

推荐
公司业绩有望持续改善
华能国际 (902.HK)

2018-08-10 星期五

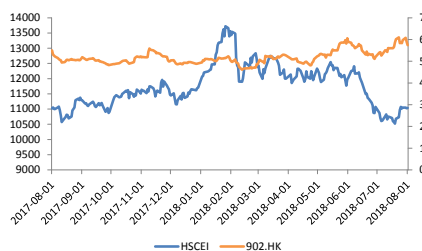
目标价: HK\$ 6.54
 现价: HK\$ 5.48
 预计升幅: 19%

股本数据

总股本(亿股) 152
 总市值(亿港元) 257.58
 52周高/低 (HK\$) 6.18/4.55
 每股净值(人民币元) 5.77
 所属行业: 电力

主要股东

华能国际电力开发公司 33.33%
 中国华能集团公司 10.23%

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

国元国际研究部

姓名: 段静娴
 电话: 0755-21519166
 Email: duanjx@gyzq.com.hk

投资要点
2018年上半年盈利人民币17.3亿元，同比大幅上升:

截至2018年6月30日，公司实现合并营业收入人民币（下同）824.05亿元，同比增长15.36%；归属于公司权益持有者的净利润17.31亿元，同比大幅上升609.74%，主要原因是公司上半年电量的增长和电价的上升；每股盈利0.11元，公司业绩符合预期。2018年上半年，公司境内各运行电厂累计完成发电量2081.67亿千瓦时，同比上升11.51%；完成售电量1963.87亿千瓦时，同比上升11.51%；利用小时为2051小时，同比上升150小时。期间公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为418.57元/兆瓦时，同比增长2.72%。

全社会用电量平稳较快增长将带动公司发电量保持较快增长:

2018年上半年，全国全社会用电量达3.23万亿千瓦时，同比增长9.4%，增速同比提高3.1个百分点。据气象部门预测，今年夏季全国大部气温偏高，部分地区将出现持续大范围高温天气。中电联综合考虑宏观经济、气温、电能替代等影响因素，预计2018年全国全社会用电量增速好于年初预期，有望超过2017年增长水平。2018年上半年公司累计完成境内发电量2081.67亿千瓦时，同比增长11.51%，高于全国同期增长率。因此，我们预计公司全年发电量及利用小时数或将超出年初指引，保持较快增长。

煤价旺季不旺，利好公司业绩持续改善:

截至2018年8月6日，秦皇岛5000/5500/5800大卡发热量动力煤平仓价分别为513.6/601.6/626.6元/吨，分别较上月同期价格下跌81/75.8/75.6元/吨，在目前迎峰度夏的用电用煤高峰期，市场煤价呈现旺季不旺、缓慢下行的趋势。我们预计未来在国家加快煤炭优质产能释放的政策环境下，煤价有望保持稳中有降的趋势，逐步回归至绿色区间，有利于公司业绩持续改善。

给予推荐评级，目标价6.54港元:

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%，我们更新公司盈利预测并给予公司目标价6.54港元，相当于2018年和2019年19和13.5倍PE，并对应2018年和2019年0.97和0.94倍PB，目标价较现价19%上升空间，给予推荐评级。

截止12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(人民币百万元)	113,814	152,459	160,013	161,609	163,604
变动(%)	-11.7%	34.0%	5.0%	1.0%	1.2%
净利润(人民币百万元)	8,520	1,580	4,552	6,409	7,405
变动(%)	-37.6%	-81.5%	188.2%	40.8%	15.5%
每股盈利(人民币分)	56.00	10.00	29.95	42.16	48.72
市盈率@5.48港元(倍)	8.5	47.6	15.9	11.3	9.8
每股股息(分)	28.0	10.0	21.0	29.5	34.1
股息现价比率(%)	5.89%	2.10%	4.40%	6.20%	7.16%

表 1、行业相关公司估值

电力行业											
名称	代码	交易货币	股价	PE				PB			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
中国电力	2380 HK	HKD	1.85	17.07	9.80	7.14	5.43	0.56	0.52	0.50	0.47
华润电力	836 HK	HKD	15.06	15.01	10.24	8.62	7.47	0.93	0.92	0.87	0.81
大唐发电	991 HK	HKD	2.14	14.80	8.94	7.35	7.10	0.61	0.60	0.57	0.55
华电国际	1071 HK	HKD	3.55	53.76	13.53	9.46	8.08	0.54	0.69	0.66	0.62
龙源电力	916 HK	HKD	7.22	10.09	10.25	9.15	8.23	0.90	1.01	0.93	0.85
华电福新	816 HK	HKD	1.81	6.74	5.41	4.59	4.00	0.69	0.54	0.50	0.45
粤电B	200539 SZ	HKD	2.99	19.51	11.05	5.77	5.00	0.61	0.56	0.53	0.51
平均		HKD		19.57	9.89	7.44	6.47	0.69	0.69	0.65	0.61
华能国际	902 HK	HKD	5.48	47.61	15.90	11.29	9.77	0.83	0.81	0.79	0.76

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

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	113,814	152,459	160,013	161,609	163,604
经营成本	(94,259)	(141,900)	(140,967)	(139,141)	(139,223)
经营利润	18,378	9,183	17,601	21,009	22,905
其他收入	0	0	0	0	0
行政费用	(8,043)	(10,590)	(10,520)	(10,384)	(10,390)
财务开支	(7,068)	(9,605)	(10,197)	(10,306)	(10,405)
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
其他开支	(7,234)	(10,161)	(10,093)	(9,961)	(9,967)
税前盈利	13,813	2,802	8,073	11,366	13,133
所得税	(3,465)	(1,218)	(3,508)	(4,939)	(5,707)
少数股东应占利润	1,828	4	13	18	20
净利润	8,520	1,580	4,552	6,409	7,405
折旧及摊销	(14,816)	(20,181)	(20,048)	(19,788)	(19,800)
EBITDA	35,696	32,587	38,318	41,460	43,338
增长					
总收入 (%)	-12%	34%	5%	1%	1%
EBITDA (%)	-21%	-9%	18%	8%	5%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金	7,811	9,282	11,155	10,658	9,099
应收账款	16,393	25,448	26,708	26,975	27,308
存货	6,879	7,385	7,337	7,242	7,246
其他流动资产	5,884	6,422	6,383	6,446	6,526
流动资产	36,967	48,538	51,583	51,321	50,179
固定资产	223,062	284,328	287,171	290,043	292,944
其他固定资产	54,811	63,724	65,275	67,703	70,236
非流动资产	277,873	348,052	352,447	357,746	363,180
总资产	314,840	396,590	404,030	409,068	413,359
流动负债	130,196	155,950	168,982	173,643	179,779
应付帐款	28,325	38,900	38,644	38,144	38,166
短期银行贷款	67,230	98,350	106,850	112,050	119,050
其他短期负债	34,641	18,701	23,488	23,449	22,562
非流动负债	82,457	133,024	126,055	124,492	120,405
长期银行贷款	64,990	107,031	99,031	96,031	91,031
其他负债	17,466	25,993	27,024	28,461	29,374
总负债	212,653	288,975	295,037	298,134	300,183
少数股东权益	16,184	19,973	19,571	19,006	18,352
股东权益	86,003	87,642	89,422	91,927	94,823
每股账面值(元)	5.66	5.77	5.88	6.05	6.24
营运资金	(93,230)	(107,413)	(117,399)	(122,321)	(129,599)

财务分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
经营利润率 (%)	16%	6%	11%	13%	14%
EBITDA 利率 (%)	31%	21%	24%	26%	26%
净利率 (%)	7%	1%	3%	4%	5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	7%	7%	7%	6%	6%
实际税率 (%)	25%	43%	43%	43%	43%
股息支付率 (%)	50%	50%	70%	70%	70%
库存周转	27	19	19	19	19
应付账款天数	110	100	100	100	100
应收账款天数	53	61	61	61	61
ROE (%)	10%	2%	5%	7%	8%
ROA (%)	3%	0%	1%	2%	2%
财务状况					
净负债/股本	1.4	2.2	2.2	2.1	2.1
收入/总资产	0.36	0.38	0.40	0.40	0.40
总资产/股本	3.66	4.53	4.52	4.45	4.36
收入对利息倍数	16.1	15.9	15.7	15.7	15.7

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	35,696	32,587	38,318	41,460	43,338
融资成本	2,238	12,011	10,672	6,092	8,531
营运资金变化	(2,958)	(14,183)	(9,986)	(4,922)	(7,278)
所得税	(3,465)	(1,218)	(3,508)	(4,939)	(5,707)
营运现金流	31,511	29,197	35,495	37,691	38,883
资本开支	(20,145)	(25,798)	(22,300)	(22,500)	(23,000)
其他投资活动	2,495	(5,951)	(716)	281	278
投资活动现金流	(17,650)	(31,749)	(23,016)	(22,219)	(22,722)
负债变化	6,748	64,623	(3,500)	(1,800)	(2,000)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	4,260	790	3,187	4,486	5,184
其他融资活动	(24,610)	(61,400)	(10,293)	(18,654)	(20,904)
融资活动现金流	(13,602)	4,013	(10,607)	(15,968)	(17,721)
现金变化	259	1,462	1,872	(496)	(1,559)
期初持有现金	7,478	7,811	9,282	11,155	10,658
汇率变动	73	10	0	0	0
期末持有现金	7,811	9,282	11,155	10,658	9,099

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明：

此刊物仅供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 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>