

买入

全年业绩改善有望持续

华能国际 (902.HK)

2019-08-01 星期四

目标价: HK\$ 5.62

现价: HK\$ 4.58

预计升幅: 23%

股本数据

总股本(亿股) 156.98

H股流通市值(亿港元) 211.99

52周高/低 (HK\$) 6.05/4.04

每股净值(人民币元) 6.02

所属行业: 电力

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%

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告:

- 1 首发报告 20130702
- 2 更新报告 20130731/1024
- 3 更新报告 20160413/0805
- 4 更新报告 20180810/1102
- 5 更新报告 20190123/0321/0429

国元国际研究部

姓名: 段静娴

SFC: BL0863

电话: 0755-21519166

Email: duanjx@gzyq.com.hk

投资要点

2019年中期实现净利润人民币34.42亿元, 同比增98.8%:

根据国际财务报告准则, 截至2019年6月30日, 公司实现合并营业收入人民币(下同)836.03亿元, 同比增长1.45%; 实现归属于公司权益持有者的净利润34.42亿元, 同比增长98.8%; 每股收益0.2元。燃料成本下降为推动公司中期业绩同比大幅增长的主要原因, 另外, 2019年上半年公司的投资收益达7.39亿元, 较上年同期增加3.54亿元, 主要原因是深圳能源、海南省核电公司等联营/合营公司的净利润增加。

多因素致上半年发电量下滑:

公司上半年境内电厂完成发电量1953.75亿千瓦时, 同比下降6.15%, 主要受以下三方面因素影响: ①2019年上半年全社会用电量增速较2018年同期回落4.4个百分点; ②水电、核电发电量大幅增长, 挤占火电发电空间; ③公司装机比重较大的华东、广东、山东等地外来电大幅增长, 挤占本地火电机组发电空间。考虑到7月以来全国高温天气明显增多, 生产及生活制冷需求有所上升, 预计公司三季度发电量增速有望逐步回升至3%-4%水平。

下半年煤价中枢或继续下行, 全年业绩改善有望持续:

在发电量下滑导致收入增速放缓的背景下, 驱动公司业绩增长的动力主要来自成本端燃料价格的同比下降, 上半年公司境内电厂全年售电单位燃料成本为223.81元/千千瓦时, 较去年同期下降5.57%。预计下半年整体电煤市场供需将呈宽松态势, 煤价中枢下移概率加大; 此外, 自4月1日起, 电力行业增值税率由16%降至13%, 即从二季度开始, 公司不含税上网电价将有所提升, 综合来看, 公司全年业绩改善有望持续。

维持目标价5.62港元, 给予买入评级:

由于公司中期业绩超出我们之前预期, 我们更新公司盈利预测并维持目标价5.62港元, 相当于2019年和2020年14倍和11倍PE, 目标价较现价有23%上升空间, 公司作为火电行业龙头并承诺未来三年分红比例不低于70%, 目前股息率约6.1%, 较具吸引力, 给予买入评级。

截止12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(人民币百万元)	152,459	169,551	174,468	178,829	183,300
变动(%)	34.0%	11.2%	2.9%	2.5%	2.5%
净利润(人民币百万元)	1,580	734	5,512	6,877	7,906
变动(%)	-81.5%	-53.5%	650.5%	24.8%	15.0%
每股盈利(人民币分)	10.00	3.00	35.11	43.81	50.37
市盈率@4.58港元(倍)	40.3	134.3	11.5	9.2	8.0
每股股息(分)	10.0	10.0	24.6	30.7	35.3
股息现价比率(%)	2.48%	2.48%	6.10%	7.61%	8.75%

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	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
中国电力	2380 HK	HKD	1.97	13.78	8.37	6.58	0.57	0.55	0.53
华润电力	836 HK	HKD	11.02	8.83	7.34	6.14	0.70	0.72	0.67
大唐发电	991 HK	HKD	1.81	10.08	9.20	7.43	0.52	0.57	0.55
华电国际	1071 HK	HKD	3.29	12.65	9.06	7.16	0.67	0.59	0.56
龙源电力	916 HK	HKD	4.68	7.10	7.08	6.37	0.70	0.66	0.60
华电福新	816 HK	HKD	1.48	5.05	4.18	3.60	0.46	0.39	0.36
粤电B	200539 CH	HKD	2.55	13.37	9.84	6.91	0.49	0.47	0.45
平均		HKD		10.12	7.87	6.31	0.59	0.56	0.53
华能国际	902 HK	HKD	4.58	134.26	11.47	9.19	0.67	0.66	0.66

资料来源：国元国际，Bloomberg

投资风险

煤价大幅上涨

电价下调

电量增速不达预期

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
应付帐款	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 -15%
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報告。

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，相關的交易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>