

买入

电价上浮限制逐步放开，煤价上涨压力有望缓解

华能国际 (902.HK)

2021-09-23 星期四

投资要点

目标价: **5.88 港元**
 现价: 3.94 港元
 预计升幅: 49%

➤ 加快新能源转型，2021 年计划新增风光 8.34GW:

十四五期间，公司将加快新能源转型，计划每年新增风电和光伏装机 8GW 以上，到 2025 年末，分别实现风电装机 29GW (CAGR 为 29%)，光伏装机 26GW (CAGR 为 59.6%) 目标；2021 年，公司计划新能源新增投产 8.34GW，其中风电项目为 5.58GW、光伏项目为 2.76GW。预计 2021 年底，公司可再生能源权益装机容量将达 19GW。

重要数据

日期	2021-09-21
收盘价 (港元)	3.94
总股本 (百万股)	15,698
总市值 (百万港元)	115,415
净资产 (百万元)	153,017
总资产 (百万元)	459,537
52 周高低 (港元)	4.91/2.26
每股净资产 (元)	5.2

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 国家出台多项电煤保供措施，稳定煤价:

近期国家发改委、能源局建立电煤保供工作专班，将实行淡旺季差别化存煤制度的电厂纳入重点保障范围，确保牢牢守住电厂 7 天安全存煤底线。电厂运行过程中电煤库存可用天数低于 7 天时，立即启动重点保供机制，相关部门和重点企业将在煤源、运力等方面予以重点协调保障。该项政策有利调动盘活库存资源，未来随着中长期合同等稳定煤炭供应和价格长效机制逐步完善，煤炭保障能力将明显增强，可以缓解电煤需求波动与煤炭均衡生产之间的矛盾，促进电煤持续供应和价格稳定。

➤ 多地放开电价上浮限制，缓解煤价上涨压力:

2021 年以来，煤价持续走高，火电行业面临大面积亏损、发电意愿不足，全社会用电量上涨，电力供需紧张形势不断加剧。为保障全社会用电以及火电行业稳定发展，国家鼓励用足各地用足 10% 标杆电价上浮幅度。2021 年 7-8 月以来，内蒙、宁夏、上海等多地政府陆续发文允许交易电价基准上浮不超过 10%。结合市场煤价，预计煤电上网电价可提升约 5-6 分/千瓦时。电价上涨将有助缓解煤电企业发电压力，保障电力供应。

➤ 给予买入评级，目标价 5.88 港元:

我们更新公司目标价 5.88 港元，相当于 2021 年和 2022 年 12 倍和 11.4 倍 PE，目标价较现价有 49% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	174,009	169,446	182,980	194,303	205,402
同比增长(%)	2.6%	-2.6%	8.0%	6.2%	5.7%
归属股东净利润	766	2,378	6,354	6,728	7,075
同比增长(%)	4.3%	210.3%	167.2%	5.9%	5.2%
每股盈利(人民币分)	1.00	15.15	40.47	42.86	45.07
PE@3.94HKD	327.7	21.6	8.1	7.6	7.3
每股股息(人民币分)	13.5	7.6	20.2	21.4	22.5
股息率	4.12%	2.31%	6.18%	6.54%	6.88%

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 (10.30%)

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

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

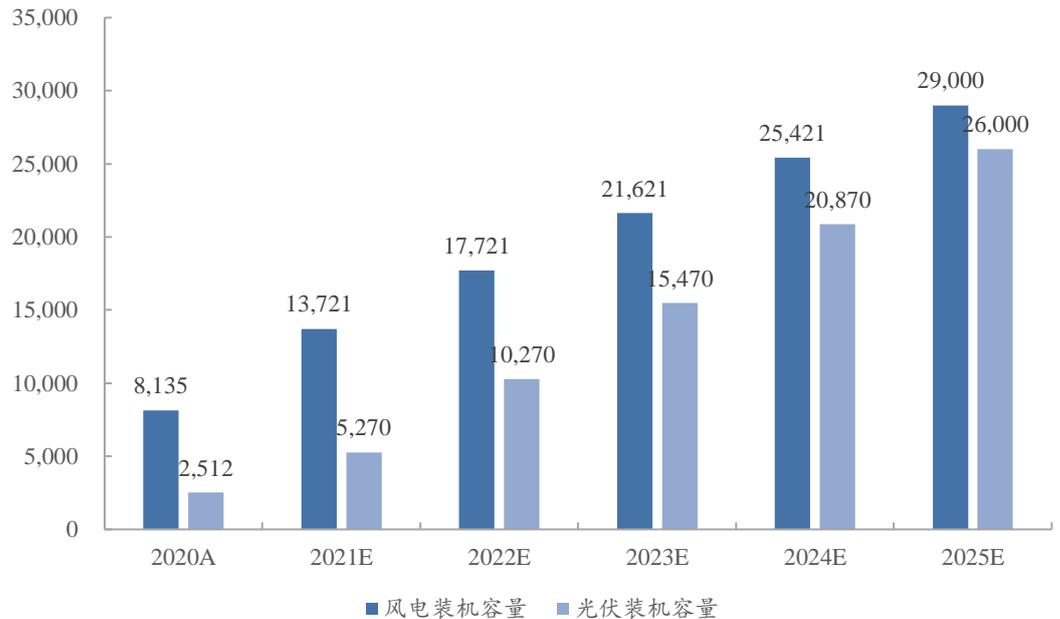
Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

加快新能源转型，2021 年计划新增风光 8.34GW：

十四五期间，公司将大力发展新能源项目，推进煤电向新能源发电转型。在未来五年，公司将同时坚持新能源分布式和集中式并重，并以自建为主，计划每年新增风电和光伏装机 8GW 以上，到 2025 年末，分别实现风电装机 29GW（CAGR 为 29%），光伏装机 26GW（CAGR 为 59.6%）目标；2021 年，公司计划新能源新增投产 8.34GW，其中风电项目为 5.58GW、光伏项目为 2.76GW。截至 2021 年 6 月 31 日，公司新能源在建规模中，风电项目为 3.92 GW；光伏为 1.16GW；预计 2021 年底，公司可再生能源权益装机容量将达 19GW。

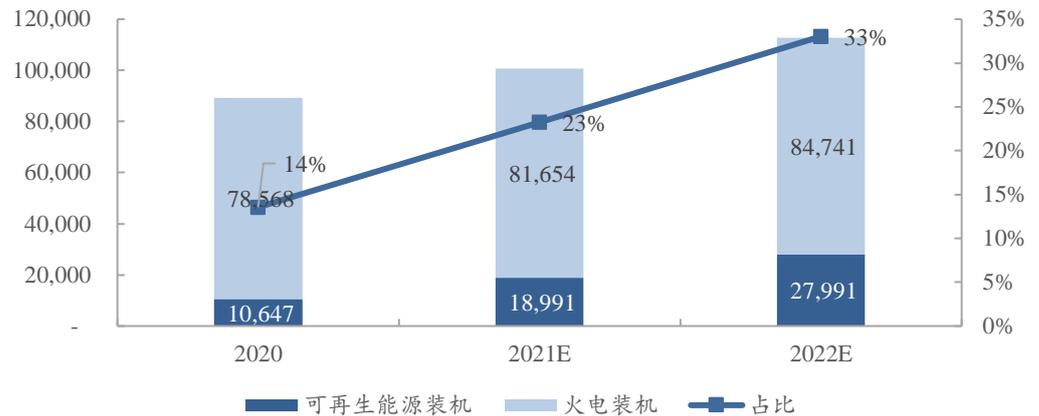
图 1：公司“十四五”新能源装机预测（MW）



数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

国家出台多项电煤保供措施，稳定煤价：

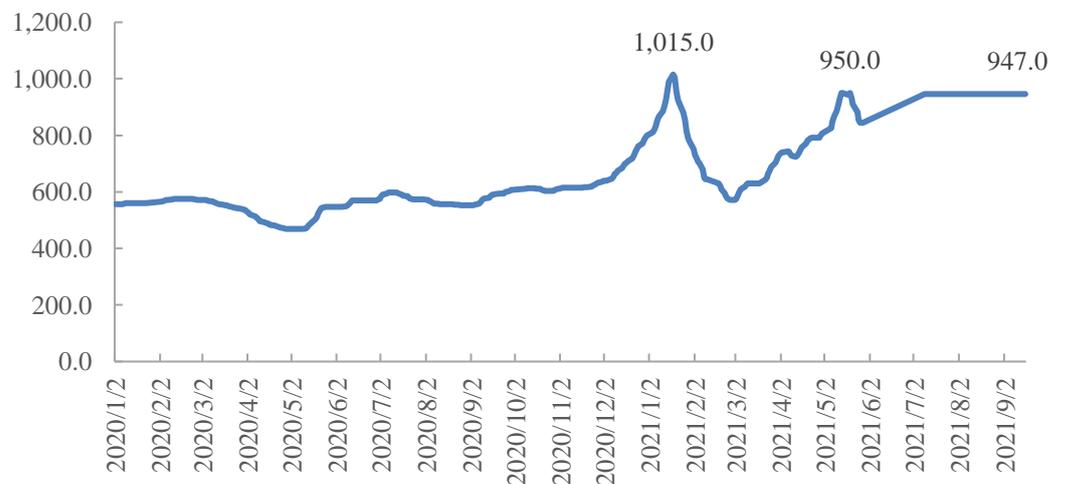
近期国家发改委、能源局建立电煤保供工作专班，将实行淡旺季差别化存煤制度的电厂纳入重点保障范围，确保牢牢守住电厂 7 天安全存煤底线。电厂运行过程中电煤库存可用天数低于 7 天时，立即启动重点保供机制，相关部门和重点企业将在煤源、运力等方面予以重点协调保障。完善燃煤电厂安全存煤要求，对于调动盘活库存资源，稳定煤炭价格，提升能源安全供应水平具有十分重要的意义。未来随着中长期合同等稳定煤炭供应和价格长效机制逐步完善，煤炭保障能力将明显增强，可以缓解电煤需求波动与煤炭均衡生产之间的矛盾，促进电煤持续供应和价格稳定。

图 2：公司装机比例预测（MW）


数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

多地放开电价上浮限制，缓解煤价上涨压力：

2021 年以来，煤价持续走高，截至 2021 年 9 月 16 日，环渤海 CCI5500 指数平均值为 825 元/吨，较去年同期 550 元/吨大幅上涨 50%。煤价高企使得火电行业面临大面积亏损、发电意愿不足，全社会用电量上涨，电力供需紧张形势不断加剧。为保障全社会用电以及火电行业稳定发展，国家鼓励用足各地用足 10% 标杆电价上浮幅度。2021 年 7-8 月以来，内蒙、宁夏、上海等多地政府陆续发文允许交易电价基准上浮不超过 10%。结合市场煤价，预计煤电上网电价可提升约 5-6 分/千瓦时。电价上涨将有助缓解煤电企业发电压力，保障电力供应。

图 3：CCI5500 动力煤价格指数


数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

给予买入评级，目标价 5.88 港元：

我们更新公司目标价 5.88 港元，相当于 2021 年和 2022 年 12 倍和 11.4 倍 PE，目标价较现价有 49% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

煤价大幅上涨、电价下调、电量增速不达预期

表 1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
2380.HK	中国电力	HKD	3.30	324	15.9	13.0	11.1	9.2	0.8	0.8	0.8	0.8
0836.HK	华润电力	HKD	19.96	960	12.7	11.5	9.4	8.1	1.1	1.0	1.0	0.9
1811.HK	中广核新能源	HKD	5.76	247	19.7	13.9	11.6	10.4	2.4	2.5	2.1	1.8
0182.HK	协合新能源	HKD	0.77	65	8.1	6.4	5.1	4.1	0.8	0.7	0.7	0.6
0956.HK	新天绿色能源	HKD	6.46	590	13.9	10.3	9.1	7.9	1.4	1.4	1.3	1.2
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.89	210	14.9	9.8	8.6	7.1	0.6	0.6	0.6	0.7
0991.HK	大唐发电	HKD	1.34	564	7.0	7.5	7.0	6.4	0.5	0.4	0.4	0.3
0916.HK	龙源电力	HKD	16.80	1,350	24.0	19.3	16.8	14.8	1.8	1.8	1.7	1.5
1071.HK	华电国际	HKD	2.78	541	5.5	4.7	3.9	4.1	0.3	0.3	0.3	0.3
平均					13.5	10.7	9.2	8.0	1.1	1.1	1.0	0.9
0902.HK	华能国际	HKD	3.94	1,154	21.9	12.1	11.4	10.8	0.4	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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	174,009	169,446	182,980	194,303	205,402
经营成本	(159,799)	(155,734)	(160,915)	(170,872)	(180,633)
经营利润	12,378	11,918	20,128	21,373	22,594
其他收入	0	0	0	0	0
行政费用	(13,515)	(14,503)	(14,986)	(15,913)	(16,822)
财务开支	(10,973)	(9,100)	(9,769)	(10,313)	(10,888)
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
其他开支	(16,879)	(20,300)	(1,697)	(3,129)	(4,145)
税前盈利	3,119	4,774	12,458	13,193	13,873
所得税	(2,011)	(2,163)	(4,983)	(5,277)	(5,549)
少数股东应占利润	342	233	1,121	1,187	1,249
净利润	766	2,378	6,354	6,728	7,075
折旧及摊销	(21,865)	(22,146)	(22,883)	(24,299)	(25,687)
EBITDA	35,958	36,020	45,110	47,805	50,448
增长					
总收入 (%)	3%	-3%	8%	6%	6%
EBITDA (%)	9%	0%	25%	6%	6%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	13,306	13,872	14,542	15,763	16,644
应收账款	32,269	38,216	41,268	43,822	46,325
存货	8,883	6,602	6,822	7,244	7,658
其他流动资产	6,323	7,448	8,033	8,523	9,003
流动资产	60,781	66,138	70,666	75,352	79,630
固定资产	285,623	300,171	314,716	329,666	345,044
其他固定资产	81,846	83,596	89,250	100,116	110,889
非流动资产	367,469	383,767	403,966	429,782	455,933
总资产	428,250	449,905	474,632	505,133	535,563
流动负债	141,620	154,048	163,936	178,761	192,633
应付帐款	37,270	42,755	44,178	46,911	49,591
短期银行贷款	85,777	86,119	90,425	94,947	99,694
其他短期负债	18,573	25,173	29,332	36,903	43,347
非流动负债	156,251	144,240	152,370	161,009	170,188
长期银行贷款	115,365	112,077	118,802	125,930	133,486
其他负债	40,886	32,163	33,568	35,079	36,702
总负债	297,871	298,288	316,305	339,770	362,821
少数股东权益	21,575	21,770	21,988	22,208	22,430
股东权益	108,804	129,846	136,338	143,155	150,313
每股账面值(元)	6.93	8.27	8.69	9.12	9.58
营运资金	(80,839)	(87,910)	(93,270)	(103,410)	(113,002)

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
经营利润率 (%)	7%	7%	11%	11%	11%
EBITDA 利率 (%)	21%	21%	25%	25%	25%
净利率 (%)	0%	1%	3%	3%	3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	8%	9%	8%	8%	8%
实际税率 (%)	64%	45%	40%	40%	40%
股息支付率 (%)	70%	50%	50%	50%	50%
库存周转	20	15	15	15	15
应付账款天数	85	100	100	100	100
应收账款天数	68	82	82	82	82
ROE (%)	1%	2%	5%	5%	5%
ROA (%)	0%	1%	1%	1%	1%
财务状况					
净负债/股本	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
收入/总资产	0.41	0.38	0.39	0.38	0.38
总资产/股本	3.94	3.46	3.48	3.53	3.56
收入对利息倍数	15.9	18.6	18.7	18.8	18.9

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	35,958	36,020	45,110	47,805	50,448
融资成本	7,810	15,202	14,405	11,144	9,272
营运资金变化	(4,432)	(7,071)	(5,360)	(10,140)	(9,593)
所得税	(2,011)	(2,163)	(4,983)	(5,277)	(5,549)
营运现金流	37,324	41,987	49,173	43,532	44,578
资本开支	(31,383)	(42,558)	(42,558)	(42,558)	(42,558)
其他投资活动	2,349	321	318	315	312
投资活动现金流	(29,034)	(42,237)	(42,240)	(42,244)	(42,247)
负债变化	(8,103)	(4,095)	10,040	10,609	11,211
股本变化	0	0	0	0	0
股息	536	1,189	3,177	3,364	3,538
其他融资活动	(3,762)	4,710	(18,865)	(14,042)	(16,199)
融资活动现金流	(11,328)	1,804	(5,648)	(68)	(1,450)
现金变化	(3,038)	1,554	1,285	1,220	881
期初持有现金	15,418	12,443	13,258	14,542	15,763
汇率变动	64	(739)	0	0	0
期末持有现金	12,443	13,258	14,542	15,763	16,644

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。