，全年实现营业收入 2544.0 亿元，同比+3.1%；实现归母净利润 84.5 亿元，实现扭亏为盈。

- **全年电价稳定、电量增长、燃料成本显著下降共助公司扭亏。**23 年全年，公司平均上网结算电价 508.74 元/兆瓦时，同比略降 0.2%，其中燃煤机组结算电价保持 22 年水平。23 年公司完成上网电量 4479 亿千瓦时，同比+5.3%，其中火电机组持续发挥电力保供功能，上网电量同比+3.4%。23 年国内煤炭供应水平在去年高基数上保持增长，同时进口煤同比大幅增长，供需关系偏紧的情况得到明显缓解。另外电煤中长协政策强度不减，在市场和政策双重作用下，港口煤全年均价-24%。电价、电量、燃料成本多重因素共振，公司 23 年全年实现归母净利润 84.5 亿元，扭亏为盈。
- **新能源高速发展，装机、发电量占比不断提高。**23 年全年公司新增风电、光伏装机容量达到 8859MW。至 23 年底，公司装机结构中风电、光伏的合计占比较 22 年同期进一步提高 5.45pct 达到 21.09%。全年风电、光伏的合计上网电量占比同比提高 1.7pct 达到 9.5%。受风电电价下降及调峰调频成本影响，风电税前利润同比下降 5.16%；光伏发电税前利润同比大幅增长 78.08%。
- **境外项目效益提升增厚业绩。**受新加坡电力供应紧张影响，1H23 新加坡电力交易价格上涨，下半年新加坡电价政策调整，大士能源全年实现税前利润 43.55 亿元，同比增加 24.77 亿元，增厚公司业绩。
- **现金分红比例 57.14%。**公司公布 23 年利润分配方案称，每股派发现金红利 0.20 元人民币，预计共派发现金红利 31.40 亿元人民币。扣除永续债利息后的年度现金分红比例为 57.14%。

盈利预测与投资建议

- 全年煤价同比降幅低于预期、固定资产减值高于预期，我们下调了公司 24-25 年盈利预期，预计公司 24-26 年归属于母公司净利润分别为 121.41/144.75/162.29 亿元（原 24-25 年预测为 160.00/180.51 亿元），对应每股收益分别为 0.77/0.92/1.03 元（原 24-25 年预测为 1.02/1.15 元）。参考可比公司平均估值，给予公司 2024 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 10.78 元，维持“买入”评级。

风险提示

新能源项目推进速度不及预期；煤价超预期上涨；电价超预期下跌；资产减值风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	246,725	254,397	268,589	278,970	285,600
同比增长(%)	20.3%	3.1%	5.6%	3.9%	2.4%
营业利润(百万元)	(10,411)	13,246	19,906	23,860	26,932
同比增长(%)	28.4%	227.2%	50.3%	19.9%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	(7,387)	8,446	12,141	14,475	16,229
同比增长(%)	26.2%	214.3%	43.8%	19.2%	12.1%
每股收益(元)	(0.47)	0.54	0.77	0.92	1.03
毛利率(%)	3.0%	12.1%	14.4%	16.5%	17.3%
净利率(%)	-3.0%	3.3%	4.5%	5.2%	5.7%
净资产收益率(%)	-6.9%	7.0%	8.8%	9.7%	10.3%
市盈率	(19.8)	17.3	12.0	10.1	9.0
市净率	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9

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（2024年04月23日）	9.31 元
目标价格	10.78 元
52 周最高价/最低价	10.55/6.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,569,809/1,569,809
A 股市值（百万元）	146,149
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2024 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.15	3.44	12.85	6.64
相对表现%	-6.01	4.53	4.36	19.69
沪深 300%	-0.14	-1.09	8.49	-13.05



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

煤电利润持续改善，股权出售增厚利润：——华能国际 2023 年第三季度报告点评	2023-10-26
燃料成本下降，业绩改善兑现；新能源持续贡献利润：——华能国际 2023 年半年度报告点评	2023-08-03
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	2023-05-15

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024/4/23	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
京能电力	600578	3.39	0.12	0.16	0.23	0.26	28.25	20.85	14.48	12.96
国电电力	600795	4.92	0.16	0.31	0.46	0.52	31.10	15.64	10.59	9.41
上海电力	600021	8.75	0.12	0.57	0.80	1.02	73.78	15.48	10.98	8.54
大唐发电	601991	2.94	-0.02	0.07	0.22	0.28	-133.64	39.84	13.12	10.57
建投能源	000600	6.74	0.06	0.09	0.32	0.44	118.45	72.47	21.04	15.28
穗恒运 A	000531	5.76	-0.06	0.28	0.30	0.35	-104.73	20.46	19.29	16.57
调整后平均							7.00	24.00	14.00	12.00

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,176	16,850	19,300	19,315	19,738	营业收入	246,725	254,397	268,589	278,970	285,600
应收票据、账款及款项融资	42,654	47,141	49,771	51,694	52,923	营业成本	239,221	223,575	229,906	232,818	236,137
预付账款	6,611	5,854	6,396	6,846	6,794	销售费用	180	238	246	256	262
存货	12,702	11,899	14,421	13,119	13,562	管理费用	5,637	6,448	6,671	6,929	7,094
其他	7,579	9,000	9,131	8,934	9,255	研发费用	1,608	1,533	1,684	1,674	1,714
流动资产合计	86,722	90,744	99,019	99,908	102,271	财务费用	9,487	8,868	11,408	12,239	12,477
长期股权投资	23,898	22,685	23,366	24,067	24,789	资产、信用减值损失	2,780	3,099	2,024	2,634	2,586
固定资产	289,262	307,867	351,184	367,632	380,375	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	40,877	54,555	47,524	47,383	47,322	投资净收益	1,077	2,797	1,538	1,748	2,001
无形资产	14,699	15,682	15,341	15,000	14,659	其他	700	(187)	1,719	(309)	(401)
其他	47,148	49,626	51,484	53,461	54,896	营业利润	(10,411)	13,246	19,906	23,860	26,932
非流动资产合计	415,884	450,415	488,899	507,543	522,041	营业外收入	952	571	781	768	707
资产总计	502,606	541,159	587,918	607,451	624,312	营业外支出	244	815	451	503	590
短期借款	83,573	57,233	92,237	89,749	83,185	利润总额	(9,703)	13,002	20,235	24,124	27,049
应付票据及应付账款	24,368	22,563	25,150	24,227	24,745	所得税	382	3,919	5,059	6,031	6,762
其他	63,392	84,204	72,375	73,409	76,832	净利润	(10,085)	9,082	15,176	18,093	20,287
流动负债合计	171,333	163,999	189,762	187,384	184,761	少数股东损益	(2,698)	637	3,035	3,619	4,057
长期借款	151,678	162,348	164,506	173,202	181,598	归属于母公司净利润	(7,387)	8,446	12,141	14,475	16,229
应付债券	39,062	28,038	32,166	33,089	31,098	每股收益(元)	-0.47	0.54	0.77	0.92	1.03
其他	13,989	15,411	14,609	14,827	14,805						
非流动负债合计	204,729	205,797	211,281	221,118	227,502						
负债合计	376,062	369,797	401,042	408,502	412,263						
少数股东权益	18,009	39,224	42,259	45,878	49,935	主要财务比率					
实收资本(或股本)	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698						
资本公积	16,608	16,501	16,501	16,501	16,501	成长能力					
留存收益	14,889	20,424	32,565	40,969	49,961	营业收入	20.3%	3.1%	5.6%	3.9%	2.4%
其他	61,340	79,516	79,852	79,903	79,954	营业利润	28.4%	227.2%	50.3%	19.9%	12.9%
股东权益合计	126,544	171,363	186,875	198,949	212,049	归属于母公司净利润	26.2%	214.3%	43.8%	19.2%	12.1%
负债和股东权益总计	502,606	541,159	587,918	607,451	624,312	获利能力					
						毛利率	3.0%	12.1%	14.4%	16.5%	17.3%
						净利率	-3.0%	3.3%	4.5%	5.2%	5.7%
						ROE	-6.9%	7.0%	8.8%	9.7%	10.3%
						ROIC	-0.2%	3.5%	4.9%	5.3%	5.6%
						偿债能力					
						资产负债率	74.8%	68.3%	68.2%	67.2%	66.0%
						净负债率	219.8%	154.7%	158.6%	152.8%	144.1%
						流动比率	0.51	0.55	0.52	0.53	0.55
						速动比率	0.43	0.48	0.45	0.46	0.48
						营运能力					
						应收账款周转率	6.2	5.9	5.7	5.7	5.6
						存货周转率	16.0	18.0	17.5	16.9	17.7
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.47	0.54	0.77	0.92	1.03
						每股经营现金流	2.07	2.90	1.37	3.75	4.18
						每股净资产	6.91	8.42	9.21	9.75	10.33
						估值比率					
						市盈率	-19.8	17.3	12.0	10.1	9.0
						市净率	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
						EV/EBITDA	18.0	9.3	7.0	6.1	5.5
						EV/EBIT	-444.3	18.6	13.1	11.4	10.4

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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。