

01071.HK 华电国际电力

未评级

直供电比例继续扩大

2016年09月02日

市场数据

报告日期	2016.09.02
收盘价(港元)	3.39
总股本(百万股)	9,863
流通股本(百万股)	1,717
总市值(百万港元)	33,436
流通市值(百万港元)	5,821
净资产(百万元)	58,011
总资产(百万元)	206,011
每股净资产(元)	4.38

数据来源: Wind

相关报告

海外能源研究

分析师: 刘小明
liuxiaoming@xyzq.com.cn
SFC: AYM804
SAC: S0190516020001

主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015A	2016H1
营业收入(百万元)	66,000	67,827	66,717	29,452
同比增长(%)	11.5	2.8	-1.7	-2.9
净利润(百万元)	4,097	5,959	7,329	2,469
同比增长(%)	183.17	45.45	23.00	-30.61
净利润率(%)	8.5	11.1	14.7	11.3
净资产收益率(%)	19.3	21.8	19.4	5.7
每股收益(元)	0.6	0.7	0.8	0.3
市盈率	12.5	11.5	6.6	4.2
每股股息(元)	0.22	0.27	0.30	0.00

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **收入略降,但利润降幅较大。**公司上半年实现营业收入 294 亿元人民币,同比下降 3.24% (2015 年上半年: 304 亿); 实现归属股东净利润约 25 亿元人民币, 同比下降 30.6% (2015 年上半年: 36 亿); 上半年 EPS 为 0.25 元人民币, 同比下降 38% (2015 年上半年: 0.404 元)。公司上半年完成发电量 866 亿度电, 同比增长 6.17%, 上网电量 810 亿度电, 同比增长 6.11%。公司上半年收入同比下降主要是因为上网电价同比下降; 利润同比大幅下降, 主要是因为收购湖北公司以及新投产机组导致折旧和摊销增加。
- **可再生能源快速发展, 新增装机全部为风电光伏。**截止上半年末, 公司共有 57 家控股发电厂, 总装机容量达到 46,109MW, 其中燃煤和燃气机组控股装机容量为 41,237MW, 水电、风电、光伏等可再生能源控股装机容量为 4,872MW。公司上半年新增装机容量为 333MW, 全部为风电和光伏机组。风电和光伏将是公司未来发展可再生能源的主要方向。核准和在建项目方面, 公司核准在建项目容量达到 14,117MW, 达到目前总装机容量的 31%, 显示了公司仍然具备较大的装机容量增长空间。
- **直供电和交易电量扩大, 预计全年占比达到 30%。**公司上半年扩大了直供电和市场交易电量比例, 上半年完成市场交易电量 162 亿度, 占总上网电量比例达到 20%, 预计全年该比例将扩大至 30%。直供电和交易电价较标杆电价平均低约 4.7 分/度, 扩大的直供电和交易电量占比将显著影响公司的盈利能力。
- **我们的观点:** 华电国际电力 (1071.HK) 是全国最大的综合性能源企业之一, 其主要发电厂均位于电力负荷中心或煤矿区域, 具备区域优势, 但由于目前全国电力过剩的格局, 导致公司的火电业务持续下滑, 上半年不断上升的煤价也同时挤占了公司的利润空间。公司大力发展风电和光伏新能源业务, 且目前具备大量核准在建项目, 具有快速发展的能力。根据 Wind 一致预期, 公司 2016-2017 年预测 EPS 分别为 0.59 元和 0.55 元, 对应目前股价 P/E 分别为 4.9 倍和 5.3 倍, 建议投资者一般关注。
- **风险提示:** 全国电力供应过剩加剧, 火电利用小时数下降, 燃煤价格上涨。

报告正文

2016 年中期业绩点评

- **收入略降，但利润降幅较大。**公司上半年实现营业收入 294 亿元人民币，同比下降 3.24%（2015 年上半年：304 亿）；实现归属股东净利润约 25 亿元人民币，同比下降 30.6%（2015 年上半年：36 亿）；上半年 EPS 为 0.25 元人民币，同比下降 38%（2015 年上半年：0.404 元）。公司上半年完成发电量 866 亿度电，同比增长 6.17%，上网电量 810 亿度电，同比增长 6.11%。公司上半年收入同比下降主要是因为上网电价同比下降；利润同比大幅下降，主要是因为收购湖北公司以及新投产机组导致折旧和摊销增加。
- **可再生能源快速发展，新增装机全部为风电光伏。**截止上半年末，公司共有 57 家控股发电厂，总装机容量达到 46,109MW，其中燃煤和燃气机组控股装机容量为 41,237MW，水电、风电、光伏等可再生能源控股装机容量为 4,872MW。公司的燃煤燃气机组主要位于山东河南河北等地区，水电机组主要位于四川，风电机组主要位于内蒙古河北宁夏等地。公司上半年新增装机容量为 333MW，全部为风电和光伏机组。风电和光伏将是公司未来发展可再生能源的主要方向。核准和在建项目方面，公司在重庆、莱州、宁夏、芜湖、汕头等地仍然有若干燃煤机组核准在建；在建风电项目主要集中在内蒙古宁夏河北等地；公司核准在建项目容量达到 14,117MW，达到目前总装机容量的 31%，显示了公司仍然具备较大的装机容量增长空间。
- **火电板块下滑，展望下半年稍乐观。**公司上半年所有发电机组平均利用小时数 1,878 小时，下降 254 小时（2015 上半年：2,132 小时），其中燃煤机组为 2,099 小时，下降 200 小时（2015 上半年：2,399 小时），但仍高于行业平均 1,964 小时。展望下半年，公司认为下半年降幅低于上半年，全年降幅将低于 400 小时。上网电价方面，上半年煤电平均上网电价 385 元/MWh，同比下降 9%（2015 上半年：432 元/MWh）；同时上半年发电的煤炭成本 123 元/MWh，同比下降 18.73%（2015 上半年：152 元/MWh）。公司上半年单位煤耗 300 克/千瓦时，同比下降 2.28 克/千瓦时，预计全年降幅 10% 左右，处于全国领先水平。
- **直供电和交易电量扩大，预计全年占比达到 30%。**公司上半年扩大了直供电和市场交易电量比例，上半年完成市场交易电量 162 亿度，占总上网电量比例达到 20%。根据公司直供电和交易电量的安排，下半年将继续扩大，预计全年该比例将扩大至 30%。直供电和交易电价较标杆电价平均低约 4.7 分/度，扩大的直供电和交易电量占比将显著影响公司的盈利能力。
- **我们的观点：**华电国际电力（1071.HK）是全国最大的综合性能源企业之一，其主要发电厂均位于电力负荷中心或煤矿区域，具备区域优势，但由于目前全国电力过剩的格局，导致公司的火电业务持续下滑，上半年不断上升的煤价也同时挤占了公司的利润空间。公司大力发展风电和光伏新能源业务，且目前具备大量核准在建项目，具有快速发展的能力。根据 Wind 一致预期，

公司 2016-2017 年预测 EPS 分别为 0.59 元和 0.55 元, 对应目前股价 P/E 分别为 4.9 倍和 5.3 倍, 建议投资者一般关注。

- **风险提示:** 全国电力供应过剩加剧, 火电利用小时数下降, 燃煤价格上涨。

表 1: 华电国际电力 2015 年和 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

RMB'000	2016H1	2015H1	YoY	点评
收入	29,374,186	30,357,031	-3%	发电量同比增加, 但电价下降使得发电收入下降
经营费用				
燃料成本	(11,169,029)	(12,566,164)	-11%	装机容量增加, 但利用小时数下降, 同时煤价同比下降
煤炭销售成本	(671,307)	(158,155)	324%	收购湖北公司的影响
折旧及摊销	(5,199,522)	(4,256,457)	22%	收购湖北公司以及新投产机组的使得折旧增加
维修保养和检查费用	(1,749,186)	(1,586,316)	10%	收购湖北公司以及新投产机组的影响
员工成本	(2,349,452)	(2,006,289)	17%	收购湖北公司以及新投产机组的影响
行政费用	(963,791)	(1,005,456)	-4%	加强了成本控制
营业税金及附加	(343,634)	(291,610)	18%	
其他经营费用	(396,564)	(421,388)	-6%	
	(22,842,485)	(22,291,835)	2%	
经营利润	6,531,701	8,065,196	-19%	
投资收益(损失)	(107,061)	23,816	-550%	主要是处置一家联营企业股权损失
其他收入和收益净额	421,664	263,245	60%	政府补助增加
存款利息收入	58,183	36,352	60%	
财务费用	(2,520,666)	(2,938,824)	-14%	银行贷款利息减少
应占联营和合营公司利润	80,629	255,967	-69%	参股企业利润减少
除税前利润	4,464,450	5,705,752	-22%	
所得税	(1,136,270)	(1,307,202)	-13%	
期间利润	3,328,180	4,398,550	-24%	
公司持有人	2,469,348	3,558,874	-31%	
非控股权益	858,832	839,676	2%	
BPS(元)	0.250	0.404	-38%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

会议现场问答

运营方面

Q1: 公司上半年交易电量占总售电的比例是多少?

公司上半年市场电量结算为 162 亿, 占实际上网电量比例为 20%, 由于年初结算偏少, 我们预期下半年还会增加。

Q2: 未来直供电的比例最大能达到多少, 能否达到 50%以上? 上半年有多少家电厂亏损? 公司怎么看风火交易的发展?

上半年交易电量占比为 20%, 电价较标杆电价下调 12%。从目前的直供电政策来看, 直供电比例很难达到 50%以上, 一方面是技术达不到, 另一方面是目前交易电价的统一结算还未实施。由于近几年公司注重结构调整, 目前没有火电厂发生亏损。风火交易主要集中在限电比较严重的地区, 我们公司没有参与这些地区的风电交易以及参与小部分的火电交易。

Q3: 直供电全年占比是否仍为 20%? 全年发电量能否追回? 公司利用小时数还是维持年初目标吗? 公司火电机组是否要赶在明年 3 月份之前建完?

根据我们目前签订的合同, 直供电全年占比要高点, 为 30%。全年电量一是取决

于所在区域安排的计划电量，还取决于我们在市场上拿到的直供电规模。这些电量拿到后，全年的利用小时数基本就差不多确定了，公司二季度检修影响的发电量一定会在三四季度追回。火电机组的装机量要看市场情况，不会赶在明年3月份前全部建完。我们已经做好了充分的准备，会根据各个区域的电力市场情况安排机组建设计划。上半年利用小时数比去年降低了200小时，从7、8月份的情况来看，下半年降幅低于上半年，预计全年降幅低于400小时。

Q4: 今年上半年公司火电价格是多少，与去年同期和全年相比如何？

今年上半年火电价格3.85毛，去年上半年是4.32毛，同比下降约10%。去年全年为4.25毛。

Q5: 公司新能源板块未来的定位是什么？

公司新能源的发展主要是集中在公司电厂所在的服务区，好处是减少管理成本。从国家政策来看，去年核准的火电建设完成后，以后就没有大规模的火电建设了，所以公司未来将逐渐侧重于发展新能源和可再生能源。

Q6: 公司的燃气机组怎样对冲燃气价格下降？煤炭价格上涨对三季度盈利有何影响？公司的煤炭资产如何对冲煤炭成本提高？

公司燃气机组在浙江和天津两个区域，去年燃气价格下降幅度较大。燃气机组发电量比较多，而且天津地方政府给的补贴较大，这在一定程度上能弥补燃气价格下降损失。三季度煤炭价格上涨主要是受极端天气影响，我们认为下半年煤炭价格还会回调，全年燃煤价格还会保持较低水平。由于7、8月份发电量好于预期，我们预计三季度盈利将好于二季度。公司搞煤炭业务是为了对冲煤炭价格上涨，公司不以煤炭板块的盈利为目的。

Q7: 公司发展新能源的目标？火电发展呢？

公司目前储备了大量新能源项目，但因需要政府核准和招投标，所以新能源发展还有很大的不确定性，但新能源是未来的发展趋势。火电我们会根据各区域的发展情况择优发展火电。

财务方面：

Q8: 交易电价折扣比标杆电价低吗？公司对2016年贷款利率和单位燃料成本的展望？

各区域电价降幅区间为1-5分，山东降了5分，结算电量为73亿，接近全公司结算电量约一半，全公司降价水平大概为4.7分。公司上半年贷款利率下降幅度较大，公司目前的资金成本为4.49%。下半年利率还会下降，我们也会扩大直接融资规模，下半年我们会将资金成本控制在4.2%。公司上半年单位燃料成本下降的比例为16.26%，标煤单价下降16.7%。年初我们预计标煤单价降幅为10%，上半年降幅明显高于预期。下半年尤其是7、8月份受极端天气及国内煤炭去产能的影响，导致近期煤价反弹幅度较大。但是管理层认为中国供大于求的情况仍十分严

重，而且极端天气因素不可持续，因此煤价仍有回调空间，预计全年单位燃料成本下降幅度为 7%-10%。

Q9: 今年和明年的资本开支计划如何?公司会不会考虑固定派息?

今年的资本开支计划是 190 亿元，上半年支出 56 亿元。明年的资本开支正在做计划，大概为 180-190 亿元。其中 30%-40%的资本开支用于火电，风电和太阳能占比 20%，新能源占比较大。近期超级排放改造可能要有部分支出，45 亿新能源支出中 20 亿搞超级排放、20 亿搞节能改造、5 亿搞其他节能。公司派息不低于可分配利润的 40%，派息主要是根据公司的发展来安排的，目前还没有固定派息的打算。

Q10:今年二季度盈利较之前季度下降的原因?公司未来会减少火电的资本开支吗?煤电联动情况下火电的投资回报率为多少?

由于一季度供热拉动供电增加，所以二季度发电量通常会低于一季度。公司二季度按照政府的超级排放要求对大量机组进行了改造，所以发电量下降了，预计未来发电量会有所回补，对全年不会产生太大影响。公司目前的火电回报率还很高，在 10%以上，公司会根据所处区域的电力供求情况对火电做出一定的调整。

Q11: 公司上半年单位燃料成本是多少?预计全年火电利用小时数下降多少?

上半年单位燃料成本下降了 16.26%，上半年发电的煤炭成本为 123 元/MWh，去年是 152 元/MWh，下降了 18.73%。上半年煤电利用小时数下降了 12.5%，预计全年下降幅度少于 12.5%。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。