

## 买入

## 新能源业务稳定增长，预期 Q3 煤电盈利增长明显

**华能国际 (902.HK)**

2023-08-17 星期四

### 投资要点

**目标价：5.68 港元**
**现价：4.42 港元**
**预计升幅：29%**

### 重要数据

日期	2023-08-16
收盘价 (港元)	4.42
总股本 (百万股)	15,698
总市值 (亿港元)	1,309
净资产 (百万元)	158,767
总资产 (百万元)	525,933
52 周高低 (港元)	5.28/2.62
每股净资产 (港元)	9.59

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-20220809/20230509

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 2023H1 盈利 64.9 亿元人民币，同比增长 301.53%:

2023H1 公司实现收入人民币 1,260.32 亿元，同比 7.84%；归母净利润 64.90 亿元，同比增长 301.53%；每股收益为人民币 0.32 元。公司上半年增长主要受益海外业务高增长以及煤电业务开始盈利。上半年新加坡业务表现亮眼，税前利润人民币 28.90 亿元，同比增加 21.49 亿元。

#### ➤ 2023H1 新能源投产 2,906MW，全年新增目标超过 8GW:

截至 6 月底，公司可控发电装机容量达到 1.3 亿千瓦，风光装机容量达到 2,266 万千瓦，清洁能源装机占比增至 28%。2023 年公司新能源计划开工 8,900 兆瓦，投产 8085 兆瓦，其中上半年新能源已投产 2,906 兆瓦。公司风光 Q2 归母净利润达到人民币 23 亿元（风电约 18 亿元，光伏约 5 亿元）。公司新能源业务无论从装机容量，还是盈利贡献来看，已成为公司盈利稳定增长的核心来源。公司规划十四五末，清洁能源装机占比达到 45%，预期后续新能源装机将进一步提速。

#### ➤ 燃煤成本持续下行，预期 Q3 煤电盈利增长明显:

从各项指标 Q2 对比 Q1 来看，公司煤电盈利持续改善。1) 亏损电厂，Q1 有 11 家电厂亏损，Q2 减少至 9 家；2) Q2 税后利润较一季度增加了 5.4 亿元左右，增幅在 190%；3) 除税后标煤单价，Q2 是 1046 元，较 Q1 的 1132 元，降幅 8%。但因为迎峰度假保供政策下，公司煤炭库存较高，Q2 煤机的单位燃料成本约 329 元，较 Q1 约 333 元只是略微下降。基于 Q3 动力煤价格以及公司中长协超过 75% 的履约率，预期燃煤成本下降将集中体现在三季度，Q3 煤电盈利改善空间将显著扩大。

#### ➤ 更新目标价至 5.68 港元，维持买入评级:

我们更新公司目标价至 5.68 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 6 倍和 PE，目标价较现价有 29% 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)	11,652	13,484	14,283
同比增长(%)	-547.3%	-24.5%	245.2%	15.7%	5.9%
每股盈利(人民币分)	(81.00)	(65.00)	74.22	85.89	90.99
PE@4.42HKD	-5.0	-6.2	5.5	4.7	4.5
每股股息(人民币分)	0.0	0.0	37.1	42.9	45.5
股息率	0.00%	0.00%	9.16%	10.60%	11.22%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### **2023H1 盈利 64.9 亿元人民币，同比增长 301.53%：**

2023H1 公司实现收入人民币 1,260.32 亿元，同比 7.84%；归母净利润 64.90 亿元，同比增长 301.53%；每股收益为人民币 0.32 元。公司上半年增长主要受益海外业务高速增长以及煤电业务开始盈利。上半年新加坡业务表现亮眼，税前利润人民币 28.90 亿元，同比增加 21.49 亿元。

### **2023H1 新能源投产 2,906MW，全年新增目标超过 8GW：**

截至 6 月底，公司可控发电装机容量达到 1.3 亿千瓦，风光装机容量达到 2,266 万千瓦，清洁能源装机占比增至 28%。2023 年公司新能源计划开工 8,900 兆瓦，投产 8085 兆瓦，其中上半年新能源已投产 2,906 兆瓦。公司风光 Q2 归母净利润达到人民币 23 亿元（风电约 18 亿元，光伏约 5 亿元）。

公司新能源业务无论从装机容量，还是盈利贡献来看，已成为公司盈利稳定增长的核心来源。公司规划十四五末，清洁能源装机占比达到 45%，预期后续新能源装机将进一步提速。

### **燃煤成本持续下行，预期 Q3 煤电盈利增长明显：**

从各项指标 Q2 对比 Q1 来看，公司煤电盈利持续改善。1) 亏损电厂，Q1 有 11 家电厂亏损，Q2 减少至 9 家；2) Q2 税后利润较一季度增加了 5.4 亿元左右，增幅在 190%；3) 除税后标煤单价，Q2 是 1046 元，较 Q1 的 1132 元，降幅 8%。

但因为迎峰度假保供政策下，公司煤炭库存较高，Q2 煤机的单位燃料成本约 329 元，较 Q1 约 333 元只是略微下降。基于 Q3 动力煤价格以及公司中长协超过 75% 的履约率，预期燃煤成本下降将集中体现在三季度，Q3 煤电盈利改善空间将显著扩大。

### **更新目标价至 5.68 港元，维持买入评级：**

我们更新公司目标价至 5.68 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 6 倍 PE，目标价较现价有 29% 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			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2380.HK	中国电力	HKD	3.00	371	12.5	8.3	6.1	4.9	0.7	0.7	0.6	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	16.22	780	11.1	6.4	5.5	4.8	0.9	0.8	0.7	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.12	91	6.0	5.1	4.8	4.6	0.9	1.0	1.0	1.0
0182.HK	协合新能源	HKD	0.63	54	5.6	4.0	2.9	2.3	0.6	0.6	0.6	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.82	270	4.6	0.0	0.0	2.8	0.5	0.5	0.5	0.4
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.48	180	4.6	7.0	5.8	4.8	0.9	1.0	1.0	1.0
0991.HK	大唐发电	HKD	1.30	481	n/a	-	-	-	0.8	0.9	0.8	0.8
0916.HK	龙源电力	HKD	6.48	1,271	9.5	6.1	5.1	4.5	0.8	0.7	0.6	0.8
1071.HK	华电国际	HKD	3.41	574	n/a	6.1	5.2	5.0	0.8	0.7	0.6	0.5
<b>平均</b>					<b>7.7</b>	<b>5.4</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
0902.HK	华能国际	HKD	4.42	1,306	-6.2	5.5	4.7	4.5	0.5	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)	(217,591)	(219,381)	(229,980)
<b>经营利润</b>	(7,367)	(2,375)	29,496	35,084	35,285
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)	(8,431)	(8,745)
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)	22,846	28,091	28,006
所得税	1,930	(159)	(9,139)	(11,236)	(11,202)
少数股东应占利润	(2,555)	(2,946)	2,056	3,371	2,521
<b>净利润</b>	(10,636)	(8,026)	11,652	13,484	14,283
折旧及摊销	(22,270)	(24,380)	(24,868)	(25,365)	(25,872)
<b>EBITDA</b>	15,988	23,392	55,773	61,885	62,619
<b>增长</b>					
总收入 (%)	21%	21%	1%	3%	4%
EBITDA (%)	-56%	46%	138%	11%	1%

**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	19,763	18,362	19,973
应收账款	43,878	42,654	44,952	46,294	48,258
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	93,210	94,269	99,203
固定资产	320,590	336,127	341,594	364,483	382,837
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	456,254	480,282	499,794
<b>总资产</b>	500,771	512,222	549,464	574,551	598,996
<b>流动负债</b>	186,398	171,333	190,897	197,276	201,924
应付账款	54,610	54,473	59,738	60,229	63,139
短期银行贷款	109,111	102,703	107,839	110,598	110,855
其他短期负债	22,678	14,157	23,321	26,449	27,930
<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	408,168	426,984	444,853
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)	(97,687)	(103,008)	(102,722)

**财务分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	-4%	-1%	12%	14%	13%
EBITDA 利率 (%)	8%	9%	22%	24%	23%
净利率 (%)	-5%	-3%	5%	5%	5%
<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%	10%	11%	11%
ROA (%)	-2%	-2%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0
收入/总资产	0.41	0.48	0.45	0.45	0.45
总资产/股本	4.43	4.43	4.52	4.51	4.47
收入对利息倍数	23.1	25.1	30.9	30.4	30.6

**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	55,773	61,885	62,619
融资成本	(5,868)	(30)	25,400	1,012	(5,250)
营运资金变化	(6,017)	9,316	(13,076)	(5,320)	286
所得税	1,930	(159)	(9,139)	(11,236)	(11,202)
<b>营运现金流</b>	6,033	32,520	58,958	46,340	46,453
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	11,402	14,701
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	0	5,826	6,742	7,141
其他融资活动	(10,980)	1,335	(30,914)	(17,510)	(15,847)
<b>融资活动现金流</b>	39,386	7,831	(11,809)	634	5,995
<b>现金变化</b>	3,143	521	3,246	(1,401)	1,611
期初持有现金	13,258	15,555	16,517	19,763	18,362
汇率变动	(846)	441	0	0	0
期末持有现金	15,555	16,517	19,763	18,362	19,973

# 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。