

## 买入

## Q2 业绩不佳受多重因素影响，现金流改善利好分红

**华能国际 (902.HK)**

2024-08-08 星期四

### 投资要点

目标价: **5.69 港元**  
 现价: 4.62 港元  
 预计升幅: 23%

#### ➤ 2024Q2 业绩低于预期受多方面因素影响:

2024H1 公司实现收入为人民币 1188.06 亿元，同比下降 5.73%；归母净利润为人民币 77.75 亿元，同比增长 19.8%；每股收益为人民币 0.40 元，2024Q2 实现收入为人民币 534 亿元，同比下降 12%；归母净利润约为人民币 29 亿元，同比下降 30%。公司 Q2 业绩低于预期受多方面因素影响：1) 火电机组检修，水电挤压带来火电电量下降；2) Q2 供暖季结束，供热贡献减少，同时供电煤耗增加，带来煤机边际贡献环比下降；3) 二季度风资源不佳，带来风电利润下降；4) 新加坡大士去年同期电价和利润高基数，今年回归正常，税前利润同比下降 40%；5) 二季度一些科研的项目开始逐步进入实施阶段，研发支出和管理费用环比增加。

#### ➤ 上半年新能源限电上升电价下行，全年新增 10GW 装机目标不变:

2024 年上半年公司风电限电率 5.56%，同比上升 1.16 个百分点；光伏限电率是 6.05%，同比上升 3.42 个百分点；2024 年上半年风电平均结算电价为 511.89 元/兆瓦时，同比下降 6.04%；光伏平均结算电价为 426.98 元/兆瓦时，同比下降 9.77%。根据公司新能源投资决策的收益标准，目前新增项目的收益率基本稳定，公司维持全年新增 10GW 装机目标不变。

#### ➤ 经营现金流大幅改善，有利支撑全年分红派息:

上半年公司经营净现金流入达到人民币 236.03 亿元，同比增加 71.53%，截至 2024 年 6 月 30 日，公司现金余额达到人民币 203 亿元。公司上市以来一直保持分红传统，公司章程也规定在正常盈利情况下，现金分红比例不低于 50%，期待公司现金流改善后全年分红情况。

#### ➤ 更新目标价至 5.69 港元，给予买入评级:

我们更新公司目标价至 5.69 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7.2 倍和 6.3 倍和 PE，目标价较现价有 23% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	246,725	254,397	266,140	272,655	272,951
同比增长(%)	20.6%	3.1%	4.6%	2.4%	0.1%
归属股东净利润	(8,026)	8,357	11,276	12,816	13,503
同比增长(%)	-24.5%	204.1%	34.9%	13.7%	5.4%
每股盈利(人民币分)	(65.00)	35.00	71.83	81.64	86.01
PE@4.62HKD	-6.4	12.0	5.8	5.1	4.9
每股股息(人民币分)	0.0	20.0	35.9	40.8	43.0
股息率	0.00%	4.77%	8.57%	9.74%	10.26%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 重要数据

日期	2024-08-07
收盘价(港元)	4.62
总股本(亿股)	157
总市值(亿港元)	1,123
净资产(百万元)	184,216
总资产(百万元)	561,273
52 周高低(港元)	5.73/3.10
每股净资产(元)	3.97

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  
 更新报告-20240425

### 研究部

姓名: 杨义琼  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065  
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 2024Q2 业绩低于预期受多方面因素影响：

2024H1 公司实现收入为人民币 1188.06 亿元，同比下降 5.73%；归母净利润为人民币 77.75 亿元，同比增长 19.8%；每股收益为人民币 0.40 元，2024Q2 实现收入为人民币 534 亿元，同比下降 12%；归母净利润约为人民币 29 亿元，同比下降 30%。上半年公司完成上网电量 2106.78 亿千瓦时，同比下降 0.22%，平均结算电价 498.7 元/兆瓦时，同比下降 3.21%。上半年单位燃料成本为 300.51 元/兆瓦时，同比下降 11.18%。

公司 Q2 业绩低于预期受多方面因素影响：1) 火电机组检修，水电挤压带来火电电量下降；2) Q2 供暖季结束，供热贡献减少，同时供电煤耗增加，带来煤机边际贡献环比下降；3) 二季度风资源不佳，带来风电利润下降；4) 新加坡大士去年同期电价和利润高基数，今年回归正常，税前利润同比下降 40%；5) 二季度一些科研的项目开始逐步进入实施阶段，研发支出和管理费用出现环比增加。

### 上半年新能源限电上升电价下行，全年新增 10GW 装机目标不变：

2024 年上半年公司风电限电率 5.56%，同比上升 1.16 个百分点；光伏限电率是 6.05%，同比上升 3.42 个百分点；2024 年上半年风电平均结算电价为 511.89 元/兆瓦时，同比下降 6.04%；光伏平均结算电价为 426.98 元/兆瓦时，同比下降 9.77%。根据公司新能源投资决策的收益标准，目前新增项目的收益率基本稳定，公司维持全年新增 10GW 装机目标不变。

### 经营现金流大幅改善，有利支撑全年分红派息：

受益上半年公司盈利同比增长，以及经营性应收应付款项净占用资金同比减少，2024H1 公司经营净现金流入达到人民币 236.03 亿元，同比增加 71.53%，截至 2024 年 6 月 30 日，公司现金余额达到人民币 203 亿元。公司高度重视分红，上市以来一直保持分红传统，公司章程也规定在正常盈利情况下，现金分红比例不低于 50%，期待现金流改善后全年分红情况。

### 更新目标价至 5.69 港元，给予买入评级：

我们更新公司目标价至 5.69 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7.2 倍和 6.3 倍 PE，目标价较现价有 23% 上升空间，给予买入评级。

**风险提示：**

煤价大幅上涨

电价下调，限电率上升

电量增速不达预期

新增装机不及预期

**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	3.60	445	13.1	8.3	6.4	5.3	0.8	0.8	0.7	0.7
0836.HK	华润电力	HKD	21.70	1,044	9.5	7.2	6.3	5.4	1.2	1.1	1.0	0.9
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.22	95	4.6	-	-	-	0.8	-	-	-
0182.HK	协合新能源	HKD	0.59	48	4.5	3.9	3.6	3.4	0.5	0.5	0.5	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.21	245	5.5	4.7	4.1	3.6	0.6	-	-	-
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.00	145	4.8	5.8	5.0	4.6	0.7	1.3	1.2	1.1
0991.HK	大唐发电	HKD	1.54	484	18.0	-	-	-	0.9	-	-	-
0916.HK	龙源电力	HKD	7.02	1,185	8.4	7.1	6.4	5.7	0.8	0.7	0.7	0.6
1071.HK	华电国际	HKD	4.02	587	8.1	5.9	5.7	5.4	0.9	-	-	-
<b>平均</b>					<b>8.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
0902.HK	华能国际	HKD	4.62	1,123	12.0	5.8	5.1	4.9	0.5	0.6	0.5	0.4

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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	246,725	254,397	266,140	272,655	272,951
经营成本	(247,657)	(234,201)	(237,009)	(240,597)	(242,169)
<b>经营利润</b>	(2,375)	18,561	26,938	29,811	28,533
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)
<b>税前盈利</b>	(10,814)	12,477	18,875	21,453	20,837
所得税	(159)	(3,708)	(5,609)	(6,375)	(5,834)
少数股东应占利润	(2,946)	412	1,990	2,262	1,500
<b>净利润</b>	(8,026)	8,357	11,276	12,816	13,503
折旧及摊销	(24,380)	(25,492)	(26,002)	(26,522)	(26,525)
<b>EBITDA</b>	23,392	47,345	54,333	57,759	56,518
<b>增长</b>					
总收入 (%)	21%	3%	5%	2%	0%
EBITDA (%)	46%	102%	15%	6%	-2%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	16,517	16,151	13,246	15,924	13,888
应收账款	42,654	47,141	48,019	49,194	49,248
存货	12,702	11,899	12,494	13,119	13,775
其他流动资产	14,849	15,554	16,175	16,569	16,588
<b>流动资产</b>	86,722	90,744	89,934	94,807	93,498
固定资产	336,127	368,676	396,006	413,797	435,246
其他固定资产	89,373	90,896	92,827	94,006	93,854
<b>非流动资产</b>	425,500	459,572	488,833	507,804	529,099
<b>总资产</b>	512,222	550,316	578,767	602,611	622,598
<b>流动负债</b>	171,333	163,999	175,950	177,579	178,483
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	30,373	32,525	33,473
<b>非流动负债</b>	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
<b>总负债</b>	376,906	370,962	394,509	408,472	422,489
少数股东权益	19,652	40,591	40,997	41,407	41,821
<b>股东权益</b>	115,665	138,763	143,260	152,731	158,287
每股账面面值(元)	7.37	8.84	9.13	9.73	10.08
营运资金	(84,611)	(73,255)	(86,016)	(82,772)	(84,984)

**财务分析**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	-1%	7%	10%	11%	10%
EBITDA 利率 (%)	9%	19%	20%	21%	21%
净利率 (%)	-3%	3%	4%	5%	5%
<b>营运表现</b>					
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%	8%	9%
ROA (%)	-2%	2%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.1	1.6	1.7	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	4.04	3.95	3.93
收入对利息倍数	25.1	27.1	28.1	27.9	29.8

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBITDA</b>	23,392	47,345	54,333	57,759	56,518
融资成本	(30)	(9,496)	11,422	(6,841)	(644)
营运资金变化	9,316	11,356	(12,761)	3,244	(2,213)
所得税	(159)	(3,708)	(5,609)	(6,375)	(5,834)
<b>营运现金流</b>	32,520	45,497	47,385	47,787	47,828
资本开支	(40,585)	(58,683)	(64,551)	(67,778)	(71,167)
其他投资活动	755	4,154	2,707	2,679	2,653
<b>投资活动现金流</b>	(39,830)	(54,529)	(61,844)	(65,099)	(68,515)
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	5,638	6,408	6,751
其他融资活动	1,335	21,250	(4,969)	338	(2,111)
<b>融资活动现金流</b>	7,831	8,720	11,555	19,990	18,650
<b>现金变化</b>	521	(312)	(2,904)	2,678	(2,037)
期初持有现金	15,555	16,517	16,151	13,246	15,924
汇率变动	441	(54)	0	0	0
期末持有现金	16,517	16,151	13,246	15,924	13,888

## 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。