

持有

火电盈利显著修复，风电利润稳定增长

华能国际 (902.HK)

2024-04-25 星期四

投资要点

目标价: **5.89 港元**

现价: 5.03 港元

预计升幅: 17%

重要数据

日期	2024-04-24
收盘价 (港元)	5.03
总股本 (百万股)	15,698
总市值 (亿港元)	1,415
净资产 (百万元)	195,069
总资产 (百万元)	601,648
52 周高低 (港元)	5.43/3.22
每股净资产 (港元)	3.99

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 (9.91%)

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

➤ 2024Q1 盈利 45.96 亿元人民币，同比增长 104.25%:

2024 年第一季度，根据中国会计准则，公司营业收入约 653.67 亿元(人民币,下同)，同比增加 0.15%；归属股东净利润约 45.96 亿元，同比增加 104.25%；基本每股收益 0.25 元。公司一季度业绩表现亮丽，特别是煤电利润显著修复。2024Q1 公司煤机实现利润总额 28.25 亿元（2023Q1 为亏损 0.7 亿元），煤机度电利润约为 3.1 分。在煤机平均结算单价下降 3.99% 的情况下，公司煤机盈利大幅扭亏主要受益煤价下行，2024Q1 公司标煤单价和单位燃料成本均下降 13%。

➤ 2024 年规划新增风光装机 10GW，风电利润保持稳定增长:

截至 2024Q1，风电光伏发电装机容量达到 3021.7 万千瓦，低碳清洁能源装机占比增加到 32%。近年来，公司绿电装机明显提速，2023 年公司新能源新增约 8.86GW，2024 年公司规划新增风光 10GW，其中一季度公司基建新增装机容量 160.6 万千瓦，预计大部分将在四季度投产。2024Q1 公司风电实现利润总额 24.14 亿元，同比增长 25.41%，因此 2024 年煤电和风电将是公司利润贡献的核心稳定来源。

➤ 煤电长期合理收益得到保障，支撑公司分红率水平:

基于煤炭价格趋势，中长协电价以及容量电价的执行，煤电长期合理收益得到有效保障，盈利从过去的周期性波动开始趋向稳定。随着盈利趋稳以及现金流改善，电力公司开始提升分红率，将进一步增强电力行业公用事业属性，未来估值提升值得期待。2023 年公司扭亏为盈后，派息率达到 57.14%，预期 2024 年煤电盈利的改善将进一步支撑派息水平。

➤ 更新目标价至 5.89 港元，给予持有评级:

我们更新公司目标价至 5.89 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7 倍和 6.3 倍和 PE，目标价较现价有 17% 上升空间，给予持有评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	246,725	254,397	267,329	273,506	274,097
同比增长(%)	20.6%	3.1%	5.1%	2.3%	0.2%
归属股东净利润	(8,026)	8,357	11,980	13,320	14,239
同比增长(%)	-24.5%	204.1%	43.4%	11.2%	6.9%
每股盈利(人民币分)	(65.00)	35.00	76.32	84.85	90.70
PE@5.03HKD	-7.0	13.0	6.0	5.4	5.0
每股股息(人民币分)	0.0	20.0	38.2	42.4	45.4
股息率	0.00%	4.38%	8.36%	9.30%	9.94%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2024Q1 盈利 45.96 億元人民幣，同比增長 104.25%：

2024 年第一季度，根據中國會計準則，公司營業收入約 653.67 億元(人民幣,下同)，同比增加 0.15%；歸屬股東淨利潤約 45.96 億元，同比增加 104.25%；基本每股收益 0.25 元。公司一季度業績表現亮麗，特別是煤電利潤顯著修復。2024Q1 公司煤機實現利潤總額 28.25 億元（2023Q1 為虧損 0.7 億元），煤機度電利潤約為 3.1 分。在煤機平均結算單價下降 3.99% 的情況下，公司煤機盈利大幅扭虧主要受益煤價下行，2024Q1 公司標煤單價和單位燃料成本均下降 13%。

2024 年規劃新增風光裝機 10GW，風電利潤保持穩定增長：

截至 2024Q1，風電光伏發電裝機容量達到 3021.7 萬千瓦，低碳清潔能源裝機占比增加到 32%。近年來，公司綠電裝機明顯提速，2023 年公司新能源新增約 8.86GW，2024 年公司規劃新增風光 10GW，其中一季度公司基建新增裝機容量 160.6 萬千瓦，預計大部分將在四季度投產。2024Q1 公司風電實現利潤總額 24.14 億元，同比增長 25.41%，因此 2024 年煤電和風電將是公司利潤貢獻的核心穩定來源。

煤電長期合理收益得到保障，支撐公司分紅率水平：

基於煤炭價格趨勢，中長協電價以及容量電價的執行，煤電長期合理收益得到有效保障，盈利從過去的周期性波動開始趨向穩定。隨著盈利趨穩以及現金流改善，電力公司開始提升分紅率，將進一步增強電力行業公用事業屬性，未來估值提升值得期待。2023 年公司扭虧為盈後，派息率達到 57.14%，預期 2024 年煤電盈利的改善將進一步支撐派息水平。

更新目標價至 5.89 港元，給予持有評級：

我們更新公司目標價至 5.89 港元，相當於 2024 年和 2025 年 7 倍和 6.3 倍 PE，目標價較現價有 17% 上升空間，給予持有評級。

風險提示：

煤價大幅上漲

電價下調，限電率上升

電量增速不達預期

新增裝機不及預期

表 1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
2380.HK	中国电力	HKD	3.18	393	11.6	7.3	5.6	4.6	0.7	0.7	0.7	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	19.68	947	8.6	6.5	5.6	4.9	1.1	1.0	0.9	0.8
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.32	100	4.8	-	-	-	0.8	-	-	-
0182.HK	协合新能源	HKD	0.60	49	4.6	3.9	3.6	3.5	0.5	0.5	0.5	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.24	285	5.6	4.7	4.1	3.5	0.6	-	-	-
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.63	119	3.9	4.5	4.2	4.0	0.6	1.0	0.9	0.8
0991.HK	大唐发电	HKD	1.51	505	17.6	-	-	-	0.9	-	-	-
0916.HK	龙源电力	HKD	5.92	1,198	7.1	5.0	4.3	4.4	0.6	0.6	0.7	0.5
1071.HK	华电国际	HKD	4.24	713	8.5	6.1	6.0	5.6	1.0	-	-	-
平均					8.0	5.4	4.8	4.4	0.8	0.8	0.7	0.6
0902.HK	华能国际	HKD	5.03	1,415	13.0	6.0	5.4	5.0	1.3	0.6	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

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
收入	246,725	254,397	267,329	273,506	274,097
经营成本	(247,657)	(234,201)	(237,009)	(240,597)	(242,169)
经营利润	(2,375)	18,561	28,117	30,654	29,669
其他收入	0	0	1	2	3
行政费用	(16,148)	(17,762)	(18,650)	(19,583)	(20,562)
财务开支	(9,826)	(9,375)	(9,458)	(9,788)	(9,162)
应占联营公司利润	0	0	1	2	3
其他开支	(15,683)	(17,765)	(18,121)	(18,483)	(18,853)
税前盈利	(10,814)	12,477	20,054	22,296	21,973
所得税	(159)	(3,708)	(5,959)	(6,626)	(6,153)
少数股东应占利润	(2,946)	412	2,114	2,351	1,582
净利润	(8,026)	8,357	11,980	13,320	14,239
折旧及摊销	(24,380)	(25,492)	(26,002)	(26,522)	(26,525)
EBITDA	23,392	47,345	55,512	58,603	57,654
增长					
总收入 (%)	21%	3%	5%	2%	0%
EBITDA (%)	46%	102%	17%	6%	-2%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
现金	16,517	16,151	17,774	17,344	19,221
应收账款	42,654	47,141	48,233	49,348	49,454
存货	12,702	11,899	12,494	13,119	13,775
其他流动资产	14,849	15,553	16,247	16,621	16,657
流动资产	86,722	90,744	94,748	96,431	99,108
固定资产	336,127	368,676	392,589	413,810	431,310
其他固定资产	89,373	90,896	92,827	94,006	93,854
非流动资产	425,500	459,572	485,415	507,816	525,164
总资产	512,222	550,316	580,163	604,247	624,272
流动负债	171,333	163,999	177,346	179,215	180,157
应付账款	54,473	59,851	65,069	66,054	66,485
短期银行贷款	102,703	78,309	80,508	79,001	78,525
其他短期负债	14,157	25,839	31,770	34,161	35,147
非流动负债	205,572	206,962	218,560	230,893	244,006
长期银行贷款	151,678	162,348	172,089	182,414	193,359
其他负债	53,895	44,614	46,471	48,479	50,647
总负债	376,906	370,962	395,906	410,109	424,163
少数股东权益	19,652	40,591	40,997	41,407	41,821
股东权益	115,665	138,763	143,260	152,731	158,287
每股账面值(元)	7.37	8.84	9.13	9.73	10.08
营运资金	(84,611)	(73,255)	(82,598)	(82,784)	(81,049)

财务分析

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
经营利润率 (%)	-1%	7%	11%	11%	11%
EBITDA 利率 (%)	9%	19%	21%	21%	21%
净利率 (%)	-3%	3%	4%	5%	5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	7%	7%	7%	7%	8%
实际税率 (%)	-1%	30%	30%	30%	28%
股息支付率 (%)	0%	57%	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 (%)	-7%	6%	8%	9%	9%
ROA (%)	-2%	2%	2%	2%	2%
财务状况					
净负债/股本	2.1	1.6	1.6	1.6	1.6
收入/总资产	0.48	0.46	0.46	0.45	0.44
总资产/股本	4.43	3.97	4.05	3.96	3.94
收入对利息倍数	25.1	27.1	28.3	27.9	29.9

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA	23,392	47,345	55,512	58,603	57,654
融资成本	(30)	(9,496)	5,430	(2,817)	(7,572)
营运资金变化	9,316	11,356	(9,343)	(186)	1,735
所得税	(159)	(3,708)	(5,959)	(6,626)	(6,153)
营运现金流	32,520	45,497	45,640	48,974	45,664
资本开支	(40,585)	(44,643)	(49,108)	(51,563)	(54,141)
其他投资活动	755	(9,886)	733	725	718
投资活动现金流	(39,830)	(54,529)	(48,375)	(50,838)	(53,423)
负债变化	6,497	(15,670)	10,886	13,244	14,010
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	3,140	5,990	6,660	7,119
其他融资活动	1,335	21,251	(12,518)	(18,471)	(11,493)
融资活动现金流	7,831	8,720	4,358	1,434	9,636
现金变化	521	(312)	1,623	(430)	1,877
期初持有现金	15,555	16,517	16,151	17,774	17,344
汇率变动	441	(54)	0	0	0
期末持有现金	16,517	16,151	17,774	17,344	19,221

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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17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>