

## 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

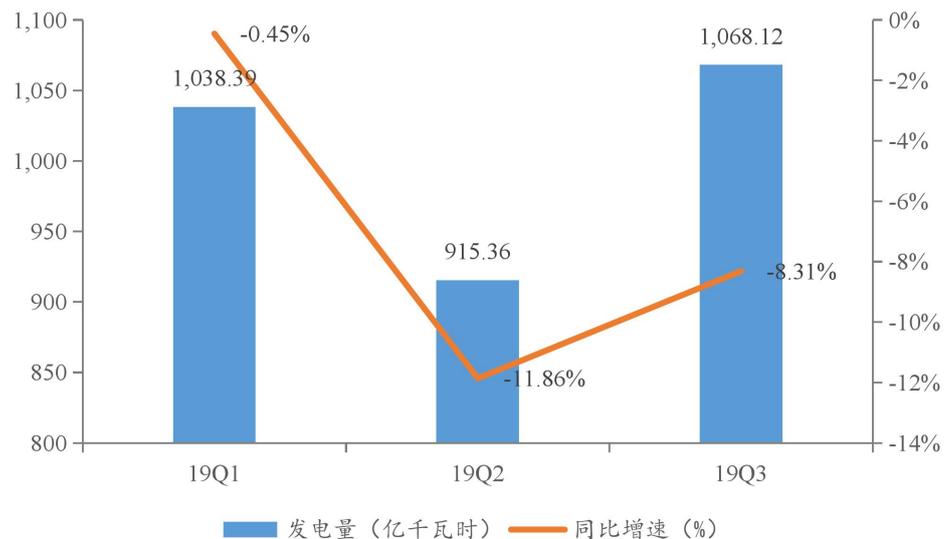
**受益于燃料成本下降，前三季度盈利录得大幅增长：**

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
<b>收入</b>	152,459	169,551	174,468	178,829	183,300
经营成本	(141,900)	(157,647)	(153,678)	(155,304)	(157,720)
<b>经营利润</b>	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)
<b>税前盈利</b>	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
<b>净利润</b>	1,580	734	5,512	6,877	7,906
折旧及摊销	(20,181)	(20,466)	(19,951)	(20,162)	(20,476)
<b>EBITDA</b>	32,587	33,087	40,905	43,832	46,229
<b>增长</b>					
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
<b>现金</b>	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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	348,052	358,104	363,062	365,797	367,052
<b>总资产</b>	396,590	419,903	419,870	424,138	430,244
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>总负债</b>	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
<b>股东权益</b>	87,642	94,435	95,577	96,304	97,371
每股账面价值(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
<b>盈利能力</b>					
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%
<b>营运表现</b>					
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%
<b>财务状况</b>					
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
<b>EBITDA</b>	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)
<b>营运现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>融资活动现金流</b>	4,013	(2,243)	(16,155)	(17,612)	(18,079)
<b>现金变化</b>	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>