

买入

电价和投资收益的同比提升有效对冲电量下滑

华能国际 (902.HK)

2019-10-24 星期四

投资要点

目标价: **5.62 港元**
 现价: 3.77 港元
 预计升幅: 49%

重要数据

| 日期 | 2019-10-23 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 3.77 |
| 总股本 (百万股) | 15,698 |
| 总市值 (百万港元) | 91,321 |
| 净资产 (百万元) | 116,122 |
| 总资产 (百万元) | 419,903 |
| 52 周高低 (港元) | 5.26/3.50 |
| 每股净资产 (元) | 6.02 |

数据来源: Wind

主要股东

华能国际电力开发公司 (32.28%)
 中国华能集团公司 (9.91%)

相关报告

华能国际(902.HK)-更新报告-20190801
 华能国际(902.HK)-更新报告-20190430
 华能国际(902.HK)-更新报告-20190321

国元国际研究部

姓名: 段静娴
 SFC: BLO863
 电话: 0755-21519166
 Email: duanjx@gyzq.com.hk

➤ 受益于燃料成本下降, 前三季度盈利录得大幅增长:

根据中国会计准则, 公司 2019 年前三季度实现合并营业收入人民币(下同) 1,272.32 亿元, 同比增长 0.99%; 归属于公司股东的净利润 53.89 亿元, 同比大幅增长 170.95%, 每股盈利 0.32 元。公司前三季度净利润大幅上升的主要原因是燃料成本同比下降以及电价微增, 公司业绩整体符合我们预期。

➤ 电价和投资收益的同比提升有效对冲电量下滑:

公司前三季度境内电厂累计完成发电量 3,021.87 亿千瓦时, 同比下降 7.52%, 降幅较上半年度扩大 1.37 个百分点, 主要受全社会用电增速放缓、水电等清洁能源增长以及部分地区控煤、外来电增加影响。公司 Q1/Q2/Q3 单季发电量分别同比下降 0.45%/11.86%/8.31%, 环比来看, 三季度降幅有所收窄。电价方面, 公司前三季度中国境内各运行电厂平均上网结算电价同比增长 0.14%。此外, 公司 1-9 月投资收益较去年同期增长 9.95 亿元, 电价和投资收益的同比提升较大程度上对冲电量下滑的影响, 实现收入同比正增长。

➤ 四季度盈利改善有望持续:

公司前三季度采购原煤价同比下降 8.79%, 1-9 月全国电煤价格指数平均值同比下降 6.93%, 我们预计四季度电煤市场整体供需将呈偏宽松态势, 煤价中枢或继续下行, 公司盈利有望持续改善。

➤ 维持买入评级, 目标价 5.62 港元:

我们维持公司盈利预测和目标价 5.62 港元不变, 相当于 2019/2020 年 14.4/11.6 倍 PE, 目标价较现价有 49% 上升空间, 公司作为火电行业龙头并承诺 2018-2020 年分红比例不低于 70%, 目前股价对应股息率约 7.2%, 较具吸引力, 维持买入评级。

| 百万人民币 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额 | 152,459 | 169,551 | 174,468 | 178,829 | 183,300 |
| 同比增长(%) | 34.0% | 11.2% | 2.9% | 2.5% | 2.5% |
| 营业利润率 | 6.0% | 6.0% | 10.9% | 12.1% | 12.9% |
| 净利润 | 1,580 | 734 | 5,512 | 6,877 | 7,906 |
| 同比增长(%) | -81.5% | -53.5% | 650.5% | 24.8% | 15.0% |
| 净利润率 | 1.0% | 0.4% | 3.2% | 3.8% | 4.3% |
| 每股盈利 (元) | 0.10 | 0.03 | 0.35 | 0.44 | 0.50 |
| PE@3.77HKD | 34.0 | 113.2 | 9.7 | 7.8 | 6.7 |

数据来源: 公司资料、国元国际

报告正文

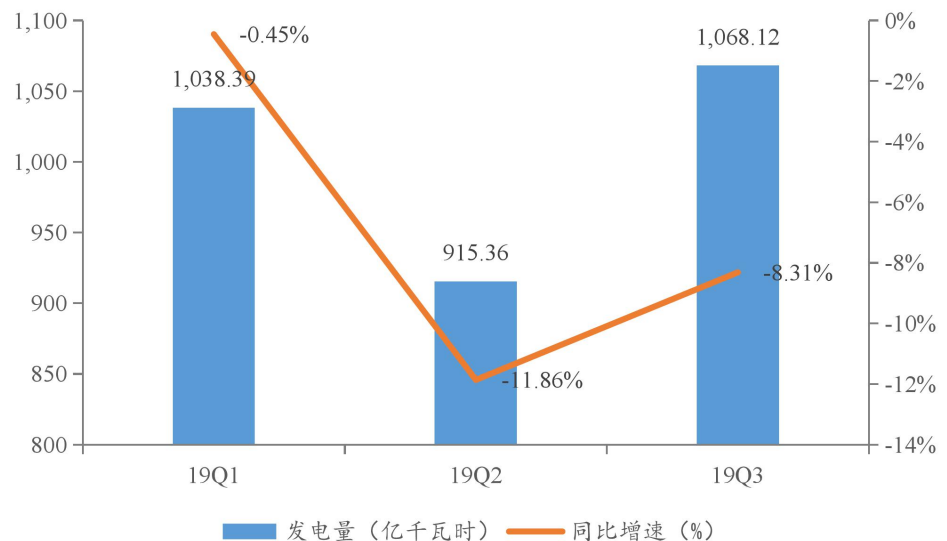
受益于燃料成本下降，前三季度盈利录得大幅增长：

根据中国会计准则，公司 2019 年前三季度实现合并营业收入人民币（下同）1,272.32 亿元，同比增长 0.99%；归属于公司股东的净利润 53.89 亿元，同比大幅增长 170.95%，每股盈利 0.32 元。公司前三季度净利润大幅上升的主要原因是燃料成本同比下降以及电价微增，公司业绩整体符合我们预期。

电价和投资收益的同比提升有效对冲电量下滑：

公司前三季度境内电厂累计完成发电量 3,021.87 亿千瓦时，同比下降 7.52%，降幅较上半年度扩大 1.37 个百分点，主要受全社会用电增速放缓、水电等清洁能源增长以及部分地区控煤、外来电增加影响。公司 Q1/Q2/Q3 单季发电量分别同比下降 0.45%/11.86%/8.31%，环比来看，三季度降幅有所收窄。

图 1：公司 2019 年 Q1/Q2/Q3 单季发电量及同比增速



资料来源：wind、国元国际

电价方面，公司前三季度中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 417.69 元/兆瓦时，同比增长 0.14%。此外，公司 1-9 月投资收益较去年同期增长 9.95 亿元，主要是深圳能源、四川水电、南通发电和海南核电带来的投资收益。电价和投资收益的同比提升较大程度上对冲电量下滑的影响，实现收入同比正增长。

四季度盈利改善有望持续：

公司前三季度采购原煤价为 506.2 元/吨，同比下降 8.79%，1-9 月全国电煤价格指数平均值 497.10 元/吨，同比下降 6.93%，我们预计四季度电煤市场整体供需将呈偏宽松态势，煤价中枢或继续下行，公司盈利有望持续改善。

维持买入评级，目标价 5.62 港元：

我们维持公司盈利预测和目标价 5.62 港元不变，相当于 2019/2020 年 14.4/11.6 倍 PE，目标价较现价有 49% 上升空间，公司作为火电行业龙头并承诺 2018-2020 年分红比例不低于 70%，目前股价对应股息率约 7.2%，较具吸引力，维持买入评级。

表 1、行业相关公司估值

| 电力行业 | | | | | PE | | | | PB | | | |
|------|-----------|------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 名称 | 代码 | 交易货币 | 股价 | 市值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 中国电力 | 2380 HK | HKD | 1.66 | 162.8 | 14.21 | 7.21 | 5.90 | 4.78 | 0.51 | 0.47 | 0.45 | 0.43 |
| 华润电力 | 836 HK | HKD | 9.62 | 462.8 | 18.14 | 6.34 | 5.32 | 4.94 | 1.03 | 0.61 | 0.56 | 0.53 |
| 大唐发电 | 991 HK | HKD | 1.60 | 458.2 | 22.57 | 9.43 | 7.44 | 6.80 | 0.66 | 0.54 | 0.52 | 0.50 |
| 华电国际 | 1071 HK | HKD | 3.06 | 387.0 | 23.49 | 8.27 | 6.76 | 6.18 | 0.58 | 0.52 | 0.50 | 0.48 |
| 龙源电力 | 916 HK | HKD | 4.30 | 345.6 | 9.59 | 6.78 | 6.10 | 5.52 | 0.85 | 0.60 | 0.55 | 0.51 |
| 华电福新 | 816 HK | HKD | 1.46 | 122.8 | 5.40 | 4.43 | 3.80 | 3.36 | 0.36 | 0.40 | 0.38 | 0.35 |
| 粤电B | 200539 CH | HKD | 2.37 | 213.1 | 26.65 | 11.10 | 7.22 | 7.94 | 0.52 | N/A | N/A | N/A |
| 平均 | | HKD | | | 17.15 | 7.65 | 6.08 | 5.64 | 0.64 | 0.52 | 0.49 | 0.47 |
| 华能国际 | 902 HK | HKD | 3.77 | 913.2 | 113.23 | 9.67 | 7.75 | 6.74 | 0.56 | 0.56 | 0.55 | 0.55 |

资料来源：Bloomberg、国元国际

财务报表摘要

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 152,459 | 169,551 | 174,468 | 178,829 | 183,300 |
| 经营成本 | (141,900) | (157,647) | (153,678) | (155,304) | (157,720) |
| 经营利润 | 9,183 | 10,114 | 18,949 | 21,638 | 23,646 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 行政费用 | (10,590) | (11,845) | (11,547) | (11,669) | (11,851) |
| 财务开支 | (9,605) | (10,647) | (10,603) | (10,754) | (10,905) |
| 应占联营公司利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他开支 | (10,161) | (10,431) | (10,166) | (10,275) | (10,436) |
| 税前盈利 | 2,802 | 1,973 | 10,351 | 12,916 | 14,848 |
| 所得税 | (1,218) | (643) | (3,374) | (4,210) | (4,840) |
| 少数股东应占利润 | 4 | 596 | 1,465 | 1,828 | 2,102 |
| 净利润 | 1,580 | 734 | 5,512 | 6,877 | 7,906 |
| 折旧及摊销 | (20,181) | (20,466) | (19,951) | (20,162) | (20,476) |
| EBITDA | 32,587 | 33,087 | 40,905 | 43,832 | 46,229 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 34% | 11% | 3% | 3% | 2% |
| EBITDA (%) | -9% | 2% | 24% | 7% | 5% |

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 现金 | 9,282 | 15,418 | 10,733 | 11,249 | 15,011 |
| 应收账款 | 25,448 | 29,279 | 30,128 | 30,881 | 31,653 |
| 存货 | 7,385 | 9,544 | 9,303 | 9,402 | 9,548 |
| 其他流动资产 | 6,422 | 7,559 | 6,643 | 6,809 | 6,979 |
| 流动资产 | 48,538 | 61,799 | 56,808 | 58,341 | 63,192 |
| 固定资产 | 284,328 | 282,061 | 288,179 | 288,756 | 288,987 |
| 其他固定资产 | 63,724 | 76,043 | 74,883 | 77,041 | 78,066 |
| 非流动资产 | 348,052 | 358,104 | 363,062 | 365,797 | 367,052 |
| 总资产 | 396,590 | 419,903 | 419,870 | 424,138 | 430,244 |
| 流动负债 | 155,950 | 138,206 | 137,756 | 141,321 | 144,469 |
| 应付账款 | 38,900 | 35,139 | 34,254 | 34,616 | 35,155 |
| 短期银行贷款 | 98,350 | 81,660 | 84,460 | 89,460 | 93,460 |
| 其他短期负债 | 18,701 | 21,408 | 19,043 | 17,245 | 15,855 |
| 非流动负债 | 133,024 | 165,575 | 164,200 | 163,506 | 164,706 |
| 长期银行贷款 | 107,031 | 129,548 | 126,548 | 124,548 | 123,548 |
| 其他负债 | 25,993 | 36,027 | 37,652 | 38,958 | 41,158 |
| 总负债 | 288,975 | 303,782 | 301,956 | 304,827 | 309,176 |
| 少数股东权益 | 19,973 | 21,686 | 22,337 | 23,007 | 23,697 |
| 股东权益 | 87,642 | 94,435 | 95,577 | 96,304 | 97,371 |
| 每股账面值(元) | 5.77 | 6.02 | 6.09 | 6.13 | 6.20 |
| 营运资金 | (107,413) | (76,407) | (80,948) | (82,980) | (81,277) |

财务分析

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 经营利润率 (%) | 6% | 6% | 11% | 12% | 13% |
| EBITDA 利率 (%) | 21% | 20% | 23% | 25% | 25% |
| 净利率 (%) | 1% | 0% | 3% | 4% | 4% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 7% | 7% | 7% | 7% | 6% |
| 实际税率 (%) | 43% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| 股息支付率 (%) | 50% | 70% | 70% | 70% | 70% |
| 库存周转 | 19 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 应付账款天数 | 100 | 81 | 81 | 81 | 81 |
| 应收账款天数 | 61 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| ROE (%) | 2% | 1% | 6% | 7% | 8% |
| ROA (%) | 0% | 0% | 1% | 2% | 2% |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| 收入/总资产 | 0.38 | 0.40 | 0.42 | 0.42 | 0.43 |
| 总资产/股本 | 4.53 | 4.45 | 4.39 | 4.40 | 4.42 |
| 收入对利息倍数 | 15.9 | 15.9 | 16.5 | 16.6 | 16.8 |

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBITDA | 32,587 | 33,087 | 40,905 | 43,832 | 46,229 |
| 融资成本 | 12,011 | (34,721) | 5,855 | 3,412 | (373) |
| 营运资金变化 | (14,183) | 31,006 | (4,541) | (2,031) | 1,702 |
| 所得税 | (1,218) | (643) | (3,374) | (4,210) | (4,840) |
| 营运现金流 | 29,197 | 28,728 | 38,845 | 41,003 | 42,718 |
| 资本开支 | (25,798) | (20,613) | (22,500) | (23,000) | (21,000) |
| 其他投资活动 | (5,951) | 237 | (4,874) | 125 | 123 |
| 投资活动现金流 | (31,749) | (20,376) | (27,374) | (22,875) | (20,877) |
| 负债变化 | 64,623 | 3,305 | (4,200) | (1,000) | (1,000) |
| 股本变化 | 0 | 498 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | 790 | 514 | 3,858 | 4,814 | 5,535 |
| 其他融资活动 | (61,400) | (6,560) | (15,813) | (21,426) | (22,613) |
| 融资活动现金流 | 4,013 | (2,243) | (16,155) | (17,612) | (18,079) |
| 现金变化 | 1,462 | 6,109 | (4,684) | 515 | 3,762 |
| 期初持有现金 | 7,811 | 9,282 | 15,418 | 10,733 | 11,249 |
| 汇率变动 | 10 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 9,282 | 15,418 | 10,733 | 11,249 | 15,011 |

投資評級定義和免責條款

投資評級：

| | |
|-----|------------------------------|
| 買入 | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20% |
| 持有 | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間 |
| 賣出 | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -20% |
| 未評級 | 對未來 12 個月內目標價不做判斷 |

免責聲明

一般聲明

本報告由國元國際控股有限公司(以下統稱“國元國際”)制作。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元國際及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元國際及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元國際可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元國際的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的投資策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元國際沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資者考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元國際可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元國際及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元國際所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版。複製、刊登、發表或引用。

國元國際控股有限公司
香港中環干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓
電話：(852) 3769 6888
傳真：(852) 3769 6999
服務熱線：400-888-1313
公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>