

## 买入

## 2019 年境内发电量同比降 5.91%，符合预期

华能国际 (902. HK)

2020-01-17 星期五

## 投资要点

目标价: **5.62 港元**  
 现价: 3.94 港元  
 预计升幅: 43%

➤ **2019 年境内发电量同比下降 5.91%，符合预期：**

公司 2019 年中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 4,050.06 亿千瓦时，同比下降 5.91%，其中第四季度完成发电量 1,028.19 亿千瓦时，同比微降 0.86%。公司 2019 年全年发电量下降的主要原因是：①2019 年全社会用电量增速明显回落；②风电、核电、水电发电量增长较多，挤压火电发电空间；③广东、河南、山东等地受需求下滑、控煤、外来电大幅增长等因素叠加影响，火电发电量出现较大负增长。

➤ **2019 年交易电量占比提升 12.92 个百分点：**

2019 年全年，公司结算市场化交易电量 2,164.38 亿千瓦时，交易电量占比 56.4%，较去年同期（43.48%）提升 12.92 个百分点。虽然市场化交易电量占比进一步增加，但我们预计伴随电力体制改革的深化，未来电力市场交易将逐步趋于理性，市场电的折价幅度将逐步收窄。2019 年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为人民币 417.00 元/兆瓦时，同比微降 0.35%。

➤ **煤价中枢下移，公司 2019 年业绩有望显著回升：**

2019 年 1-12 月，全国综合电煤价格指数平均值为 493.88 元/吨，较去年同期（531.04 元/吨）下降 7%。煤价下降有望推动公司盈利能力大幅改善，较大程度上对冲电量下滑带来的负面影响。

➤ **维持目标价 5.62 港元，买入评级：**

我们维持公司盈利预测和目标价 5.62 港元不变，相当于 2019/2020 年 14.2/11.4 倍 PE，目标价较现价有 43% 上升空间，公司作为火电行业龙头并承诺 2018-2020 年分红比例不低于 70%，目前股价对应股息率约 7%，较具吸引力，维持买入评级。

## 重要数据

日期	2020-01-16
收盘价 (港元)	3.94
总股本 (百万股)	15,698
总市值 (百万港元)	87,314
净资产 (百万元)	116,122
总资产 (百万元)	419,903
52 周高低 (港元)	5.26/3.50
每股净资产 (元)	6.02

数据来源: Wind

## 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

华能国际(902.HK)-更新报告  
 -20191024  
 华能国际(902.HK)-更新报告  
 -20190801  
 华能国际(902.HK)-更新报告  
 -20190430

## 国元国际研究部

姓名: 段静娴  
 SFC: BLO863  
 电话: 0755-21519166  
 Email: duanjx@gzyq.com.hk

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	152,459	169,551	174,468	178,829	183,300
同比增长(%)	34.0%	11.2%	2.9%	2.5%	2.5%
净利润	1,580	734	5,512	6,877	7,906
同比增长(%)	-81.5%	-53.5%	650.5%	24.8%	15.0%
净利润率	1.0%	0.4%	3.2%	3.8%	4.3%
每股盈利 (分)	10.0	3.0	35.1	43.8	50.4
PE@3.94HKD	34.9	116.4	9.9	8.0	6.9
每股股息 (分)	10.0	10.0	24.6	30.7	35.3
股息现价比率 (%)	2.9%	2.9%	7.0%	8.8%	10.1%

数据来源: wind、公司资料、国元国际

## 報告正文

### 2019 年境內發電量同比下降 5.91%，符合預期：

公司 2019 年中國境內各運行電廠按合併報表口徑累計完成發電量 4,050.06 億千瓦時，同比下降 5.91%，其中第四季度完成發電量 1,028.19 億千瓦時，同比微降 0.86%。公司 2019 年全年發電量下降的主要原因是：①2019 年全社會用电量增速明顯回落；②風電、核電、水電發電量增長較多，擠壓火電發電空間；③廣東、河南、山東等地受需求下滑、控煤、外來電大幅增長等因素疊加影響，火電發電量出現較大負增長。

### 2019 年交易電量占比提升 12.92 個百分點：

2019 年全年，公司結算市場化交易電量 2,164.38 億千瓦時，交易電量占比 56.4%，較去年同期（43.48%）提升 12.92 個百分點。雖然市場化交易電量占比進一步增加，但我們預計伴隨電力體制改革的深化，未來電力市場交易將逐步趨於理性，市場電的折價幅度將逐步收窄。2019 年公司中國境內各運行電廠平均上網結算電價為人民幣 417.00 元/兆瓦時，同比微降 0.35%。

### 煤價中樞下移，公司 2019 年業績有望顯著回升：

2019 年 1-12 月，全國綜合電煤價格指數平均值為 493.88 元/噸，較去年同期（531.04 元/噸）下降 7%。煤價下降有望推動公司盈利能力大幅改善，較大程度上對沖電量下滑帶來的負面影響。

### 維持目標價 5.62 港元，買入評級：

我們維持公司盈利預測和目標價 5.62 港元不變，相當於 2019/2020 年 14.2/11.4 倍 PE，目標價較現價有 43% 上升空間，公司作為火電行業龍頭並承諾 2018-2020 年分紅比例不低於 70%，目前股價對應股息率約 7%，較具吸引力，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、行业相关公司估值

电力行业												
名称	代码	交易货币	股价	市值	PE				PB			
					2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国电力	2380 HK	HKD	1.68	164.8	14.21	7.34	6.10	4.80	0.51	0.47	0.45	0.43
华润电力	836 HK	HKD	11.12	534.9	18.14	7.29	6.31	5.84	1.03	0.71	0.66	0.61
大唐发电	991 HK	HKD	1.48	423.6	22.57	10.70	7.64	6.77	0.66	0.50	0.48	0.47
华电国际	1071 HK	HKD	2.86	380.2	19.75	7.97	6.66	6.00	0.71	0.48	0.46	0.44
龙源电力	916 HK	HKD	5.09	409.1	9.59	8.39	7.36	6.57	0.85	0.69	0.64	0.59
华电福新	816 HK	HKD	1.50	126.1	7.07	4.59	4.01	3.39	0.67	0.41	0.38	0.35
粤电B	200539 CH	HKD	2.46	222.7	26.65	14.72	8.89	7.91	0.52	N/A	N/A	N/A
平均		HKD			16.85	8.71	6.71	5.90	0.71	0.54	0.51	0.48
华能国际	902 HK	HKD	3.94	873.1	116.40	9.95	7.97	6.93	0.58	0.57	0.57	0.56

资料来源: Bloomberg、国元国际

**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
<b>收入</b>	152,459	169,551	174,468	178,829	183,300
经营成本	(141,900)	(157,647)	(153,678)	(155,304)	(157,720)
<b>经营利润</b>	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)
<b>税前盈利</b>	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
<b>净利润</b>	1,580	734	5,512	6,877	7,906
折旧及摊销	(20,181)	(20,466)	(19,951)	(20,162)	(20,476)
<b>EBITDA</b>	32,587	33,087	40,905	43,832	46,229
<b>增长</b>					
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
<b>现金</b>	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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	348,052	358,104	363,062	365,797	367,052
<b>总资产</b>	396,590	419,903	419,870	424,138	430,244
<b>流动负债</b>	155,950	138,206	137,756	141,321	144,469
应付账款	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>总负债</b>	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
<b>股东权益</b>	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
<b>盈利能力</b>					
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%
<b>营运表现</b>					
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%
<b>财务状况</b>					
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
<b>EBITDA</b>	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)
<b>营运现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>融资活动现金流</b>	4,013	(2,243)	(16,155)	(17,612)	(18,079)
<b>现金变化</b>	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）有限公司制作，国元证券经纪（香港）有限公司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，但国元国际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，国元国际及/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，国元国际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国际的客户、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。

国元国际的销售人员、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。国元国际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，国元国际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国际及/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国际所有，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。