

## 买入

## Q2 业绩大幅增长，估值修复可期

华能国际 (902.HK)

2020-08-24 星期一

## 投资要点

目标价: **5.00 港元**  
 现价: 3.70 港元  
 预计升幅: 35%

## 重要数据

日期	2020-08-21
收盘价 (港元)	3.70
总股本 (百万股)	15,698
总市值 (百万港元)	93,861
净资产 (百万元)	127,195
总资产 (百万元)	439,352
52 周高低 (港元)	4.25/2.12
每股净资产 (元)	8.1

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 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

更新报告-20200117  
 更新报告-20191024  
 更新报告-20190801  
 更新报告-20190430

## 研究部

姓名: 杨义琮  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2020 年上半年盈利 54.41 亿港元，同比增长 58.1%:**

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现收入 791.27 亿人民币，同比下降 5.4%；盈利 54.41 亿元人民币，同比增长 58.1%，每股收益 30 分。不派中期息。公司 Q2 实现营业收入 382.13 亿人民币，同比增长 2.10%；盈利 33.81 亿人民币，同比增长 330.25%。2020 年上半年，公司完成售电量 1,721 亿千瓦时，同比下降 6.98%；公司平均上网结算电价为 416.65 元/兆瓦时，同比下降 0.68%。公司收入下降主要是疫情影响一季度发电量，而利润大幅增长则主要受益煤价的超跌、财务费用下降以及投资收益增加。

➤ **下半年煤价有望稳定在合理区间，公司全年业绩高增长:**

上半年，煤炭市场价格总体呈现“V”型发展态势，7 月份冲高回落，8 月煤价逐步止跌企稳。受益上半年煤价下行，公司上半年公司营业成本同比下降 8.85%，其中燃料成本同比减少 13.71%。预计后期煤炭市场供需整体将保持相对稳定局面，动力煤中长期合同价格稳定有望在绿色区间，确定公司全年业绩高增长。

➤ **大额资产减值风险明显降低:**

公司公告拟向全资子公司滇东能源与滇东雨汪分别增加资本金人民币 57 亿元和 47.65 亿元，用于降低两家公司资产负债率，节约财务费用。公司此次大幅增资两家子公司，反映公司对两家公司未来资产经营前景的信心，通过增资有利公司减亏，预期未来资产减值风险概率大幅降低。

**给予买入评级，目标价 5.00 港元:**

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 5.00 港元，相当于 2020 年和 2021 年 10 倍和 9.6 倍 PE，目标价较现价有 35% 上升空间，给予买入评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	169,551	174,009	178,360	183,710	188,303
同比增长(%)	11.2%	2.6%	2.5%	3.0%	2.5%
净利润	734	766	6,961	7,317	7,606
同比增长(%)	-53.5%	4.3%	808.4%	5.1%	4.0%
每股盈利 (港元)	3.00	1.00	44.35	46.61	48.45
PE@3.70HKD	110.0	329.9	7.4	7.1	6.8
每股股息 (港元)	10.0	13.5	22.2	23.3	24.2
股息率	3.03%	4.09%	6.72%	7.06%	7.34%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 報告正文

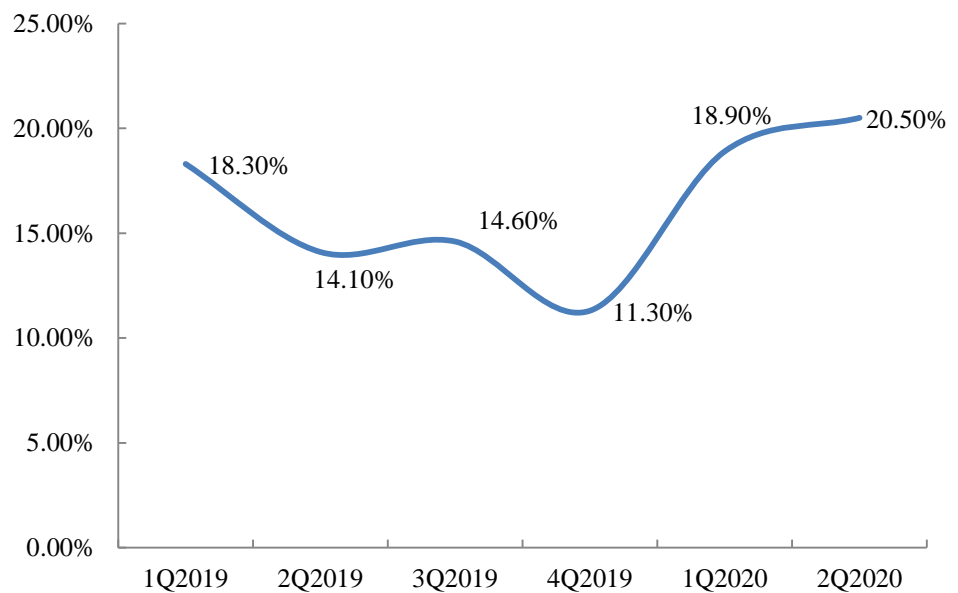
### 2020 年上半年盈利 54.41 亿港元，同比增长 58.1%：

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现收入 791.27 亿人民币，同比下降 5.4%；盈利 54.41 亿元人民币，同比增长 58.1%，每股收益 30 分。不派中期息。公司 Q2 实现营业收入 382.13 亿人民币，同比增长 2.10%；盈利 33.81 亿人民币，同比增长 330.25%。

2020 年上半年，公司完成发电量 1,797 亿千瓦时，同比下降 8.05%；完成售电量 1,721 亿千瓦时，同比下降 6.98%。2020 年上半年公司平均上网结算电价为 416.65 元/兆瓦时，同比下降 0.68%，电价基本稳定。

公司收入下降主要是疫情影响一季度发电量，而利润大幅增长则主要受益煤价的超跌、财务费用下降以及投资收益增加。

图 1：公司分季度毛利率



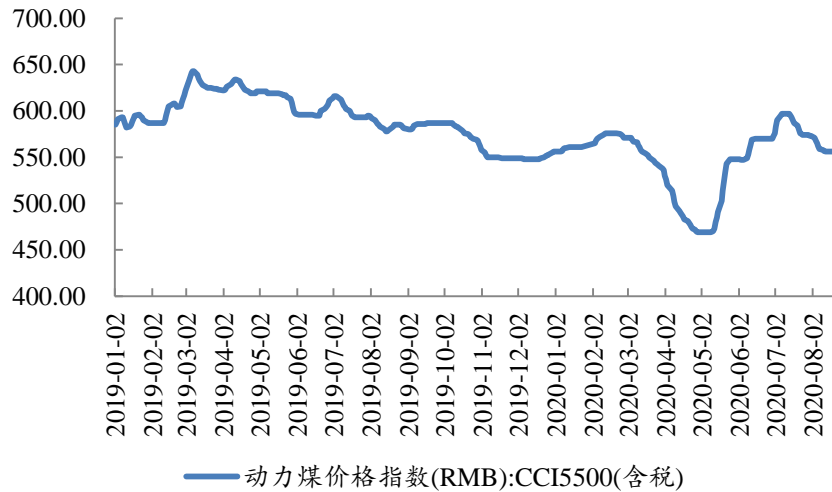
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 下半年煤价有望稳定在合理区间，公司全年业绩高增长：

煤炭市场上半年价格总体呈现“V”型发展态势，7 月份冲高回落。8 月煤价逐步止跌企稳。上半年，环渤海 CCI5500 指数平均值为 540 元/吨，同比下降 70 元/吨。公司境内电厂全年售电单位燃料成本为 206.51 元/千千瓦时，比去年同期下降 7.73%。受益上半年煤价下行，公司上半年公司营来成本同比下降 8.85%，其中燃料成本同比减少 13.71%。

预计后期煤炭市场供需整体将保持相对稳定局面，动力煤中长期合同价格稳定有望在绿色区间，确定公司全年业绩高增长。

图 2: CCI5500 动力煤价格指数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

#### 大额资产减值风险明显降低：

公司公告拟向全资子公司滇东能源与滇东雨汪分别增加资本金 57 亿元和 47.65 亿元，用于降低两者资产负债率并减少财务费用，助力扭亏为盈。此次大幅增资两家公司，反映公司对上述资产经营前景的信心，通过增资支持其减亏，预期未来减值风险概率大幅降低。

#### 给予买入评级，目标价 5.00 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 5.00 港元，相当于 2020 年和 2021 年 10 倍和 9.6 倍 PE，目标价较现价有 35% 上升空间，给予买入评级。

#### 风险提示：

煤价大幅上涨、电价下调、电量增速不达预期

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB MRQ	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E		2021E
1071. HK	华电国际	HKD	2.35	427	995.2	1,026.0	3.1%	16.5	37.8	129.0%	6.1	5.5	5.1	0.3
0836. HK	华润电力	HKD	9.56	460	767.9	684.1	-10.9%	39.5	65.9	66.8%	7.0	5.3	4.6	0.6
2380. HK	中国电力	HKD	1.52	149	269.1	318.5	18.4%	12.5	14.3	14.4%	10.4	6.7	5.3	0.4
0991. HK	大唐发电	HKD	1.07	427	1,066.2	1,065.6	-0.1%	14.1	11.0	-21.8%	18.0	5.6	4.9	0.3
<b>行业平均</b>											<b>10.4</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>	<b>0.4</b>
0902. HK	华能国际	HKD	3.70	939	1,914.6	1,922.1	0.4%	8.4	8.6	2.1%	67.9	7.4	7.1	0.4

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**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

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	169,551	174,009	178,360	183,710	188,303
经营成本	(157,647)	(159,799)	(157,753)	(161,567)	(165,606)
<b>经营利润</b>	10,114	12,378	18,728	20,208	20,713
其他收入	0	0	0	0	0
行政费用	(11,845)	(13,515)	(13,342)	(13,664)	(14,006)
财务开支	(10,647)	(10,973)	(8,654)	(10,977)	(11,136)
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
其他开支	(10,431)	(16,879)	(35,949)	(17,067)	(17,496)
<b>税前盈利</b>	1,973	3,119	11,602	10,760	11,185
所得税	(643)	(2,011)	(2,320)	(2,152)	(2,237)
少数股东应占利润	596	342	2,320	1,291	1,342
<b>净利润</b>	734	766	6,961	7,317	7,606
折旧及摊销	(20,466)	(21,865)	(21,585)	(22,107)	(22,660)
<b>EBITDA</b>	33,087	35,958	41,841	43,843	44,980
<b>增长</b>					
总收入 (%)	11%	3%	2%	3%	2%
EBITDA (%)	2%	9%	16%	5%	3%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	15,418	13,306	16,656	16,035	19,399
应收账款	29,279	32,269	33,880	34,897	35,769
存货	9,544	8,883	9,550	9,781	10,026
其他流动资产	7,559	6,323	6,791	6,995	7,170
<b>流动资产</b>	61,799	60,781	66,878	67,708	72,363
固定资产	282,061	285,623	286,194	286,423	286,652
其他固定资产	76,043	81,846	64,841	65,496	66,157
<b>非流动资产</b>	358,104	367,469	351,035	351,919	352,810
<b>总资产</b>	419,903	428,250	417,913	419,627	425,173
<b>流动负债</b>	138,206	141,620	138,820	140,605	142,705
应付帐款	35,139	37,270	35,162	36,012	36,913
短期银行贷款	81,660	85,777	90,777	94,777	98,777
其他短期负债	21,408	18,573	12,880	9,815	7,015
<b>非流动负债</b>	165,575	156,251	151,242	152,443	153,781
长期银行贷款	129,548	115,365	113,365	112,365	111,365
其他负债	36,027	40,886	37,877	40,079	42,416
<b>总负债</b>	303,782	297,871	290,062	293,048	296,485
少数股东权益	21,686	21,575	22,223	22,889	23,576
<b>股东权益</b>	94,435	108,804	105,629	103,689	105,112
每股账面值(元)	6.02	6.93	6.73	6.61	6.70
营运资金	(76,407)	(80,839)	(71,942)	(72,897)	(70,341)

**财务分析**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	6%	7%	11%	11%	11%
EBITDA 利率 (%)	20%	21%	23%	24%	24%
净利率 (%)	0%	0%	4%	4%	4%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	7%	8%	7%	7%	7%
实际税率 (%)	33%	64%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	70%	70%	50%	50%	50%
库存周转	22	22	22	22	22
应付账款天数	81	81	81	81	81
应收账款天数	63	63	63	63	63
ROE (%)	1%	1%	7%	7%	7%
ROA (%)	0%	0%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.1	1.7	1.8	1.8	1.8
收入/总资产	0.40	0.41	0.43	0.44	0.44
总资产/股本	4.45	3.94	3.96	4.05	4.04
收入对利息倍数	15.9	15.9	20.6	16.7	16.9

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>EBITDA</b>	33,087	35,958	41,841	43,843	44,980
融资成本	(34,721)	7,810	(6,647)	4,362	(4,148)
营运资金变化	31,006	(4,432)	8,897	(955)	2,556
所得税	(643)	(2,011)	(2,320)	(2,152)	(2,237)
<b>营运现金流</b>	28,728	37,324	41,771	45,098	41,151
资本开支	(20,613)	(31,383)	(23,000)	(23,000)	(23,000)
其他投资活动	237	2,349	126	455	451
<b>投资活动现金流</b>	(20,376)	(29,034)	(22,874)	(22,545)	(22,549)
负债变化	3,305	(8,103)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
股本变化	498	0	0	0	0
股息	514	536	3,481	3,658	3,803
其他融资活动	(6,560)	(3,762)	(17,165)	(25,833)	(18,041)
<b>融资活动现金流</b>	(2,243)	(11,328)	(14,684)	(23,175)	(15,238)
<b>现金变化</b>	6,109	(3,038)	4,213	(621)	3,364
期初持有现金	9,282	15,418	12,443	16,656	16,035
汇率变动	26	64	0	0	0
期末持有现金	15,418	12,443	16,656	16,035	19,399

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>