

推荐

燃料成本下行促 Q1 净利润同比大增 114.3%

华能国际 (902.HK)

2019-04-29 星期一

目标价: HK\$ 5.62

现价: HK\$ 5.04

预计升幅: 12%

股本数据

总股本(亿股) 156.98

H 股流通市值(亿港元) 236.90

52 周高/低 (HK\$) 6.18/4.04

每股净值(人民币元) 6.02

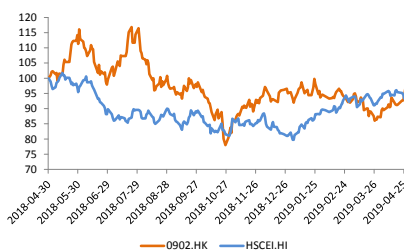
所属行业: 电力

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

国元国际研究部

姓名: 段静娴

SFC: BL0863

电话: 0755-21519166

Email: duanjx@gyzq.com.hk

投资要点

2019 年一季度实现净利润人民币 26.56 亿元，同比大增 114.3%:

根据中国会计准则，公司 2019 年第一季度实现营业收入人民币（下同）456.52 亿元，同比增长 5.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 25.56 亿元，同比大增 114.3%；基本每股收益 0.16 元。公司业绩超出我们预期，燃料成本下行为推动公司一季度业绩同比大幅增长的主要原因。

燃料成本下行推动毛利率提升 4.8 个百分点:

公司 2019 年一季度营业成本同比下降 1.3 亿元，毛利率达 18.31%，较去年同期提升 4.8 个百分点。公司一季度综合单位燃料成本为 219.72 元/千千瓦时，同比下降 7.8%，环比 2018 年第四季度下降 4.0%，其中煤机综合单位燃料成本 211.09 元/千千瓦时，同比下降 9.2%，环比 2018 年第四季度下降 3.7%。

营业收入增长主要来自境外业务:

公司一季度收入同比增长 22.36 亿元，其中境内增长 2.63 亿元，主要为供热收入增加；境外增长 19.74 亿元，其中新加坡大士能源由 2018 年一季度的 25.96 亿元增加到今年的 31.68 亿元，增长 5.72 亿；另外，由于巴基斯坦核算规则变化，纯增加 14.02 亿元收入。

预期煤炭价格将逐步回归绿色区间:

从需求来看，二季度是传统的淡季，北方停止供暖，电厂面临集中检修，新投产核电及南方水电出力提升，预计煤炭需求将受一定抑制。从供给来看，煤矿复工复产加快，矿难影响逐渐减弱，且近期主管部门要求主产地煤矿加快生产，国家相关部委也在加快批复煤矿项目，表明行业主管部门增加先进产能的决心坚定。从库存来看，港口、电厂仍处于高位，截至 4 月 23 日，全国统调电厂库存 1.16 亿吨，同比增加 1700 万吨；到 3 月底全社会库存 2.8 亿吨，同比增加 15.4%；全国港口库存 4359 万吨，同比增长 26.3%。我们认为在消耗走低、供给逐渐增加、库存高位三个因素综合影响下，煤炭价格会逐步向绿色区间调整。

维持推荐评级，目标价 5.62 港元:

我们预期全年煤价将逐步回归绿色区间，公司业绩有望持续修复。考虑到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目标价 5.62 港元，相当于 2019 年和 2020 年 15 倍和 11.3 倍 PE，目标价较现价有 12% 上升空间，维持推荐评级。

截止 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(人民币百万元)	152,459	169,551	178,588	185,731	192,418
变动(%)	34.0%	11.2%	5.3%	4.0%	3.6%
净利润(人民币百万元)	1,580	734	5,039	6,714	8,069
变动(%)	-81.5%	-53.5%	586.1%	33.2%	20.2%
每股盈利(人民币分)	10.00	3.00	32.10	42.77	51.40
市盈率@5.04港元(倍)	43.2	144.1	13.5	10.1	8.4
每股股息(分)	10.0	10.0	22.5	29.9	36.0
股息现价比率(%)	2.31%	2.31%	5.20%	6.92%	8.32%

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	2.02	13.78	7.88	6.30	0.57	0.55	0.52
华润电力	836 HK	HKD	11.20	8.58	7.01	5.91	0.68	0.69	0.64
大唐发电	991 HK	HKD	2.08	11.42	9.59	8.19	0.59	0.62	0.60
华电国际	1071 HK	HKD	3.54	12.35	8.81	7.26	0.65	0.57	0.55
龙源电力	916 HK	HKD	5.15	7.70	7.66	6.91	0.76	0.70	0.65
华电福新	816 HK	HKD	1.68	5.70	4.69	4.00	0.52	0.43	0.40
粤电B	200539 CH	HKD	2.72	13.87	7.55	5.69	0.51	0.49	0.47
平均		HKD		10.49	7.60	6.32	0.61	0.58	0.55
华能国际	902 HK	HKD	5.04	144.14	13.47	10.11	0.72	0.72	0.71

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	178,588	185,731	192,418
经营成本	(141,900)	(157,647)	(158,630)	(162,431)	(166,432)
经营利润	9,183	10,114	18,073	21,341	23,956
其他收入	0	0	0	0	0
行政费用	(10,590)	(11,845)	(11,919)	(12,205)	(12,505)
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)	(10,497)	(10,750)	(11,018)
税前盈利	2,802	1,973	9,463	12,608	15,152
所得税	(1,218)	(643)	(3,085)	(4,110)	(4,939)
少数股东应占利润	4	596	1,340	1,785	2,145
净利润	1,580	734	5,039	6,714	8,069
折旧及摊销	(20,181)	(20,466)	(20,594)	(21,087)	(21,607)
EBITDA	32,587	33,087	40,660	44,450	47,664
增长					
总收入 (%)	34%	11%	5%	4%	4%
EBITDA (%)	-9%	2%	23%	9%	7%

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	9,968	10,628	14,635
应收账款	25,448	29,279	30,840	32,073	33,228
存货	7,385	9,544	9,603	9,833	10,075
其他流动资产	6,422	7,559	6,800	7,072	7,327
流动资产	48,538	61,799	57,211	59,606	65,265
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	420,273	425,403	432,317
流动负债	155,950	138,206	138,571	142,809	146,510
应付帐款	38,900	35,139	35,358	36,205	37,097
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	18,753	17,145	15,954
非流动负债	133,024	165,575	164,228	163,471	164,797
长期银行贷款	107,031	129,548	126,548	124,548	123,548
其他负债	25,993	36,027	37,679	38,923	41,248
总负债	288,975	303,782	302,798	306,280	311,307
少数股东权益	19,973	21,686	22,567	23,741	25,151
股东权益	87,642	94,435	94,908	95,382	95,859
每股账面值(元)	5.77	6.02	6.05	6.08	6.11
营运资金	(107,413)	(76,407)	(81,360)	(83,203)	(81,245)

财务分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
经营利润率 (%)	6%	6%	10%	11%	12%
EBITDA 利率 (%)	21%	20%	23%	24%	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%	5%	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	0.44	0.45
总资产/股本	4.53	4.45	4.43	4.46	4.51
收入对利息倍数	15.9	15.9	16.8	17.3	17.6

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	40,660	44,450	47,664
融资成本	12,011	(34,721)	5,457	2,319	(1,834)
营运资金变化	(14,183)	31,006	(4,953)	(1,843)	1,958
所得税	(1,218)	(643)	(3,085)	(4,110)	(4,939)
营运现金流	29,197	28,728	38,080	40,816	42,848
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	3,527	4,700	5,648
其他融资活动	(61,400)	(6,560)	(15,483)	(20,981)	(22,612)
融资活动现金流	4,013	(2,243)	(16,155)	(17,281)	(17,964)
现金变化	1,462	6,109	(5,449)	660	4,008
期初持有现金	7,811	9,282	15,418	9,968	10,628
汇率变动	10	26	0	0	0
期末持有现金	9,282	15,418	9,968	10,628	14,635

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無雇員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

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>