

## 买入

## 煤电盈利在望，新能源装机高增长

**华能国际 (902.HK)**

2023-05-09 星期二

### 投资要点

**目标价： 6.26 港元**
**现价： 4.81 港元**
**预计升幅： 30%**

### 重要数据

日期	2023-05-08
收盘价 (港元)	4.81
总股本 (百万股)	15,698
总市值 (亿港元)	1,472
净资产 (百万元)	145,818
总资产 (百万元)	507,997
52 周高低 (港元)	5.06/2.62
每股净资产 (港元)	8.25

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  
 更新报告-20220809

### 研究部

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

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 2023Q1 盈利 22.5 亿元人民币，同比增长 335.3%:

2023Q1 公司实现营业收入 652.7 亿元人民币，同比增长 0.03%；归属股东净利润 22.5 亿元人民币，同比增长 335.30%；基本每股收益人民币 0.10 元。2023Q1 公司煤电微亏 0.7 亿元人民币，风电和光伏分别实现利润 19.3/3.45 亿元人民币。期内公司平均结算电价 518.69 元千瓦时，同比上升 3.33%；发电设备平均利用小时 919 小时，同比减少 52 小时。2023Q1 公司市场化交易电量比例为 86.78%，同比降低 2.14 个百分点。

#### ➤ 煤价下行，煤电盈利在望:

2023Q1 公司累计签定中长协煤约 1.5 亿吨，覆盖内贸需求约 95%。2023Q1 公司中长协履约率是 75.7% (2022 年为 68%)；公司境内煤机 2023Q1 耗用标煤单价是 1,132 元左右，环比 2022Q4 减少约 37 元，已接近煤机盈亏平衡点。基于二季度动力煤市场供需情况，加上 2023Q1 高价煤库存消耗完毕，预期 2023Q2 煤机单位煤料成本将持续下降，公司煤电盈利将持续改善。

#### ➤ 2023-2025 年新能源装机高增长:

2023Q1 公司新增装机 129.9 万千瓦，其中风电 11.1 万千瓦、光伏 69.3 万千瓦、燃气 49.5 万千瓦。截至 2023Q1 公司可控发电装机达到 12,664.8 万千瓦，风电、光伏发电装机达 2,056 万千瓦。2022 年公司风电和光伏核准备案规模达到约 36GW，其中 70% 为光伏，30% 为风电，为实现公司“十四五”新增风光装机 40GW，清洁能源占比达到 45% 的目标，预期 2023-2025 年公司风光装机将显著提速，带来新能源利润高增长。

#### ➤ 提高目标价至 6.26 港元，维持买入评级:

我们提高公司目标价至 6.26 港元，相当于 2023 年和 2024 年 10 倍和 8.2 倍和 PE，目标价较现价有 30% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	204,605	246,725	249,141	256,580	267,469
同比增长(%)	20.7%	20.6%	1.0%	3.0%	4.2%
归属股东净利润	(10,636)	(8,026)	8,608	10,581	11,708
同比增长(%)	-547.3%	-24.5%	207.2%	22.9%	10.6%
每股盈利(人民币分)	(81.00)	(65.00)	54.84	67.40	74.58
PE@4.81HKD	-5.2	-6.5	7.7	6.3	5.7
每股股息(人民币分)	0.0	0.0	27.4	33.7	37.3
股息率	0.00%	0.00%	6.47%	7.95%	8.80%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 報告正文

### 2023Q1 盈利 22.5 億元人民幣，同比增長 335.3%：

2023Q1 公司實現營業收入 652.7 億元人民幣，同比增長 0.03%；歸屬股東淨利潤 22.5 億元人民幣，同比增長 335.30%；基本每股收益人民幣 0.10 元。2023Q1 公司煤電微虧 0.7 億元人民幣，風電和光伏分別實現利潤 19.3/3.45 億元人民幣。期內公司平均結算電價 518.69 元/千瓦時，同比上升 3.33%；發電設備平均利用小時 919 小時，同比減少 52 小時。2023Q1 公司市場化交易電量比例為 86.78%，同比降低 2.14 個百分點。

### 煤價下行，煤電盈利在望：

2023Q1 公司累計簽定中長協煤約 1.5 億噸，覆蓋內貿需求約 95%。2023Q1 公司中長協履約率是 75.7%（2022 年為 68%）；公司境內煤機 2023Q1 耗用標煤單價是 1,132 元左右，環比 2022Q4 減少約 37 元，已接近煤機盈虧平衡點。基於二季度動力煤市場供需情況，加上 2023Q1 高價煤庫存消耗完畢，預期 2023Q2 煤機單位煤料成本將持續下降，公司煤電盈利將持續改善。

### 2023-2025 年新能源裝機高增長：

2023Q1 公司新增裝機 129.9 萬千瓦，其中風電 11.1 萬千瓦、光伏 69.3 萬千瓦、燃氣 49.5 萬千瓦。截至 2023Q1 公司可控發電裝機達到 12,664.8 萬千瓦，風電、光伏發電裝機達 2,056 萬千瓦。2022 年公司風電和光伏核準備案規模達到約 36GW，其中 70% 為光伏，30% 為風電，為實現公司“十四五”新增風光裝機 40GW，清潔能源占比達到 45% 的目標，預期 2023-2025 年公司風光裝機將顯著提速，帶來新能源利潤高增長。

### 提高目標價至 6.26 港元，維持買入評級：

我們提高公司目標價至 6.26 港元，相當於 2023 年和 2024 年 10 倍和 8.2 倍 PE，目標價較現價有 30% 上升空間，維持買入評級。

### 風險提示：

煤價大幅上漲

電價下調

電量增速不達預期

**表 1: 行业估值**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2380.HK	中国电力	HKD	3.06	379	12.8	8.6	6.5	5.3	0.7	0.7	0.6	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	18.04	868	12.3	7.2	6.2	5.4	1.1	0.9	0.8	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.54	109	7.2	6.0	5.8	5.5	1.0	1.0	1.0	1.0
0182.HK	协合新能源	HKD	0.70	60	6.2	4.4	3.4	2.5	0.7	0.6	0.5	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.34	305	5.4	4.3	3.7	3.2	0.6	0.5	0.4	0.4
1798.HK	大唐新能源	HKD	3.00	218	5.6	7.0	5.8	4.8	1.1	1.0	1.0	1.0
0991.HK	大唐发电	HKD	1.61	575	n/a	-	-	-	0.9	0.9	0.8	0.8
0916.HK	龙源电力	HKD	8.68	1,357	12.7	7.8	6.4	5.8	1.0	0.8	0.8	0.7
1071.HK	华电国际	HKD	3.80	677	n/a	6.0	5.0	5.0	0.9	0.5	0.5	0.5
<b>平均</b>					<b>8.9</b>	<b>6.4</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
0902.HK	华能国际	HKD	4.81	1,472	-6.5	7.7	6.3	5.7	1.4	0.5	0.5	0.5

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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	204,605	246,725	249,141	256,580	267,469
经营成本	(210,286)	(247,657)	(223,559)	(225,349)	(234,788)
<b>经营利润</b>	(7,367)	(2,375)	23,528	29,117	30,476
其他收入	0	0	0	1	2
行政费用	(16,107)	(16,148)	(16,309)	(17,125)	(17,981)
财务开支	(8,838)	(9,826)	(8,059)	(8,510)	(8,986)
应占联营公司利润	0	0	0	1	2
其他开支	(11,703)	(15,683)	(9,410)	(9,598)	(9,790)
<b>税前盈利</b>	(15,121)	(10,814)	16,879	22,044	22,956
所得税	1,930	(159)	(6,751)	(8,818)	(9,183)
少数股东应占利润	(2,555)	(2,946)	1,519	2,645	2,066
<b>净利润</b>	(10,636)	(8,026)	8,608	10,581	11,708
折旧及摊销	(22,270)	(24,380)	(24,868)	(25,365)	(25,872)
<b>EBITDA</b>	15,988	23,392	49,805	55,917	57,811
<b>增长</b>					
总收入 (%)	21%	21%	1%	3%	4%
EBITDA (%)	-56%	46%	113%	12%	3%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	16,350	17,176	1,692	16,216	16,391
应收账款	43,878	42,654	56,189	57,867	60,323
存货	16,824	12,702	13,337	14,004	14,704
其他流动资产	15,418	14,190	15,158	15,608	16,267
<b>流动资产</b>	92,471	86,722	86,377	103,696	107,685
固定资产	320,590	336,127	346,770	355,786	380,197
其他固定资产	87,710	89,373	114,660	115,800	116,956
<b>非流动资产</b>	408,300	425,500	461,429	471,585	497,153
<b>总资产</b>	500,771	512,222	547,806	575,281	604,839
<b>流动负债</b>	186,398	171,333	189,240	198,006	207,767
应付账款	54,610	54,473	61,376	61,867	64,459
短期银行贷款	109,111	102,703	107,839	113,231	118,892
其他短期负债	22,678	14,157	20,025	22,908	24,416
<b>非流动负债</b>	180,815	205,572	217,271	229,708	242,929
长期银行贷款	136,858	151,678	160,778	170,425	180,650
其他负债	43,957	53,895	56,492	59,283	62,278
<b>总负债</b>	367,213	376,906	406,510	427,714	450,696
少数股东权益	20,510	19,652	19,848	20,047	20,247
<b>股东权益</b>	113,048	115,665	121,448	127,520	133,896
每股账面值(元)	7.20	7.37	7.74	8.12	8.53
营运资金	(93,927)	(84,611)	(102,863)	(94,310)	(100,082)

**财务分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	-4%	-1%	9%	11%	11%
EBITDA 利率 (%)	8%	9%	20%	22%	22%
净利率 (%)	-5%	-3%	3%	4%	4%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	8%	7%	7%	7%	7%
实际税率 (%)	13%	-1%	40%	40%	40%
股息支付率 (%)	50%	0%	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 (%)	-9%	-7%	7%	8%	9%
ROA (%)	-2%	-2%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1
收入/总资产	0.41	0.48	0.45	0.45	0.44
总资产/股本	4.43	4.43	4.51	4.51	4.52
收入对利息倍数	23.1	25.1	30.9	30.2	29.8

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>	15,988	23,392	49,805	55,917	57,811
融资成本	(5,868)	(30)	14,563	(13,259)	1,114
营运资金变化	(6,017)	9,316	(18,251)	8,552	(5,771)
所得税	1,930	(159)	(6,751)	(8,818)	(9,183)
<b>营运现金流</b>	6,033	32,520	39,365	42,393	43,971
资本开支	(43,056)	(40,585)	(44,643)	(49,108)	(51,563)
其他投资活动	780	755	740	733	725
<b>投资活动现金流</b>	(42,276)	(39,830)	(43,903)	(48,375)	(50,838)
负债变化	50,366	6,497	13,279	14,034	14,832
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	0	4,304	5,291	5,854
其他融资活动	(10,980)	1,335	(27,870)	1,181	(13,645)
<b>融资活动现金流</b>	39,386	7,831	(10,287)	20,506	7,042
<b>现金变化</b>	3,143	521	(14,825)	14,524	175
期初持有现金	13,258	15,555	16,517	1,692	16,216
汇率变动	(846)	441	0	0	0
期末持有现金	15,555	16,517	1,692	16,216	16,391

## 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。