

华电国际(1071 HK)

评级：增持

目标价：9.55

煤价屡跌不休，修改盈利判断

1Q15 上网电量同比下降约 6.70%，料收购资产下发电量仍可取得增长

集团刚公布由于发电服务区域电力需求增速放缓，及发电设备利用小时数下降，1Q15 发电量同比下降约 6.64% 至 40.27 百万兆瓦时，上网电量同比下降约 6.70% 至 37.62 百万兆瓦时。1Q15 火电/水电/风电/太阳能的上网电量占比分别为 95.5%/2.1%/2.4%/0.03%，发电设备利用率分别为 93.2%/98.8%/98.9%/100%。鉴于 1Q15 全国火电设备平均利用小时减少 6.8%，我们认为集团上网电量降幅在合理范围之内。受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，国内火电发电量连续 9 个月同比下降，火电发电利用小时数同比下降趋势已成。我们认为通过收购母公司资产，今明年火电发电量每年将只下跌 1.2%，但整体完成发电量今明年仍可取得增长 1.2%/2.5% 增长至 182/187 百万兆瓦时。

煤价寻低未止，磨灭电价下调影响

国内环渤海动力煤价年初至今已下跌 14.3% 至 450 元/吨，期货价格更跌至 402 元/吨。鉴于目前煤炭产能严重供大于求(年消费 40 亿吨，产能 50 亿吨，实际产能 60 亿吨)、减免税费降低煤企成本扩大减价空间、公路运煤令限制铁路运煤的调控力减弱、澳元、卢布贬值令澳大利亚、俄罗斯的煤炭生产成本降低，并参考国内外动力煤期货价格，我们大幅修改今明年煤价下跌预期至 -15.3%/-4.1%。全国各地燃煤发电上网电价价格下调昨天起生效，集团主要供电所在地山东电价下调幅度 0.0202 元/千瓦时，其余营运区域下调幅度 0.0036 至 0.0285 元/千瓦时，经测算集团加权电价平均下调幅度约 0.018 元/千瓦时或 5.2%，低于煤价下跌幅度。估计在不超过煤价下跌幅度下，明年仍有 0.013 元/千瓦时的下调幅度。

调升目标价 34.5% 至 9.55 港元

由于修改煤价预测，我们调升 2015/2016 年净利 16.1%/15.7% 至 65.69 亿/71.04 亿人民币，调高每股收益 16.7%/16.0% 至 0.93 港元/1.01 港元，当中已计入煤矿资产减值准备。根据 10.8 倍 2015 年同业平均 EV/EBIT 及 8.6 倍 2015 年同业平均市盈率，上调目标价 34.5% 至 9.55 港元。

(百万人民币)	2012	2013	2014	2015E	2016E
收入	59,080	66,049	67,782	65,801	65,927
经营利润	6,983	12,485	14,723	15,431	16,188
税前利润	2,637	7,095	9,458	10,427	11,275
净利润	1,447	4,097	5,959	6,569	7,104
每股收益 (港元)	0.25	0.71	0.93	0.93	1.01

来源：齐鲁国际研究部

公司基本资料：

最新价：	7.42	(港元)
市值：	82,839.8	(百万港元)
流通股比例：	95.0%	
已发行总股本：	11,164.4	(百万股)
52 周价格区间：	3.97-7.89	(港元)
3 个月平均每日成交额：	90.3	(百万港元)
主要股东(按控股权计)：	中国华电集团	占 6%

来源：公司资料，彭博

(截止于 15 年 4 月 20 日)

同業比較：

股票名称	现价	2014	2014	2015	2016	2014	2015	2016
	(港元)	市幅率(倍)	市盈率(倍)	市盈率(倍)	市盈率(倍)	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBIT
华电国际 (1071)	7.42	1.50	8.0	8.0	7.4	11.0	10.5	10.0
华能国际 (902)	9.94	1.64	10.5	8.9	9.0	10.4	10.5	10.1
大唐发电 (991)	4.58	1.10	28.2	10.1	8.8	17.0	15.8	14.8
华润电力 (836)	20.60	1.40	10.6	8.1	8.1	10.5	10.1	9.3
中国电力 (2380)	4.50	1.14	8.6	8.5	8.5	12.5	11.9	10.9

股价走势图：



来源：公司资料，彭博

分析师：

柯坚

Alfred Or

alfred.or@qlzq.com.hk

华电国际(1071 HK)

图表 1: 营业额预测

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
容量						
装机容量 (兆瓦)	29,818	33,579	35,641	39,779	47,815	54,695
燃煤	23,625*	27,385*	28,661*	30,190	34,301	38,412
水电	1,673*	1,673*	1,749*	1,959	2,848	3,737
风能	1,088*	1,088*	1,335*	2,048	2,643	3,189
燃气	3,398*	3,398*	3,861*	5,546	7,967	9,282
太阳能	10*	10*	10*	10	30	50
生物质能	25*	25*	25*	25	25	25
权益总装机容量	25,785	29,262	30,906	32,089	40,017	45,775
上网电量(百万兆瓦时)						
火电	141*	147*	164*	169	171	175
水电	6*	4*	5*	5	6	8
风电	1*	1*	1*	2	2	2
燃气	13*	7*	12*	11	13	17
太阳能	0.02*	0.02*	0.02*	0.02	0.04	0.08
上网电价(RMB/兆瓦时)						
火电	348*	367*	374*	371	352	338
水电	322*	303*	341*	350	359	368
风电	553*	545*	546*	555	535	535
燃气	473*	448*	414*	444	455	467
太阳能	665*	665*	665*	665	665	665
售电收入						
(百万人民币)						
火电	42,196*	50,331*	54,962*	56,564	53,000	50,218
水电	1,943*	1,343*	1,594*	1,618	2,036	2,861
风电	790*	681*	758*	838	925	1,150
燃气	6,184*	2,979*	4,829*	4,729	5,912	7,738
太阳能	12*	12*	12*	12	25	50
合计	51,125	55,347	62,155	63,762	61,898	62,017
售热收入						
(百万人民币)						
	2,698	2,807	2,963	2,989	2,901	2,907
售煤收入						
(百万人民币)						
	355	926	932	1,031	1,001	1,003

来源：齐鲁国际研究部，齐鲁国际估计(*)

华电国际(1071 HK)

图表 2: 成本预测

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
燃料成本						
供电煤耗(克/千瓦时)	316	313	309	306	303	300
单位煤成本(人民币/百万兆瓦时)	253*	232*	200*	180	151	143
标准煤单价(人民币/吨)	800*	740*	646*	588	498	478
单位燃料成本(RMB/百万兆瓦时)	258*	236*	204*	182	153	145
经营成本(佔销售比例)						
折旧及摊销	10.3%	10.6%	11.4%	11.9%	13.1%	14.7%
维护、保养及检查费用	2.4%	3.3%	3.8%	4.2%	4.8%	5.4%
员工成本	4.5%	4.8%	5.2%	5.5%	6.2%	6.7%
行政费用	2.4%	3.1%	3.4%	5.0%	6.5%	3.6%
营业税金及附加	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
其他经营费用	1.8%	1.7%	1.4%	1.6%	1.9%	2.1%

来源：齐鲁国际研究部, 齐鲁国际估计(*)

图表 3: 电价与煤价预测

年份	电费(人民币/千瓦时)	同比	国内煤价(人民币/吨)	yoy	麦克洛斯基纽卡斯尔 6000 卡 FOB 动力煤现货价格(美元/吨)	同比
2016	339	-3.6%	427	-3.6%	53.80	-3.6%
2015	352	-5.1%	442	-15.3%	55.80	-11.5%
2014	371	-2.4%	522	-11.4%	63.05	-25.5%
2013	380	-3.6%	590	-16.3%	84.60	-6.7%
2012	394		704		90.65	

来源：齐鲁国际研究部, 彭博

图表 4: 各省(区、市)燃煤发电上网电价和工商业用电价格调整表

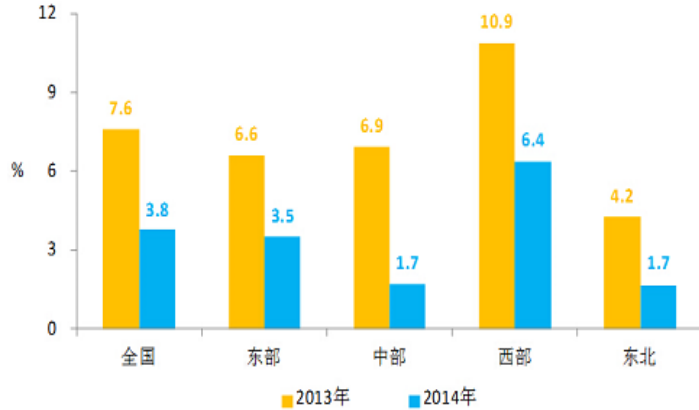
单位: 元/千瓦时(含税)

省级电网	统调燃煤发电上网电价平均降价标准	工商业用电价格平均降价标准	调整后的燃煤发电标杆上网电价
北京	0.0170	0.0000	0.3754
天津	0.0234	0.0004	0.3815
河北北网	0.0170	0.0166	0.3971
河北南网	0.0320	0.0431	0.3914
山西	0.0234	0.0000	0.3538
山东	0.0202	0.0259	0.4194
内蒙古西部	0.0067	0.0051	0.2937
辽宁	0.0181	0.0225	0.3863
吉林	0.0211	0.0248	0.3803
黑龙江	0.0200	0.0256	0.3864
内蒙古东部	0.0036	0.0000	0.3068
上海	0.0234	0.0170	0.4359
江苏	0.0214	0.0069	0.4096
浙江	0.0127	0.0081	0.4453
安徽	0.0215	0.0230	0.4069
福建	0.0304	0.0204	0.4075
河南	0.0194	0.0105	0.3997
湖北	0.0176	0.0061	0.4416
湖南	0.0220	0.0149	0.4720
江西	0.0159	0.0195	0.4396
四川	0.0150	0.0066	0.4402
重庆	0.0170	0.0000	0.4213
陕西	0.0098	0.0060	0.3796
甘肃	0.0039	0.0000	0.3250
宁夏	0.0080	0.0045	0.2711
青海	0.0170	0.0000	0.3370
广东	0.0285	0.0168	0.4735
云南	0.0163	0.0057	0.3563
贵州	0.0104	0.0147	0.3709
广西	0.0150	0.0104	0.4424
海南	0.0250	0.0084	0.4528

来源: 国家发展改革委, 中电联

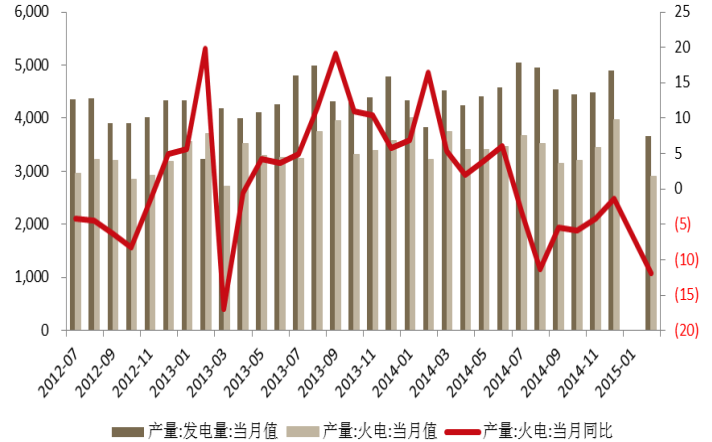
附加资料：

2013、2014年各地区用电量增长情况图：



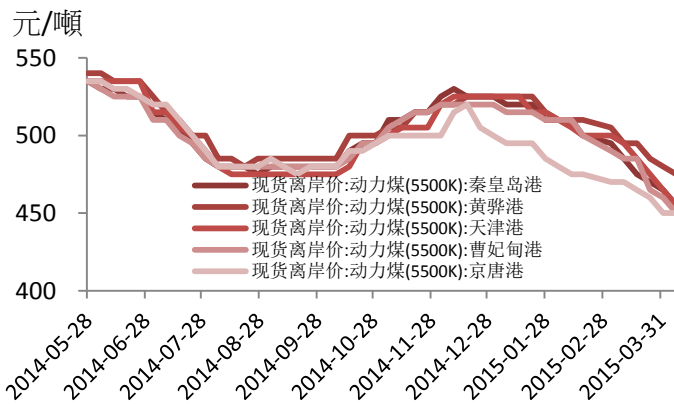
来源：中电联

火电发电量：



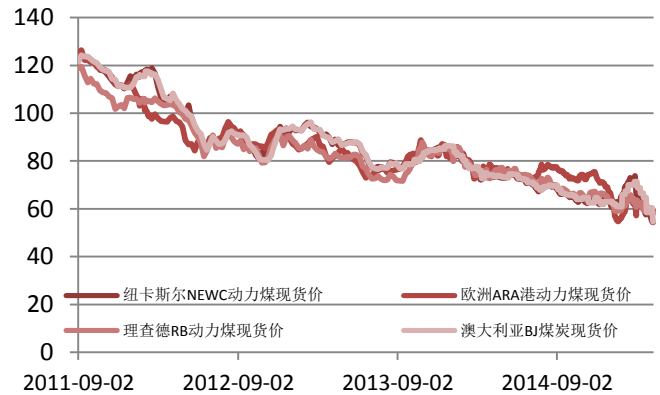
来源：彭博

全国现货动力煤离岸价：



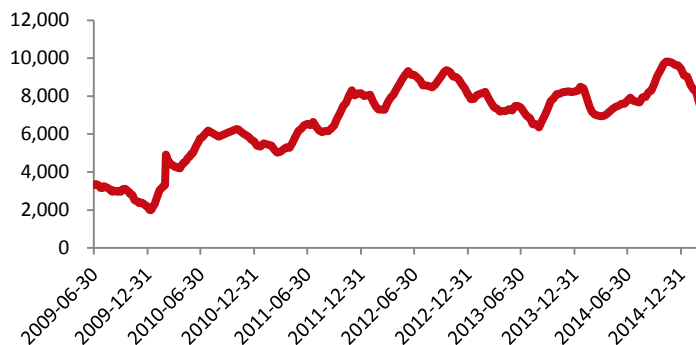
来源：WIND

进口动力煤现货价格：



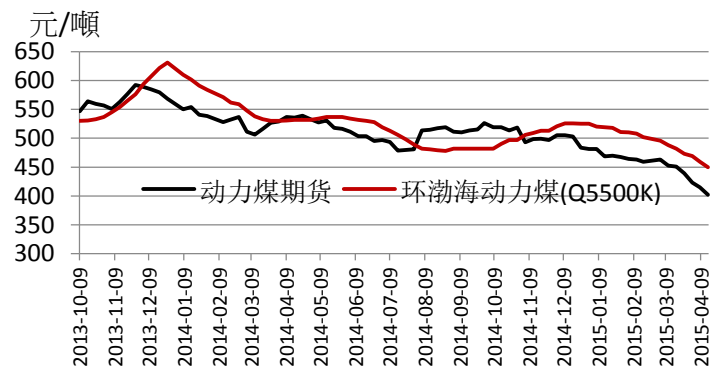
来源：WIND

重点电厂煤炭直供煤炭库存：



来源：WIND

环渤海动力煤(Q55K)现货及期货价格：



来源：WIND

华电国际(1071 HK)

损益表						资产负债表					
百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E	百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业额	59,080	66,049	67,782	65,801	66,212	物业、厂房及设备	113,940	119,046	127,015	135,348	142,618
燃料成本	-37,095	-35,729	-32,797	-27,858	-27,268	在建工程	13,378	16,811	19,744	22,341	24,938
煤炭销售成本	-837	-800	-707	-687	-691	预付租赁	1,899	2,027	1,976	1,918	1,930
毛利	21,147	29,521	34,278	37,256	38,254	无形资产	4,920	4,645	5,308	5,764	6,188
折旧及摊销	-6,283	-7,508	-8,066	-8,614	-9,710	商誉	1,047	1,033	1,021	1,021	1,021
维护、保养及检查费用	-1,962	-2,529	-2,837	-3,182	-3,569	联营及合营公司权益	10,001	10,329	10,227	10,227	10,227
员工成本	-2,809	-3,424	-3,731	-4,065	-4,429	其他非流动资产	2,808	2,424	2,823	2,998	3,158
行政费用	-1,830	-2,263	-3,381	-4,277	-2,283	非流动资产	147,992	156,315	168,115	179,618	190,080
营业税金及附加	-250	-392	-482	-468	-471	存货	3,383	3,156	3,263	2,780	2,723
其他经营费用	-1,031	-920	-1,059	-1,220	-1,405	应收账款及应收票据	7,248	8,403	8,954	8,692	8,747
经营利润	6,983	12,485	14,723	15,431	16,387	订金、其他应收款	3,495	2,469	2,994	2,906	4,217
投资收益	480	3	167	167	167	限制存款	42	33	319	319	319
其他收入及收益净额	751	85	101	98	99	现金及现金等价物	3,060	2,920	5,205	8,333	5,269
银行存款利息收入	65	65	71	91	145	流动资产	17,229	16,981	20,735	23,031	21,276
财务费用	-6,288	-6,084	-6,318	-6,108	-6,108	总资产	165,221	173,297	188,850	202,648	211,356
应占联营及合营公司利润	646	541	713	748	794	银行贷款	25,177	20,603	18,843	18,843	18,843
除税前利润	2,637	7,095	9,458	10,427	11,484	其他贷款	3,961	3,750	4,090	4,090	4,090
所得税	-690	-1,515	-1,936	-2,135	-2,351	应付账款和应付票据	9,294	12,100	14,482	12,091	12,022
年度利润	1,948	5,579	7,522	8,292	9,133	其他应付款	17,980	25,666	32,665	35,970	38,177
可供出售证券(损失)/收益	9	-6	27	-	-	流动负债	56,413	62,119	70,080	70,994	73,132
年度收益	1,957	5,573	7,522	8,292	9,133	银行贷款	54,259	50,773	53,502	53,502	53,502
公司股东权益持有人	1,447	4,097	5,959	6,569	7,236	其他贷款	9,915	7,337	6,290	6,290	6,290
非控股股东权益	501	1,482	1,563	1,723	1,898	应付长期债券	10,353	11,866	7,052	7,052	7,052
年度综合收益	1,948	5,579	7,549	8,292	9,133	其他应付款	6,551	7,721	8,989	9,101	9,431
公司股东权益持有人	1,447	4,097	5,986	6,575	7,242	非流动负债	81,078	77,698	75,833	75,945	76,275
非控股股东权益	501	1,482	1,563	1,717	1,891	总负债	137,490	139,817	145,914	146,939	149,407
每股基本盈利(人民币)	0.21	0.56	0.74	0.75	0.82	股本	7,371	7,371	8,807	10,225	10,225
						储备	12,073	15,639	22,898	32,536	36,884
						归属于股东权益	19,444	23,011	31,705	42,761	47,109
						非控股股东权益	8,286	10,469	11,231	12,948	14,839
						总权益	27,731	33,480	42,936	55,709	61,949
						总负债及权益	165,221	173,297	188,850	202,649	211,356
现金流量表						财务比率					
百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E	
来自经营活动的现金	12,647	23,060	25,187	26,573	27,884	资本和杠杆指标					
已付利息	-6,764	-6,436	-6,683	-6,461	-6,461	总资产/总权益	5.96	5.18	4.40	3.64	3.41
已付税项	-365	-1,174	-1,500	-1,654	-1,821	总负债/总资产	0.83	0.81	0.77	0.73	0.71
经营活动现金流净额	5,519	15,450	17,004	18,459	19,602	利息保障倍数	0.88	2.54	2.69	3.02	3.21
资产购入/(处置)	-17,099	-15,118	-19,532	-20,000	-20,000	盈利指标					
接驳费及安装费	565	488	508	493	496	毛利率	35.8%	44.7%	50.6%	56.6%	57.8%
已收利息	65	65	71	71	71	营业利润率	11.8%	18.9%	21.7%	23.5%	24.7%
已收股息	130	312	312	412	432	净利润率	2.4%	6.2%	8.8%	10.0%	10.9%
其他投资活动支付的现金	-60	67	62	-113	-113	总资产收益率	0.9%	2.4%	3.3%	3.4%	3.5%
投资活动现金流净额	-16,400	-14,186	-18,579	-19,137	-19,114	净资产收益率	8.1%	19.3%	21.9%	17.7%	16.1%
发行股本净所得款项	1,829	-	4,418	7,108	-	有效税率	26.1%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
贷款净所得款项	-3,876	-10,815	261	-	-	派息比率	31.7%	40.5%	39.9%	39.9%	39.9%
债券净所得款项	12,923	8,413	634	-	-	估值指标					
融资租赁净所得款项	325	529	1,581	-	-	市盈率	10.7	4.3	8.0	8.0	7.2
股利分配	-119	-735	-2,083	-2,378	-2,622	市账率	0.8	0.8	1.5	1.1	1.0
其他筹资活动	747	1,204	-952	-925	-930	EV/EBIT	18.9	10.4	11.0	10.5	9.9
筹资活动现金流净额	11,829	-1,404	3,860	3,806	-3,552	股息收益率	3.0%	9.5%	5.0%	5.0%	5.5%
现金及等价物净(减少)	948	-140	2,285	3,128	-3,064						
年初现金及现金等价物	2,112	3,060	2,920	5,205	8,333						
年末现金及现金等价物	3,060	2,920	5,205	8,333	5,269						

齐鲁国际研究部

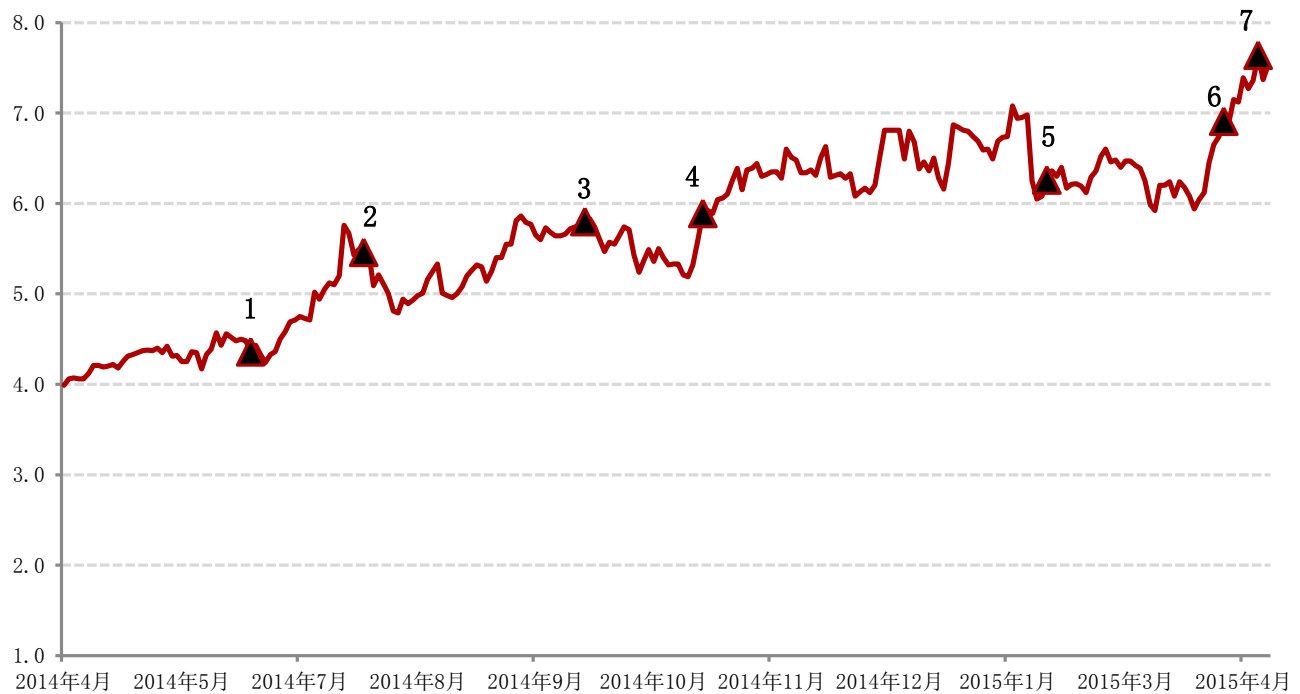
7th Floor, Li Po Chun Chambers, 189 Des Voeux Road Central, Hong Kong

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 7 楼

Tel: (852) 3979-2888 Fax: (852) 3979-2800

历史建议和目标价

(港元)



序号	日期	评级	目标价	收市价	序号	日期	评级	目标价	收市价
1	2014/5/26	增持	5.81	4.38	2	2014/7/16	增持	6.53	5.60
3	2014/9/4	增持	7.39	5.81	4	2014/10/29	增持	7.39	5.89
5	2015/2/10	增持	7.13	6.26	6	2015/4/8	增持	7.10	6.91
7	2015/4/20	增持	9.55	7.42					

公司及行业评级定义

公司评级定义

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

行业投资评级

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发