

买入

电煤长协监管升级，下半年盈利边际改善可期

华能国际 (902.HK)

2022-08-09 星期二

投资要点

目标价: **4.50 港元**
 现价: 3.47 港元
 预计升幅: 30%

➤ 2022H1 亏损人民币 32.2 亿元，单位燃料成本上涨 50.49%:

2022H1 公司实现营业收入人民币 1,168.69 亿元，同比增长 22.68%；归属于股东净亏损人民币 32.20 亿元，每股亏损为人民币 0.27 元。2022H1 权益净利润口径煤机亏损约人民币 68 亿，主要因为燃煤成本上涨影响，期内公司境内电厂单位售电燃料成本同比上涨 50.49%。

重要数据

日期	2022-08-09
收盘价 (港元)	3.47
总股本 (百万股)	15,698
总市值 (亿港元)	1,001
净资产 (百万元)	109,629
总资产 (百万元)	490,020
52 周高低 (港元)	5.74/2.70
每股净资产 (元)	3.89

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 新能源装机提速，2022H1 盈利表现可观:

截至 2022 年 6 月 30 日，公司可控发电装机容量约为 122.20GW，低碳清洁能源装机占比达到 24.33%。2022H1 新增风光装机分别为 1,945.9 MW 和 1136.42MW。公司维持 2022 年全年风光装机 8.03GW 目标不变，其中风电 3.03GW，光伏 5GW。2022H1 风电和光伏开始贡献可观盈利，其中风电实际盈利人民币 30 亿元，光伏实际盈利超过人民币 4 亿元。

➤ Q3 电煤长协监管升级，下半年盈利边际改善可期:

2022H1 华能采购长协煤 5,189 万吨，占总采购量 58.83%；Q2 采购长协煤 2,369 万吨，占总采购量 54.76%，目前公司长期合同覆盖率约为 83.5%。7 月初，国家发改委召开电煤中长期合同换签补签视频会议，提出煤电必须实现 100% 签约、100% 履约、100% 执行中长期合同价格政策，并明确自 6 月份以来发生的长协不履约案例，严格执行“欠一补三”条款。总体看来，电煤市场需求增量空间有限，国家增产稳价保供及铁路运力向长协资源倾斜的政策总基调不会改变，加上中长期合同履约兑现监管工作持续推进，预计下半年动力煤价格趋向稳定。截至 7 月底，动力煤成交价格均已跌至限价范围内，火电边际盈利改善可期。

➤ 目标价 4.5 港元，维持买入评级:

我们更新公司目标价 4.5 港元，相当于 2023 年 8 倍 PE 和 0.5 倍 PB，目标价较现价有 30% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	169,446	204,605	227,662	229,483	245,207
同比增长(%)	-2.6%	20.7%	11.3%	0.8%	6.9%
归属股东净利润	2,378	(10,636)	3,442	7,513	8,460
同比增长(%)	210.3%	-547.3%	-132.4%	118.3%	12.6%
每股盈利(人民币分)	15.15	(81.00)	21.93	47.86	53.89
PE@3.47HKD	19.7	-3.7	13.6	6.2	5.5
每股股息(人民币分)	7.6	0.0	11.0	23.9	26.9
股息率	2.54%	0.00%	3.67%	8.01%	9.02%

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 (10.10%)

相关报告

更新报告-20200824
 更新报告-20200117
 更新报告-20191024
 更新报告-20190801
 更新报告-20190430/20210923

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

報告正文

2022H1 亏损人民币 32.2 亿元，单位燃料成本上涨 50.49%：

2022H1 公司实现营业收入人民币 1,168.69 亿元，同比增长 22.68%；归属于股东净亏损人民币 32.20 亿元，每股亏损为人民币 0.27 元。2022H1 权益净利润口径煤机亏损约人民币 68 亿，主要因为燃煤成本上涨影响，期内公司境内电厂单位售电燃料成本同比上涨 50.49%。

2022 年上半年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成上网电量 1,965.44 亿千瓦时，同比下降 5.61%；公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 505.69 元/兆瓦时，同比上涨 20.70%；公司市场化交易电量比例为 87.81%，比上年同期上升 26.76 个百分点。

公司电量下降的主要原因是：公司电厂所在地区用电需求下降较多，公司火电厂受影响较大；水电来水情况较好，风电和光伏装机容量持续增长，清洁能源发电量同比增加挤占火电增长空间。

新能源装机提速，2022H1 盈利表现可观：

截至 2022 年 6 月 30 日，公司可控发电装机容量约为 122.20GW，低碳清洁能源装机占比达到 24.33%。2022H1 新增风光装机分别为 1,945.9 MW 和 1136.42MW。公司维持 2022 年全年风光装机 8.03GW 目标不变，其中风电 3.03GW，光伏 5GW。

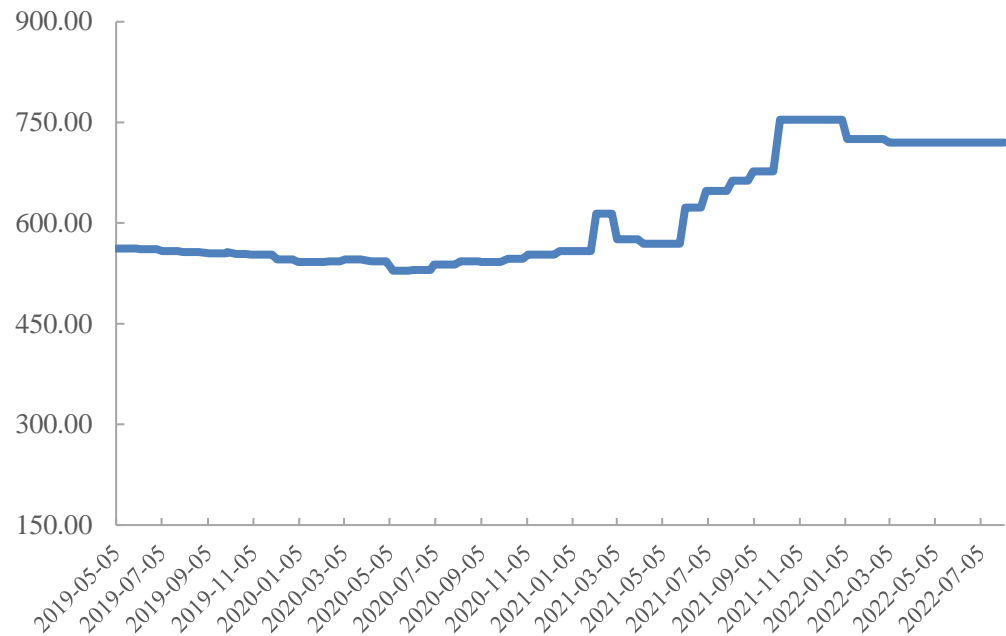
2022H1 风电和光伏开始贡献可观盈利，其中风电实际盈利人民币 30 亿元，光伏实际盈利超过人民币 4 亿元。

Q3 电煤长协监管升级，下半年盈利边际改善可期：

2022H1 华能采购长协煤 5,189 万吨，占总采购量 58.83%；Q2 采购长协煤 2,369 万吨，占总采购量 54.76%，目前公司长期合同覆盖率约为 83.5%。

7 月初，国家发改委召开电煤中长期合同换签补签视频会议，提出煤电必须实现三 100% 签约、100% 履约、100% 执行中长期合同价格政策，并明确自 6 月份以来发生的长协不履约案例，严格执行“欠一补三”条款。

总体看来，电煤市场需求增量空间有限，国家增产稳价保供及铁路运力向长协资源倾斜的政策总基调不会改变，加上中长期合同履约兑现监管工作持续推进，预计下半年动力煤价格趋向稳定。截至 7 月底，动力煤成交价格均已跌至限价范围内，火电边际盈利改善可期。

图 1：动力煤长协指数


数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

目标价 4.5 港元，维持买入评级：

我们更新公司目标价 4.5 港元，相当于 2023 年 8 倍 PE 和 0.5 倍 PB，目标价较现价有 30% 上升空间，维持买入评级。

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)	PE				PB			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
2380.HK	中国电力	HKD	3.73	404	-64.1	12.7	9.5	6.9	0.9	1.0	0.9	0.8
0836.HK	华润电力	HKD	13.06	628	8.3	6.1	5.0	4.3	0.7	0.6	0.6	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.92	125	10.0	6.3	5.5	4.9	1.2	1.1	1.0	0.8
0182.HK	协合新能源	HKD	0.72	65	8.1	6.2	4.8	3.9	0.7	0.6	0.6	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.52	386	8.2	5.4	4.4	3.7	0.6	0.6	0.5	0.5
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.88	137	9.7	6.5	5.6	4.7	0.9	0.4	0.5	0.5
0991.HK	大唐发电	HKD	1.34	474	7.0	-	-	-	0.7	-	-	-
0916.HK	龙源电力	HKD	11.58	1,552	17.3	10.6	9.0	7.9	1.4	1.2	1.1	1.0
1071.HK	华电国际	HKD	2.79	467	5.6	5.3	4.5	0.0	0.5	0.3	0.3	0.3
平均					1.1	7.4	6.0	4.5	0.9	0.7	0.7	0.6
0902.HK	华能国际	HKD	3.47	1,001	-3.7	13.6	6.2	5.5	0.4	0.4	0.4	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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	169,446	204,605	227,662	229,483	245,207
经营成本	(155,734)	(210,286)	(208,028)	(201,201)	(214,252)
经营利润	11,918	(7,367)	17,758	26,391	28,934
其他收入	0	0	0	0	1
行政费用	(14,503)	(16,107)	(15,934)	(15,411)	(16,411)
财务开支	(9,100)	(8,838)	(12,123)	(12,797)	(13,509)
应占联营公司利润	0	0	0	0	1
其他开支	(20,300)	(11,703)	(10,003)	2,463	333
税前盈利	4,774	(15,121)	6,750	14,732	16,588
所得税	(2,163)	1,930	(2,700)	(5,893)	(6,635)
少数股东应占利润	233	(2,555)	607	1,326	1,493
净利润	2,378	(10,636)	3,442	7,513	8,460
折旧及摊销	(22,146)	(22,270)	(22,031)	(21,308)	(22,690)
EBITDA	36,020	15,988	40,904	48,837	52,785
增长					
总收入 (%)	-3%	21%	11%	1%	7%
EBITDA (%)	0%	-56%	156%	19%	8%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	13,872	16,350	21,427	27,413	28,570
应收账款	38,216	43,878	51,345	51,756	55,302
存货	6,602	16,824	17,666	18,549	19,476
其他流动资产	7,448	15,418	16,161	14,590	15,547
流动资产	66,138	92,471	106,599	112,308	118,896
固定资产	300,171	320,590	329,666	345,044	360,874
其他固定资产	83,596	87,710	100,512	114,100	115,237
非流动资产	383,767	408,300	430,178	459,144	476,111
总资产	449,905	500,771	536,776	571,452	595,007
流动负债	154,048	186,398	206,434	224,212	229,889
应付帐款	42,755	54,610	57,112	55,238	58,821
短期银行贷款	86,119	109,111	114,566	120,294	126,309
其他短期负债	25,173	22,678	34,756	48,680	44,759
非流动负债	144,240	180,815	190,927	201,683	213,120
长期银行贷款	112,077	136,858	145,069	153,773	163,000
其他负债	32,163	43,957	45,858	47,910	50,120
总负债	298,288	367,213	397,361	425,895	443,009
少数股东权益	21,770	20,510	20,715	20,922	21,132
股东权益	129,846	113,048	118,700	124,635	130,867
每股账面值(元)	8.27	7.20	7.56	7.94	8.34
营运资金	(87,910)	(93,927)	(99,835)	(111,903)	(110,993)

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
经营利润率 (%)	7%	-4%	8%	12%	12%
EBITDA 利率 (%)	21%	8%	18%	21%	22%
净利率 (%)	1%	-5%	2%	3%	3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	9%	8%	7%	7%	7%
实际税率 (%)	45%	13%	40%	40%	40%
股息支付率 (%)	50%	50%	50%	50%	50%
库存周转	15	15	15	15	15
应付账款天数	100	100	100	100	100
应收账款天数	82	82	82	82	82
ROE (%)	2%	-9%	3%	6%	6%
ROA (%)	1%	-2%	1%	1%	1%
财务状况					
净负债/股本	1.4	2.0	2.0	2.0	2.0
收入/总资产	0.38	0.41	0.42	0.40	0.41
总资产/股本	3.46	4.43	4.52	4.59	4.55
收入对利息倍数	18.6	23.1	18.8	17.9	18.2

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	36,020	15,988	40,904	48,837	52,785
融资成本	15,202	(5,868)	(864)	22,517	(6,547)
营运资金变化	(7,071)	(6,017)	(5,908)	(12,068)	911
所得税	(2,163)	1,930	(2,700)	(5,893)	(6,635)
营运现金流	41,987	6,033	31,432	53,394	40,514
资本开支	(42,558)	(43,056)	(34,445)	(51,667)	(67,167)
其他投资活动	321	780	472	468	463
投资活动现金流	(42,237)	(42,276)	(33,972)	(51,199)	(66,704)
负债变化	(4,095)	50,366	12,806	13,529	14,292
股本变化	0	0	0	0	0
股息	1,189	0	1,721	3,757	4,230
其他融资活动	4,710	(10,980)	(6,115)	(13,494)	8,825
融资活动现金流	1,804	39,386	8,412	3,791	27,348
现金变化	1,554	3,143	5,872	5,986	1,157
期初持有现金	12,443	13,258	15,555	21,427	27,413
汇率变动	(739)	(846)	0	0	0
期末持有现金	13,258	15,555	21,427	27,413	28,570

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

免责声明

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。本报告清晰准确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>