

火电业务亏损，新能源利润亮眼

华泰研究

2022年7月29日 | 中国香港

中报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

4.53

研究员

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

王玮嘉

wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

研究员

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

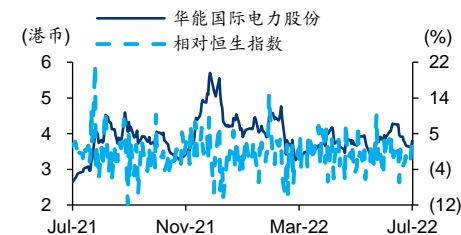
黄波

huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

基本数据

目标价(港币)	4.53
收盘价(港币 截至7月28日)	3.79
市值(港币百万)	57,455
6个月平均日成交额(港币百万)	261.08
52周价格范围(港币)	2.53-5.74
BVPS(人民币)	7.20

股价走势图



资料来源: S&P

火电利润承压，新能源利润亮眼

华能国际(HPI)7月26日发布1H22中报,录得收入/归母净利润1,168.7/-32.2亿元(同比+22.7%/-176.9%)。我们将2022/2023/2024年归母净利润预测下调至33.6/81.7/99.9亿元(前值:83.1/106.62/124.51亿元)。我们看好公司新能源业务下半年的表现,并认为公司火电业务下半年有望修复,给予0.9x 2022年预测PB,较其历史均值(0.5x)高3个标准差,上调目标价至4.53港币(前值:4.00港币)。维持“买入”。

疫情影响下火电发电量同比下滑,2Q22煤价环比小幅上涨

公司1H22/2Q22火电上网发电量为1,792/792亿千瓦时,受疫情影响同比下降8/18%。上半年平均上网电价为505.69元/MWh(同比增长20.7%),二季度为510.21元/MWh(环比增长2%)。电价同比大幅提升主要系公司煤电市场化电价大幅提升。而上半年单位燃料成本同比上涨50.5%至376.70元/MWh,高于一季度的361.01元/MWh。根据我们的测算,二季度火电度电亏损环比扩大至0.07元左右。随着发改价格[2022]303号文的更严格执行,我们认为公司火电盈利将在2H22有所改善。

新能源新增装机发力,2Q22新能源利润亮眼

一季度公司新增控股风电/光伏装机1.49/0.86GW;二季度公司新增控股风电/光伏装机0.45/0.28GW;一季度大量新能源装机投产有利于公司全年新能源利润释放。二季度风电/光伏上网电量分别同比增长43.5/77.4%。此外,公司今年上半年收回可再生能源补贴欠款约86亿元,丰沛了现金流。

目标价上调至4.53港币,维持“买入”

由于上半年公司燃煤成本仍较高,我们上调公司22年全年入炉标煤单价至1,088元/吨(前值:939元/吨),并将2022-2024年归母净利润预测下调至33.6/81.7/99.9亿元。将486亿元永续债从归母净权益中扣除后,我们预计公司2022年BPS为4.32元。我们给予公司0.9x 2022E PB,对应目标价为4.53港币(前值:4.00港币,基于0.70x 2022E PB)。

风险提示:煤价高于预期;市场化电价上涨/利用小时/风光新项目投产不及预期;计提资产减值风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	169,446	204,605	230,509	235,746	240,890
+/-%	(2.62)	20.75	12.66	2.27	2.18
归属母公司净利润(人民币百万)	2,378	(10,636)	3,355	8,170	9,990
+/-%	210.28	(547.30)	(131.55)	143.49	22.27
EPS(人民币,最新摊薄)	0.15	(0.68)	0.21	0.52	0.64
ROE(%)	1.99	(8.76)	2.92	6.83	7.94
PE(倍)	20.35	(4.55)	14.42	5.92	4.84
PB(倍)	0.37	0.43	0.42	0.39	0.38
EV EBITDA(倍)	9.55	25.38	10.96	9.32	8.96

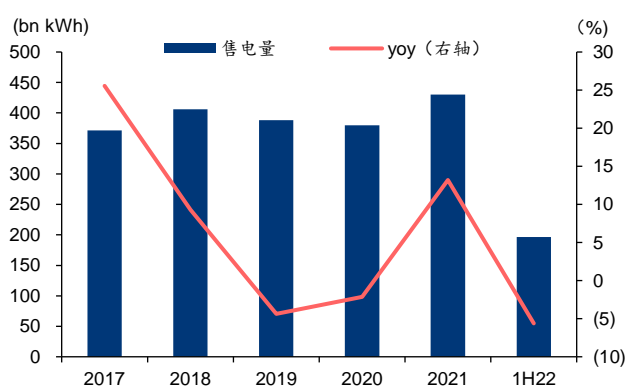
资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 公司单位燃料成本及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 公司售电量及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰研究

盈利预测调整

1H22 公司平均上网电价为 505.69 元/兆瓦时, 同比增长 20.7%; 对应 2Q22 为 510.21 元/兆瓦时, 环比提升 8 元/兆瓦时。我们认为公司平均上网电价上涨主要系由于煤电市场化交易电价大幅提升, 因此上调公司 2022-2024 年煤电上网电价 7%。然而, 1H22 公司入炉标煤单价仍处于高位, 我们预计公司下半年入炉标煤单价走势主要取决于公司煤炭长协 (在发改委价格区间 570-770 元/吨) 的执行情况, 因此上调公司 2022-2024 年入炉标煤单价至 1088/1053/1053 元/吨。综上, 下调公司 2022-2024 年归母净利润 60%/23%/20%。

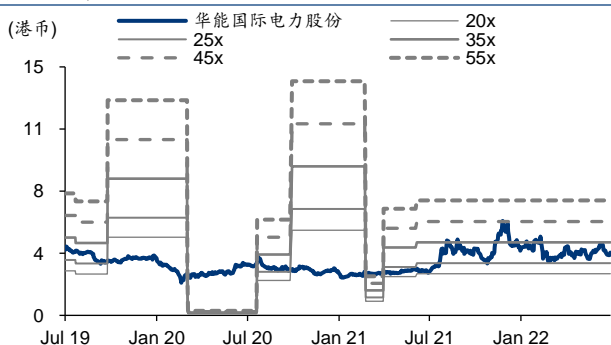
图表3: 盈利预测调整表

	新			旧			变动%		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	230,509	235,746	240,890	228,046	233,400	238,663	1%	1%	1%
煤电上网电价 (元/千瓦时)	0.489	0.489	0.489	0.456	0.456	0.456	7%	7%	7%
营业成本 (百万元)	215,306	211,288	212,229	203,474	204,348	205,492	6%	3%	3%
入炉标煤单价 (元/吨)	1,088	1,053	1,053	939	939	939	16%	12%	12%
归母净利润 (百万元)	3,355	8,170	9,990	8,311	10,662	12,451	-60%	-23%	-20%

资料来源: 华泰研究预测

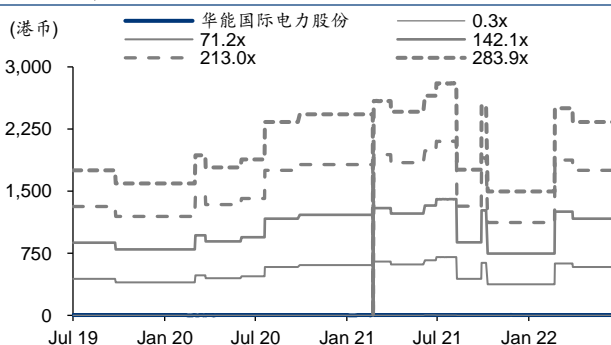
风险提示: 煤价高于预期; 市场化电价上涨/利用小时/风光新项目投产不及预期; 计提资产减值风险。

图表4: 华能国际电力股份 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 华能国际电力股份 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	169,446	204,605	230,509	235,746	240,890
销售成本	(155,734)	(211,973)	(215,306)	(211,288)	(212,229)
毛利润	13,712	(7,367)	15,203	24,458	28,661
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(1,794)	(1,686)	(1,900)	(1,943)	(1,985)
财务成本净额	(8,908)	(8,510)	(8,798)	(8,824)	(9,512)
应占联营公司利润及亏损	1,774	804.39	1,397	1,397	1,397
税前利润	4,774	(15,121)	6,402	15,589	19,061
税费开支	(2,163)	1,930	(2,241)	(5,456)	(6,671)
少数股东损益	232.71	(2,555)	805.95	1,962	2,400
净利润	2,378	(10,636)	3,355	8,170	9,990
折旧和摊销	(22,146)	(22,270)	(23,178)	(23,646)	(24,418)
EBITDA	35,828	15,660	38,379	48,058	52,991
EPS (人民币, 基本)	0.15	(0.68)	0.21	0.52	0.64

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	6,602	16,824	6,971	16,380	7,075
应收账款和票据	45,524	58,577	58,704	61,241	61,321
现金及现金等价物	13,258	15,555	10,410	10,349	9,659
其他流动资产	753.49	1,515	1,515	1,515	1,515
总流动资产	66,138	92,471	77,599	89,486	79,569
固定资产	248,590	320,590	346,012	374,866	407,447
无形资产	6,210	6,028	6,028	6,028	6,028
其他长期资产	128,967	81,683	83,080	84,476	85,873
总长期资产	383,767	408,300	435,119	465,370	499,349
总资产	449,905	500,771	512,718	554,856	578,918
应付账款	15,778	25,774	16,431	24,987	16,616
短期借款	105,543	125,378	126,378	129,378	131,378
其他负债	32,727	35,246	35,246	35,246	35,246
总流动负债	154,048	186,398	178,055	189,611	183,240
长期债务	136,265	172,393	188,522	210,650	232,778
其他长期债务	7,975	8,421	8,421	8,421	8,421
总长期负债	144,240	180,815	196,943	219,071	241,199
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
储备/其他项目	114,148	97,350	100,705	107,198	113,103
股东权益	129,846	113,048	116,403	122,896	128,801
少数股东权益	21,770	20,510	21,316	23,279	25,678
总权益	151,616	133,558	137,719	146,174	154,479

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	20.35	(4.55)	14.42	5.92	4.84
PB	0.37	0.43	0.42	0.39	0.38
EV EBITDA	9.55	25.38	10.96	9.32	8.96
股息率 (%)	5.53	0.00	3.28	8.00	9.78
自有现金流收益率 (%)	16.49	(178.19)	(29.67)	(32.05)	(25.74)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	35,828	15,660	38,379	48,058	52,991
融资成本	8,908	8,510	8,798	8,824	9,512
营运资本变动	(4,830)	(13,279)	383.91	(3,392)	855.37
税费	(2,163)	1,930	(2,241)	(5,456)	(6,671)
其他	4,244	(6,788)	(10,195)	(10,221)	(10,908)
经营活动现金流	41,987	6,033	35,125	37,813	45,778
CAPEX	(16,373)	(94,270)	(48,600)	(52,500)	(57,000)
其他投资活动	(25,864)	51,994	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(42,237)	(42,276)	(48,600)	(52,500)	(57,000)
债务增加量	(4,424)	55,963	17,128	25,128	24,128
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,119)	(2,826)	0.00	(1,678)	(4,085)
其他融资活动现金流	8,347	(13,752)	(8,798)	(8,824)	(9,512)
融资活动现金流	1,804	39,386	8,330	14,627	10,531
现金变动	1,554	3,143	(5,145)	(60.12)	(690.65)
年初现金	12,443	13,258	15,555	10,410	10,349
汇率波动影响	(739.09)	(846.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	13,258	15,555	10,410	10,349	9,659

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	(2.62)	20.75	12.66	2.27	2.18
毛利润	(3.51)	(153.73)	(306.36)	60.87	17.18
营业利润	(3.71)	(161.82)	(280.57)	69.24	18.48
净利润	210.28	(547.30)	(131.55)	143.49	22.27
EPS	210.28	(547.30)	(131.55)	143.49	22.27
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	8.09	(3.60)	6.60	10.37	11.90
EBITDA	21.14	7.65	16.65	20.39	22.00
净利润率	1.40	(5.20)	1.46	3.47	4.15
ROE	1.99	(8.76)	2.92	6.83	7.94
ROA	0.54	(2.24)	0.66	1.53	1.76
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	176.02	249.64	261.58	268.26	275.23
流动比率	0.43	0.50	0.44	0.47	0.43
速动比率	0.39	0.41	0.40	0.39	0.40
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.39	0.43	0.45	0.44	0.42
应收账款周转天数	89.24	91.58	91.58	91.58	91.58
应付账款周转天数	36.56	35.28	35.28	35.28	35.28
存货周转天数	17.90	19.89	19.89	19.89	19.89
现金转换周期	70.58	76.19	76.19	76.19	76.19
每股指标 (人民币)					
EPS	0.15	(0.68)	0.21	0.52	0.64
每股净资产	8.27	7.20	7.42	7.83	8.20

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司