



电力

华能国际电力股份 (0902)

评级: 增持

当前价格 (港元): 5.86

2018.05.27

火电行业第一龙头，业绩有望超预期**——华能国际电力股份首次覆盖报告**

	周妍 (分析师)	伍永刚 (分析师)
	010-59312768	021-38676525
	zhouyan016534@gtjas.com	wuyonggang@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880511010004

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	4.45-5.93
当前股本 (百万股)	15,200
当前市值 (百万港元)	116,400

本报告导读:

公司装机规模全国最大，龙头地位无可撼动；随着煤价逐步回归合理区间，公司业绩有望显著改善，业绩有望超预期，18 年股息率有望超过 5%。首次覆盖给予增持评级。

摘要:

- **首次覆盖给予增持评级。**预计 18-20 年 EPS 分别为 0.28、0.38、0.50 元。考虑到火电行业整体有望回暖，公司作为业内龙头有望优先受益，同时公司承诺 18-20 年提高分红比例至 70%，给予 18 年 22 倍 PE，对应目标价 7.6 港元，首次覆盖给予增持评级。
- **与众不同的观点：**市场认为市场煤价涨幅过高，公司盈利能力难以修复，我们认为公司煤价管控能力较强，即使在市场煤价较高的情况下，公司 18Q1 业绩依然明显改善，我们认为公司未来将显著受益于煤价逐步回归合理区间，业绩有望超预期。
- **规模、结构、技术优势显著，业内龙头地位无可撼动。**1) 公司装机规模全国最大，截至 2017 年底，发电资产分布超过 20 个省（市、区），控股装机容量 10432.1 万千瓦，业内龙头地位无可撼动。2) 从装机结构来看，公司机组以火电为主，同时机组较为优质，60 万千瓦以上机组占比超过 50%。3) 从机组运行水平来看，虽受近年来用电需求减少影响，公司机组利用小时数有所下降，但仍高于全国平均水平。2015~2017 年平均利用小时数分别为 4147、3921 和 3951 小时。
- **18Q1 业绩显著改善，全年业绩有望超预期，高股息率凸显配置价值。**1) **2018 年业绩有望超预期：**公司 18Q1 归母净利 12.19 亿元，同比增长 86.96%。Q1 业绩大超市场预期原因之一是量、价齐升带动收入端同比增长 15.11%；原因之二是成本端上升幅度远低于市场预期。公司煤价管控能力较好，通过测算我们预计公司 Q1 单位燃料成本同比上涨幅度在 8% 以内，低于煤炭现货价格涨幅。我们认为公司盈利能力逐步回升的拐点已在 18Q1 确立，Q2 受益于煤价下降业绩有望同比、环比均改善。随着煤炭需求旺季来临叠加进口煤政策收紧，下半年业绩尚存不确定性，但全年来看将大概率优于 17 年。同时长期来看，在煤价逐步回归合理区间以及电价、需求共同向好的推动下，公司有望进入 1-3 年的盈利能力修复周期。2) **提高分红比例至 70%，配置价值凸显。**公司承诺 18-20 年现金分红不低于可分配利润的 70%，我们预计公司 18 年全年归母净利为 40-50 亿元，由此计算得 18 年股息率将超过 5%。
- **风险提示：**用电需求疲软、煤价超预期上涨

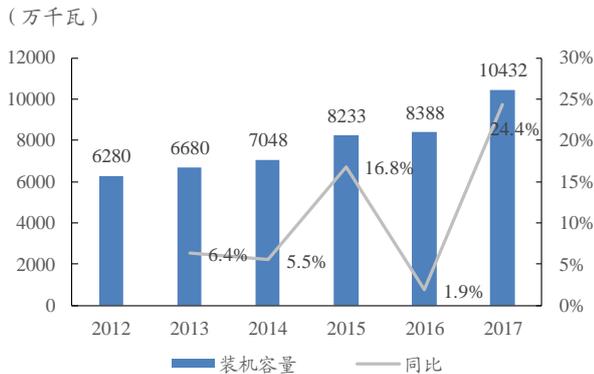
财务摘要 (百万人民币)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	125,407	128,905	113,814	152,459	166,186	171,072	174,136
(+/-)%	-6.3%	-7.9%	-12%	34%	9%	3%	2%
毛利润	31,396	37,451	24,424	17,250	24,221	27,904	31,425
净利润	10,546	13,786	8,814	1,793	4,299	5,769	7,580
(+/-)%	0.24%	13.16%	-36%	-80%	140%	34%	31%
PE	6.4	5.0	8.2	43.4	17.0	12.6	9.5
PB	0.99	0.91	0.89	1.03	1.01	0.99	0.96

1. 全国火电龙头，规模优势突出

1.1. 内生增长+外延收购，装机规模稳步增长

受益于收购资产及新机组投产，2017年装机容量大幅增长。2017年，公司完成对华能山东发电有限公司、华能吉林发电有限公司、华能黑龙江发电有限公司和华能河南中原燃气发电有限公司4家华能集团旗下公司以及汝州许继风电有限责任公司的收购，此外，当年新投产40余个电力项目，合计新增投产可控装机容量2044.3万千瓦。截至2017年末，可控装机容量达10432.1万千瓦，较上年末增长24.37%；权益装机容量达到9200.3万千瓦，较上年末增长20.08%。公司境内电厂广泛分布在26个省、自治区和直辖市，主要位于沿海、沿江地区和电力负荷中心区域；此外，公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司。

图 1: 2017 年公司装机容量大幅增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2: 2017 年公司发电量明显提升



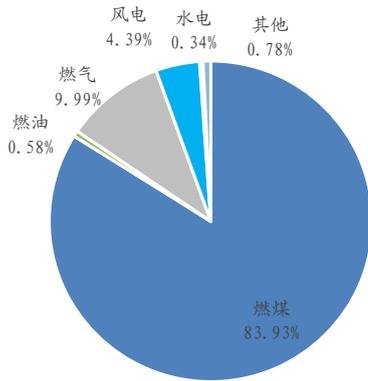
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.2. 主攻火电，积极发展清洁能源

火电为主，机组结构优质。火电公司电源结构以火电机组为主，截至2017年末，燃煤机组8,755.85万千瓦，占总装机的比重高达83.93%。近年来，公司高参数、大容量、高效机组比例逐步增加，公司火电机组中，超过50%是60万千瓦以上的大型机组，包括14台已投产的世界最先进的百万千瓦等级的超超临界机组、国内最高参数的66万千瓦高效超超临界燃煤机组和国内首座超超临界二次再热燃煤发电机组。

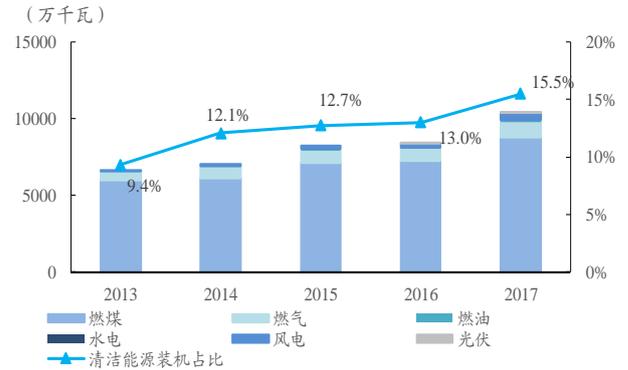
大力拓展清洁能源。公司清洁能源发电装机比例不断提高，截至2017年末，燃气机组装机容量达1,041.9万千瓦，较上年增加244.07万千瓦；风电装机容量为457.8万千瓦，较上年增加208.75万千瓦，其中海上风电30万千瓦；光伏发电装机容量为78.84万千瓦，较上年增加67.95万千瓦；公司清洁能源的可控装机容量占比为15.49%，较上年末提高2.48个百分点。

图 3: 燃煤机组占比高达 84%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 清洁能源装机占比逐步提高



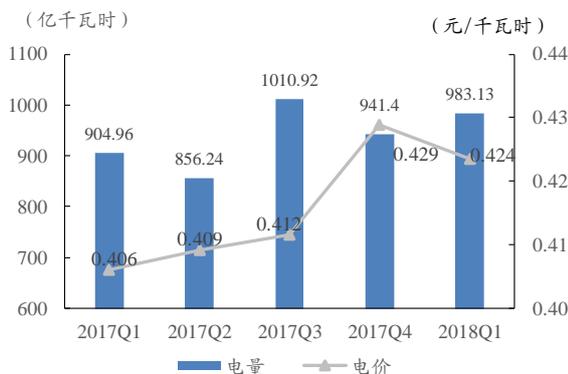
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2. 业绩改善空间大, 高分红凸显配置价值

2.1. 18Q1 业绩显著改善, 全年业绩有望超预期

成本端煤价管控能力较强, 18Q1 业绩大幅改善。收入端, 电量受益于气温较低以及工业用电需求增加, 18Q1 售电量 983.13 亿千瓦时, 同比增长 8.64%, 其中广东、福建、海南地区电量增长较多; 电价受益于 17 年 7 月电价上调, 以及主要的电量增长区域电价较高, Q1 上网电价 423.55 元/兆瓦时, 同比增长 4.33%, 量价齐升拉动公司营收同比增长 15.11%。成本端, 通过测算, 我们预计公司一季度单位燃料成本同比上涨幅度在 8% 以内, 低于煤炭现货价格涨幅, 公司煤价管控能力较好。各项因素综合作用, 公司火电业务同比显著改善, 叠加联营/合营电厂业绩向好, 公司投资收益提升, Q1 归母净利润 12.19 亿元, 同比大幅增长 87%。

图 5: 18Q1 电量电价均同比显著增长



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: 18Q1 业绩明显改善



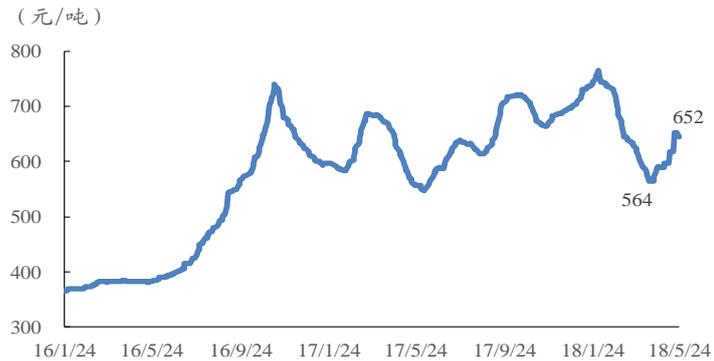
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

火电大周期拐点确立, 公司有望优先受益。

1) 煤价有望逐步回归合理区间: 作为影响火电盈利的最关键因素, 今年春节后煤价出现了一定程度的下行, 但近期在电煤需求增加、动

力煤期货上涨以及中间环节炒作等因素的共同作用下，动力煤市场价大幅反弹，以秦皇岛动力末煤 5500 大卡平仓价为例，已从 4 月 16 日的阶段低点 564 元/吨上涨到了 5 月 22 日的 652 元/吨。为此发改委频频出台政策管控煤价，5 月 21 日煤电工作会议提出要力争在 6 月 10 号前将 5500 大卡北方港平仓价引导到 570 元/吨以内。我们认为在发改委不断落实举措的背景下，煤价有望逐步回归合理区间。

图 7: 5 月以来秦皇岛动力末煤 (5500K) 价格反弹



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 1: 发改委频频出招管控煤价

时间	事件
5 月 18 日	发改委经济运行调节局负责人在回应近期煤价上涨过快问题时表示, 当前煤炭供需形势总体平稳, 煤炭价格大幅上涨没有市场基础。有关部门将采取增产量、增产能、增运力、增长协等 9 项措施, 以促进市场煤价回归合理区间。
5 月 21 日	政府相关管理部门 5 月 21 日下午召开煤电工作会议, 煤电工作会议提出要力争在 6 月 10 号前将 5500 大卡北方港平仓价引导到 570 元/吨以内。提出了多项具体调控措施: 1) 增加长协, 增加配套运力 2-3 亿吨。2) 要求神华、中煤把月度长协降到 570 以内。3) 要求电厂暂缓采购, 降低 5 天库存。4) 进口煤不超过去年总量的基础上向电厂倾斜。
5 月 25 日	发改委召开关于电煤市场供需及价格座谈会, 会议的主题是重点分析当前电煤市场供需及价格情况, 预测后期电煤价格走势, 提出稳定电煤价格的措施建议。

数据来源: 发改委, 国泰君安证券研究

2) 利用小时数持续回升: 18 年 1-4 月全社会用电量同比增长 9.3%, 电力需求持续向好, 受益于用电量高增长及装机增速减缓, 1-4 月火电利用小时为 1426 小时, 同比增加 69 小时。随着火电去产能的持续推进以及用电量需求不断向好, 火电利用效率有望继续提升。

图 8: 2018 年 1-4 月全社会用电量同比增长 9.3%

图 9: 火电利用小时持续回升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3) 电价: 煤电联动大概率不达预期, 但边际恶化风险较小。2016年下半年以来煤价大幅上涨, 若严格执行煤电联动机制, 按公式计算得电价应上调3.64分, 然而在“三去一降一补”以及国务院常务委员会提出“大力推行降电价”的背景下, 火电上网电价上调难度较大, 煤电联动大概率不达预期, 但电价下调, 边际恶化的风险也较小。

盈利回升拐点确立, Q2 业绩有望继续改善。受益于燃料成本控制良好, 18Q1 公司业绩超预期, 预计 Q2 有望延续 Q1 同比改善的良好态势, 甚至环比赶超 Q1。随着煤炭需求旺季来临叠加进口煤政策收紧, 公司下半年业绩尚存不确定性, 但全年来看将大概率优于 17 年, 公司盈利能力逐步回升的拐点已在 18Q1 确立, 在煤价逐步回归合理区间以及电价、需求共同向好的推动下, 公司火电向好的周期有望持续 1-3 年。

2.2. 高分红承诺, 配置价值凸显

锁定 70% 高分红比例, 18 年股息率有望超过 5%。2017 年, 公司计划每 10 股派息 1 元 (含税), 现金分红 (含税) 总额 15.20 亿元, 现金分红比率达到 88.14%。公司同时公告 2018-2020 年股东回报规划, 在当年盈利及累计未分配利润为正, 且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下, 公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的 70% 且每股派息不低于 0.1 元人民币, 70% 的派息比例高于公司章程中规定的 50%, 高分红计划超出市场预期。我们预计公司全年归母净利润为 40-50 亿元, 由此计算得 18 年股息率将超过 5%, 配置价值凸显。

3. 盈利预测及投资建议

核心假设:

- 1) 假设 18-20 年火电机组利用小时每年增加 50 小时, 风电、光伏利用小时与 2017 年持平;
- 2) 假设 18-20 年火电每年新增 100 万千瓦, 风电每年新增 150 万千瓦,

光伏每年新增 50 万千瓦，水电装机维持不变。

3) 假设 18-20 年公司单位燃料成本每年下跌 2.5%。

盈利预测:

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 1661.86 亿元、1710.72 亿元、1741.36 亿元，归母净利润分别为 42.99 亿元、57.69 亿元和 75.80 亿元。

投资建议:

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.28、0.38、0.50 元。考虑到火电行业整体有望回暖，公司作为业内龙头有望优先受益，同时近期公司承诺提高分红比例至 70%，给予 18 年 22 倍 PE，对应目标价 7.6 港元，首次覆盖给予增持评级。

4. 风险提示

电力需求疲软。经济增速不及预期、用电量下降将会导致公司机组利用水平降低，利用小时数进一步下滑。

煤炭价格上涨超预期。今年二月份以来，动力煤价格有所下降，动力煤的价格受煤炭供给侧改革影响较大，若煤炭供给侧改革力度进一步加大，可能导致动力煤价格上涨超出预期，

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

本报告仅限中国大陆地区发行，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，需在允许的范围内使用，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	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间

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香港恒生指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的比较标准

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香港恒生指数的涨跌幅。

行业投资评级	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

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:	gt_jaresearch@gtjas.com		