

电力/公用事业

华能国际 (600011)

增速足够高估值足够低，补涨空间大

--华能国际更新报告

	周妍(分析师)	张爱宁(研究助理)
	010-83939828	010-83939820
	zhouyan016534@gtjas.com	zhangaining@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880118090014

## 本报告导读:

受益于煤价下跌，公司二季度业绩有望同比增长 150%以上，全年业绩也有望达到 300%的增速；公司当前估值处于历史底部，预计后续估值有望迅速修复。

## 投资要点:

- **投资建议：目标价 6.24 元，维持增持。**考虑到上半年煤价下跌超过年初预期，上调 2020-2022 年 eps 预测为 0.48、0.54、0.55 元（调整前 2020-2022 年 eps 预测分别为 0.41、0.45、0.46 元），扣除永续债影响后，2020-2022 年 eps 分别为 0.41、0.47、0.47 元。考虑到公司为全国第一大火电，给予公司 2020 年略高于行业平均的 13 倍 PE，上调目标价至 6.24 元，维持增持。
- **二季度业绩增速有望超过 150%。**受疫情影响，3 月下旬至 5 月煤价加速下跌，我们预计 Q2 是 2020 年煤价最低的一个季度，预计低煤价将给公司 Q2 业绩带来较大弹性。根据我们预测，公司 Q2 业绩有望同比增长 150%以上。全年来看，受益于煤价持续下跌以及电价风险解除（近期行政性降电价基本全部由两大电网承担，不向发电端传导），公司全年业绩有望高速增长（同比增长 300%以上）。
- **承诺不低于 70%分红，H 股股息率有望超过 10%。**公司承诺 2018-2020 年现金分红不低于可分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元，我们预计 2020 年全年业绩有望超过 75 亿，计算得 A 股股息率有望超过 6%，H 股股息率有望超过 10%。
- **估值足够低，补涨空间大。**1) 受益于无风险利率下行，估值有望率先修复：根据国泰君安策略观点，当前周期板块上涨来自无风险利率下行，核心推荐低估值和业绩有增长的标的，我们预计在市场对于低估值高增长的火电板块关注度提升的背景下，公司作为火电龙头估值有望迅速修复。2) 低估值补涨空间大：华能国际 A/H 股 PB 当前仅 1.01/0.46 倍；预计 2020 年业绩 75 亿，对应 A/H 股 PE 仅为 10/6 倍，估值处于历史低位，安全边际高，补涨空间大。
- **风险因素：**用电需求不达预期，煤价上涨超预期

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	169,861	173,485	166,619	179,755	185,033
(+/-)%	11%	2%	-4%	8%	3%
经营利润 (EBIT)	13,073	18,744	24,374	25,849	26,257
(+/-)%	10%	43%	30%	6%	2%
净利润 (归母)	1,439	1,686	7,574	8,421	8,567
(+/-)%	-17%	17%	349%	11%	2%
每股净收益 (元)	0.09	0.11	0.48	0.54	0.55
每股股利 (元)	0.00	0.14	0.34	0.38	0.38

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	7.7%	10.8%	14.6%	14.4%	14.2%
净资产收益率 (%)	1.7%	1.7%	7.5%	8.1%	8.1%
投入资本回报率 (%)	2.7%	2.6%	4.5%	4.7%	4.6%
EV/EBITDA	10.46	7.93	7.08	6.92	6.93
市盈率	50.62	43.19	9.62	8.65	8.50
股息率 (%)	0.0%	2.9%	7.3%	8.1%	8.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 6.24

上次预测: 5.05

当前价格: 4.64

2020.07.07

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	4.13-6.93
总市值 (百万元)	72,839
总股本/流通 A 股 (百万股)	15,698/15,698
流通 B 股/H 股 (百万)	0/4,700
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	22.28
日均成交值 (百万元)	95.92

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	102,525
每股净资产	6.53
市净率	0.7
净负债率	212.10%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.17	0.13
Q2	0.07	0.20
Q3	0.10	0.12
Q4	-0.24	0.03
全年	0.11	0.48

## 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	10%	-24%
相对指数	-3%	-10%	-35%

## 相关报告

主业盈利改善，资产减值拖累业绩不及预期  
2020.04.03

Q3 业绩略超预期，H 股股息率有望超过 7%  
2019.10.23

中报业绩符合预期，全年持续增长可期  
2019.08.01

煤价下降毛利显著提升，一季度业绩超预期  
2019.04.29

18 年业绩低预期，期待煤价下跌盈利改善  
2019.03.21

模型更新时间: 2020.07.07

**股票研究**

公用事业  
电力

华能国际(600011)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **6.24**

上次预测: 5.05

**当前价格:** 4.64

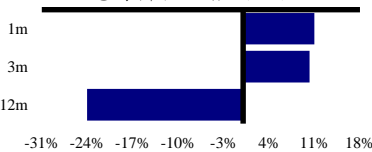
公司网址

www.hpi.com.cn/www.hpi-ir.com.hk

**公司简介**

公司是中国最大的上市发电公司之一,主要业务是利用现代化的技术和设备,利用国内外资金,在国内外开发、建设和运营大型发电厂、分布式能源项目及其配套煤矿、港口、航运、管输、增量配电网等设施,销售电力、热力产品予其各自所在地的电网运营企业及工业、居民用户,并向用户提供综合能源服务。公司境内电厂广泛分布在中国二十多个省、市和自治区,主要位于沿海沿江地区、煤炭资源丰富地区或电力负荷中心区域。

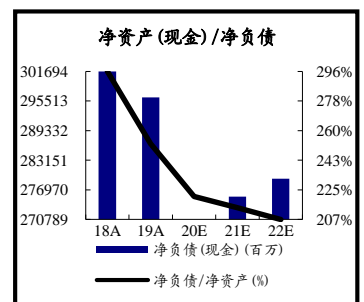
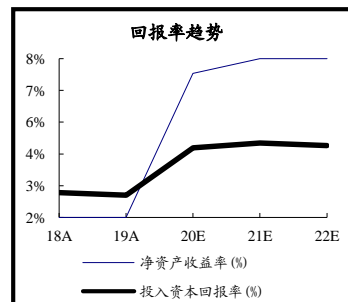
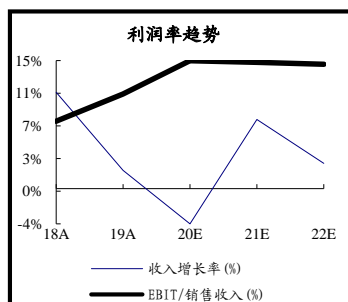
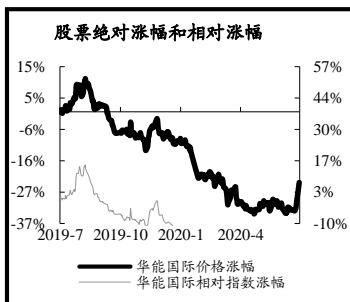
绝对价格回报 (%)



52周内价格范围: 4.13-6.93  
市值(百万): 72,839

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	169,861	173,485	166,619	179,755	185,033
营业成本	150,659	148,172	135,936	147,100	151,770
税金及附加	1,807	1,833	1,760	1,899	1,955
销售费用	42	117	112	121	125
管理费用	4,233	4,554	4,373	4,718	4,857
EBIT	13,073	18,744	24,374	25,849	26,257
公允价值变动收益	-20	19	0	0	0
投资收益	1,573	1,413	1,500	1,618	1,665
财务费用	10,470	10,709	10,432	10,378	10,567
营业利润	3,648	4,639	15,457	17,185	17,483
所得税	1,029	2,435	4,637	5,155	5,245
少数股东损益	969	691	3,246	3,609	3,671
净利润	1,439	1,686	7,574	8,421	8,567
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	15,833	13,306	16,662	17,976	18,503
其他流动资产	2,286	2,813	2,813	2,813	2,813
长期投资	19,370	20,616	20,616	20,616	20,616
固定资产合计	246,317	240,550	250,226	249,901	249,576
无形及其他资产	19,673	20,341	20,141	19,941	19,741
资产合计	403,441	413,597	393,639	404,428	414,431
流动负债	138,206	141,620	112,145	112,799	112,560
非流动负债	163,449	154,687	158,687	162,687	166,687
股东权益	101,786	117,289	122,807	128,942	135,183
投入资本(IC)	343,448	354,496	377,331	388,120	398,123
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	9,158	9,261	17,062	18,094	18,380
折旧与摊销	19,579	20,523	19,525	19,525	19,525
流动资金增量	8,616	-2,226	4	0	0
资本支出	-20,580	-31,031	-39,865	-29,854	-29,850
自由现金流	16,774	-3,473	-3,274	7,765	8,055
经营现金流	28,892	37,324	40,138	41,168	41,514
投资现金流	-20,528	-29,034	-38,365	-28,236	-28,184
融资现金流	-2,368	-11,328	1,583	-11,618	-12,802
现金流净增加额	5,996	-3,038	3,356	1,314	528
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	11.0%	2.1%	-4.0%	7.9%	2.9%
EBIT 增长率	9.8%	43.4%	30.0%	6.1%	1.6%
净利润增长率	-17.4%	17.2%	349.1%	11.2%	1.7%
利润率					
毛利率	11.3%	14.6%	18.4%	18.2%	18.0%
EBIT 率	7.7%	10.8%	14.6%	14.4%	14.2%
净利润率	0.8%	1.0%	4.5%	4.7%	4.6%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	1.7%	1.7%	7.5%	8.1%	8.1%
总资产收益率(ROA)	0.6%	0.6%	2.7%	3.0%	3.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.7%	2.6%	4.5%	4.7%	4.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	23.1	21.9	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	53.0	53.3	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	866.9	870.2	862.3	821.2	817.5
净利润现金含量	20.1	22.1	5.3	4.9	4.8
资本支出/收入	12.1%	17.9%	23.9%	16.6%	16.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.8%	71.6%	68.8%	68.1%	67.4%
净负债率	296.4%	252.6%	220.5%	213.7%	206.6%
<b>估值比率</b>					
PE	50.62	43.19	9.62	8.65	8.50
PB	1.39	0.89	0.72	0.70	0.69
EV/EBITDA	10.46	7.93	7.08	6.92	6.93
P/S	0.43	0.42	0.44	0.41	0.39
股息率	0.0%	2.9%	7.3%	8.1%	8.2%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		