

公用事业

2018年12月07日

粤电力 A (000539)

——广东地区煤电龙头 业绩企稳逐步回升

报告原因：首次覆盖

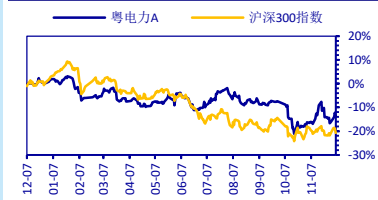
买入 (首次评级)

市场数据：	2018年12月06日
收盘价(元)	4.08
一年内最高/最低(元)	4.99/3.65
市净率	0.9
息率(分红/股价)	1.96
流通A股市值(百万元)	10420
上证指数/深证成指	2605.18/7735.05

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2018年09月30日
每股净资产(元)	4.61
资产负债率%	58.17
总股本/流通A股(百万)	5250/2554
流通B股/H股(百万)	798/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

相关报告

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
叶旭晨 A0230515030001
yexc@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818×转
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **粤电集团旗下电力运营平台。**公司大股东为粤电集团，实际控制人为广东省国资委，是广东省最大的煤电上市公司。截至目前，公司控股装机 2066 万千瓦，其中煤电装机容量 1735 万千瓦，占比 84.2%，公司煤电机组约占广东省煤电总装机容量 1/4。另外公司还拥有 280 万千瓦的天然气发电装机，以及 51 万千瓦的风电和水电资产。
- **电价、利用小时下行，叠加煤价大幅上涨，过去几年公司业绩经历断崖式下跌。**14 年电改 9 号文发布后，广东成为电改先锋，大力推进电力市场化交易。2015 年至今广东市场化交易电量年均增长约 74.6%，2018 年广东省电力市场化交易规模达 1600 亿千瓦时，已占全省发电量的 40%。过去几年随着溪洛渡、糯扎渡等云南大型水电项目投产，外来电冲击广东本地电力市场，煤电利用小时大幅减少，且市场化交易电量让利幅度居高不下。同时 16 年以来煤价大幅上涨，多因素叠加下公司 16 年初以来公司业绩经历断崖式下跌。
- **供需格局向好+电力市场化交易趋于理性，公司煤电业务量价预计有所改善；长期盈利修复仍待煤价回落。**当前广东电力供需整体向好，西电东送 18-19 年主要增量为澜沧江上游电站投产带来外来电，规模相对可控。伴随广东供需格局好转，电力市场化交易行为更加趋于理性，广东省 19 年年度长协成交价差为-45.09 厘/千瓦时，而 18 年该价差为-76.6 厘/千瓦时。明年市场化交易电量占比预计会进一步扩大，但是价差的大幅收窄将会使得公司综合上网电价企稳回升。公司 84% 的装机均为煤电机组，公司业绩对于煤价高度敏感。尽管当前煤价仍然处于高位，我们预计随着煤炭优质产能的逐步释放，明年开始煤价将会逐步回落，公司盈利有望逐步修复。
- **顺应能源清洁化大势，持续加码气电和风电项目，2020 年公司风电将会盈利业绩爆发期。**广东省当前能源清洁化转型果断，未来新增机组将以气电及风电等清洁能源为主。公司在深圳前湾及惠州区域拥有 6 台气电机组合计装机 234 万千瓦，上述机组气源有保障盈利可观。同时公司新建的惠州二期气电项目，4#已经投产，5#6#预计年内投产，为公司气电板块带来新的增量。公司近年来持续加码风电项目开发，截至目前在运风电项目约 37 万千瓦，2020 年我们预计公司将会投产 63 万千瓦的风电项目，其中包括 50 万千瓦的海上风电。2020 年底公司风电装机将会达到 125 万千瓦，较目前增长 237%。根据广东省十三五规划，到 2020 年底，广东省开工建设海上风电装机容量约 1200 万千瓦以上，其中建成 200 万千瓦以上。公司作为区域电力龙头，未来有望进一步加码海上风电开发，将海上风电打造为公司新的利润增长点。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 10.02、14.08、20.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21、15 和 11 倍。考虑到公司煤电板块盈利逐步修复，积极加码清洁能源业务，估值水平及盈利增速均好于行业平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**电煤价格上涨，广东省电力需求不及预期

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26,644	20,956	28,585	30,955	32,615
同比增长率(%)	17.47	5.13	7.30	8.30	5.40
净利润(百万元)	743	939	1,002	1,408	2,005
同比增长率(%)	-20.65	20.04	43.80	40.50	42.40
每股收益(元/股)	0.14	0.18	0.19	0.27	0.38
毛利率(%)	12.6	12.7	10.8	13.4	17.3
ROE(%)	3.1	3.9	4.1	5.4	7.2
市盈率	29		21	15	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

根据广东省电力供需形势，我们预计公司煤电机组利用小时 2018-2020 年分别增加 250、50、20 小时，预计公司 18-20 年营业收入分别达到 28.59、30.96 和 32.62 亿元，18-20 年归母净利润分别为 10.02、14.08、20.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21、15 和 11 倍。选取 A 股上市的火电板块重点公司作为可比标的，经测算可比公司 18、19 年 PE 平均估值为 32 倍、19 倍和 15 倍，PB 平均为 1.06 倍，公司 PE、PB 估值均显著低于行业平均。当下电力供需格局向好，市场电让利幅度收窄，有望推动公司电价回升；同时随着煤炭领域优质产能逐步释放，煤价有望回落公司传统煤电资产盈利逐步修复；公司当前正在持续加速风电资产的开发，2020 年开始公司风电板块逐步进入爆发期。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

公司煤电机组利用小时 2018-2020 年分别增加 250、50、20 小时

有别于大众的认识

供需格局向好+电力市场化交易趋于理性，公司煤电业务量价预计有所改善。当前广东已经停止新建燃煤机组，新增装机以利用小时数相对较低的清洁能源为主，今年投产的滇西北至深圳±800 千伏特高压直流输电能力 200 亿千瓦时，规模相对可控。电力供需整体向好，电力市场化交易行为更加趋于理性，广东省 19 年年度长协成交价差为-45.09 厘/千瓦时，而 18 年该价差为-76.6 厘/千瓦时。明年市场化交易电量占比预计会进一步扩大，但是价差的大幅收窄将使得公司综合上网电价企稳回升。公司 84% 的装机均为煤电机组，公司业绩对于煤价高度敏感。尽管当前煤价仍然处于高位，我们预计随着煤炭优质产能的逐步释放，明年开始煤价将有所回落，公司盈利有望改善。

顺应能源清洁化大势，2020 年公司风电将会迎来业绩爆发期。广东省未来新增机组将以气电及风电等清洁能源为主，公司在深圳前湾及惠州区域拥有合计装机 234 万千瓦，气源有保障盈利可观。同时公司新建的惠州二期气电项目，4#已经投产，5#6# 预计年内投产，为公司气电板块带来新的增量。公司近年来持续加码风电项目开发，截至目前在运风电项目约 47 万千瓦，2020 年我们预计公司风电装机将会达到 125 万千瓦。公司作为区域电力龙头，未来有望进一步加码海上风电，打造公司利润新增长点。

股价表现的催化剂

煤炭价格下跌，公司海上风电项目投产

核心假设风险

电煤价格大幅上涨，广东省电力需求不及预期

目录

1.粤电集团旗下电力资产运营平台.....	6
2.广东省电力供需好转 火电机组具备盈利弹性	8
2.1 广东省力推能源清洁化 电力供需格局稳中向好	8
2.2 煤电机组有望受益煤价回落及市场化让利收窄.....	10
2.2 气电机组盈利能力稳定 未来仍有增长空间	14
3.顺应能源清洁化趋势 大力发展风电项目	15
4.盈利预测及估值.....	17

图表目录

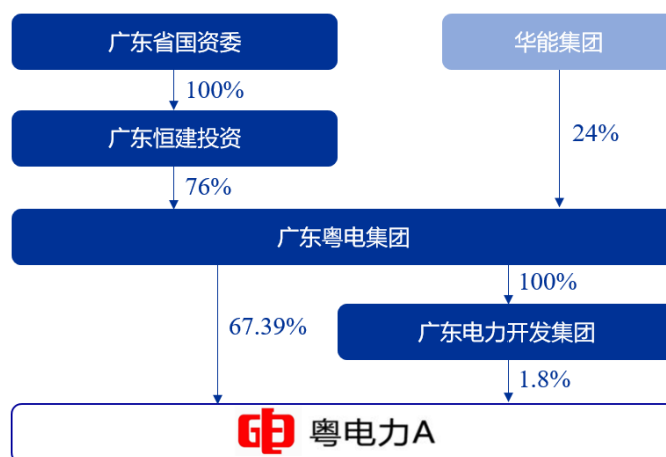
图 1：粤电力 A 股权结构（截至 2018 年 9 月底）	6
图 2：公司 2018 年 6 月底机组装机容量构成	7
图 3：公司近年来发电量情况	7
图 4：公司营业收入情况	7
图 5：公司归母净利润情况	7
图 6：广东省 2017 年电量供给构成	8
图 7：广东省净输入电量情况	8
图 8：广东省用电量及装机容量增速	9
图 9：广东省电源装机利用小时数情况	9
图 10：广东省十三五规划 2020 年电源装机分布	10
图 11：广东省内 2015-2020 年新增电源装机分布	10
图 12：广东省电煤价格指数（元/吨）	11
图 13：公司 2017 年营业成本构成	11
图 14：公司平均上网电价逐年下降（单位：元/千瓦时，不含税）	11
图 15：秦皇岛港 5500 大卡煤炭平仓价（元/吨）	12
图 16：全国煤炭需求及产能预测	12
图 17：广东省月度集中竞价交易出清价差（单位：厘/千瓦时）	13
图 18：沙角电厂地理位置优越	13
图 19：前湾电厂净利润情况	14
图 20：惠州电厂净利润情况	14
图 21：公司风电装机容量增长情况（万千瓦）	15
图 22：广东省海上风电竞争性配置评分分配	16
图 23：海上风电每降价 0.1 分钱获得的边际分数	16
表 1：云南省近年投产的外送广东工程	8
表 2：2018 年 6 月底公司在运机组情况（万千瓦）	10
表 3：煤炭历史产能变化及未来产能预测（亿吨）	12
表 4：2018 年 6 月底公司在运及在建气电机组情况（万千瓦）	14

表 5：公司目前在运及在建风电机组情况（万千瓦）	15
表 6：火电板块重点标的估值表	17
表 7：公司盈利预测（百万元，元/股）	17

1. 粤电集团旗下电力资产运营平台

公司全称广东电力发展股份有限公司，为广东省最大火电企业，1994 年登陆深交所，为我国最早电力上市公司之一。公司股权结构高度集中，截至 2018 年 9 月底，广东粤电集团直接及间接合计持有公司 69.2% 股份，公司为粤电集团旗下唯一上市公司。粤电集团为广东省大型能源集团，业务涉及电力、煤炭、航运、LNG 接收站等，广东省国资委及华能集团分别持有粤电集团 76% 和 24% 股份。

图 1：粤电力 A 股权结构（截至 2018 年 9 月底）

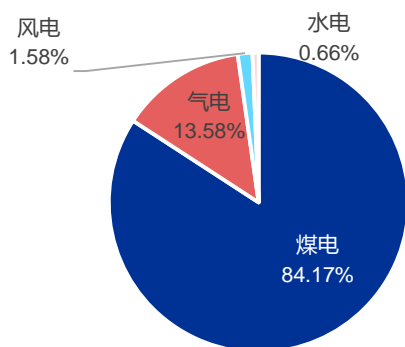


资料来源：公司公告，申万宏源研究

控股装机容量 2066 万千瓦，煤电占比高达 84%。截至 2018 年 6 月底，公司拥有控股装机容量 2066 万千瓦，其中煤电装机容量 1735 万千瓦，占比 84.2%，公司煤电机组约占广东省煤电总装机容量 1/4；今年上半年惠州燃气电厂二期 4 号机组（46 万千瓦）投产，公司气电装机容量达到 280 万千瓦，占比 13.6%。

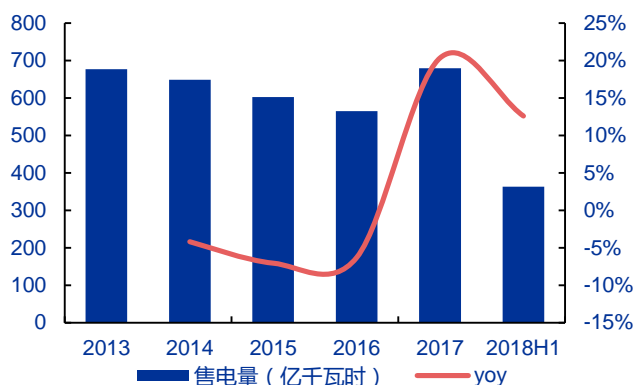
受益电力需求回暖，公司 2017 年以来售电量大幅回升。十二五期间受制于广东省电力需求疲软及西电东送规模较大，公司 2013-2016 年上网电量持续下滑。2017 年以来全国电力需求整体回暖，广东省 2017 年用电量同比增长 6.22%，2018 年 1-10 月用电量同比增长 6.14%，公司上网电量大幅回暖，2018 年上半年同比增长 12.6%。

图 2：公司 2018 年 6 月底机组装机容量构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

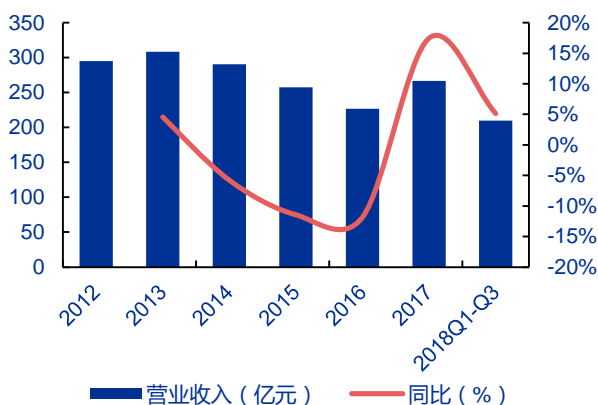
图 3：公司近年来发电量情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

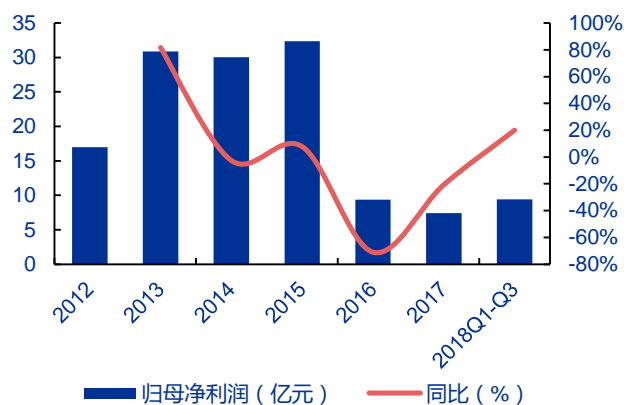
营业收入增速逐渐回暖，盈利能力仍受煤价压制。公司营业收入增速与售电量趋同，2017 年开始逐步回暖，2018 年上半年实现营业收入 209.56 亿元，同比增长 5.13%。2016 年下半年煤炭价格开始大幅上涨，且当年公司部分电厂超低排放改造使得原有设备部件提前报废，公司计提约 7.6 亿元资产减值损失，两因素叠加导致 2016 年净利润下滑超过 70%。2017 年煤价继续高位运行，公司归母净利润再次下滑约 20%。2018 年前三季度用电需求回暖、公司机组利用小时数增加，同时受益于参股公司山西能源盈利能力大幅增长，公司前三季度归母净利润同比增长 20.04%。当前公司盈利能力相较“十二五”期间仍处于底部，业绩释放有待煤价回落。

图 4：公司营业收入情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 广东省电力供需好转 火电机组具备盈利弹性

2.1 广东省力推能源清洁化 电力供需格局稳中向好

广东省为西南水电主要消纳地之一，外来电占比超过 1/4。广东省为云南溪洛渡、糯扎渡、广西龙滩等电站主要消纳地，2017 年广东省用电量来源中，外来电占比高达 27%，火电发电量占比 53%，核电发电量占比 13.43%。

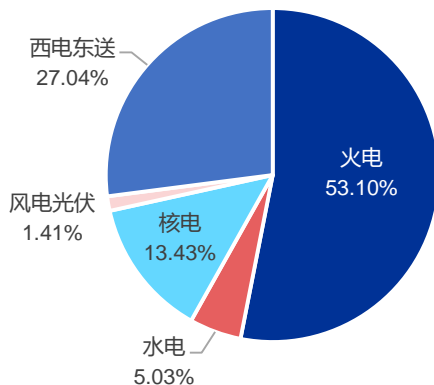
净输入电量逐年提高，大幅冲击省内机组利用小时数。十二五期间云南省小湾、糯扎渡、龙开口等大型电站相继投产，由于外送工程大幅滞后于电源建设，云南省外送广东电量主要取决于送出工程建设进度。随着云广特高压、溪洛渡直流工程、糯扎渡直流工程的相继投产，广东省净输入电量实现阶梯式增长，大幅冲击本省电源机组利用小时数。

表 1：云南省近年投产的外送广东工程

工程名称	工程线路	规格 (KV)	外送能力 (万千瓦)	核准时间	投运时间
云广特高压工程	云南楚雄-广东增城	±800 直流投产,	500	2006	2010
溪洛渡直流工程	云南昭通-广东从化	±500 直流	双回共 640	2011	2014
糯扎渡直流工程	云南普洱-广东江门	±800 直流	500	2011	2015
滇西北特高压直流工程	滇西北-广东深圳	±800 直流	500	2015	2018

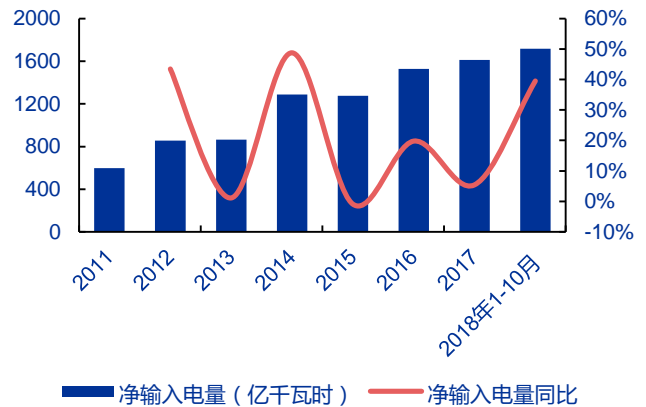
资料来源：南方电网，申万宏源研究

图 6：广东省 2017 年电量供给构成



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 7：广东省净输入电量情况



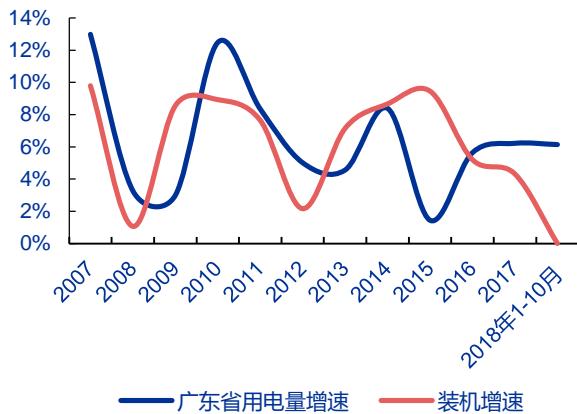
资料来源：中电联，申万宏源研究

广东省煤电供给侧改革力度较大，不再新建煤电项目，装机容量增速大幅下滑。近年来广东省控制煤电新增装机力度不断加大，国家能源局 2017 年 1 月发布《关于衔接广东省“十三五”煤电投产规模的函》，将广东省 1222 万千瓦煤电项目建设推迟至十四五及以后。广东省 2018 年 7 月发布《打赢蓝天保卫战行动方案(2018-2020 年)(征求意见稿)》，提出全省不再新建煤电项目，推进淘汰环保、能耗、安全等不达标的 30 万千瓦以下燃煤机

组。广东省 2018 年新增清洁能源装机容量与淘汰的小火电机组装机容量大致相等，1-10 月电源总装机容量基本零增长。

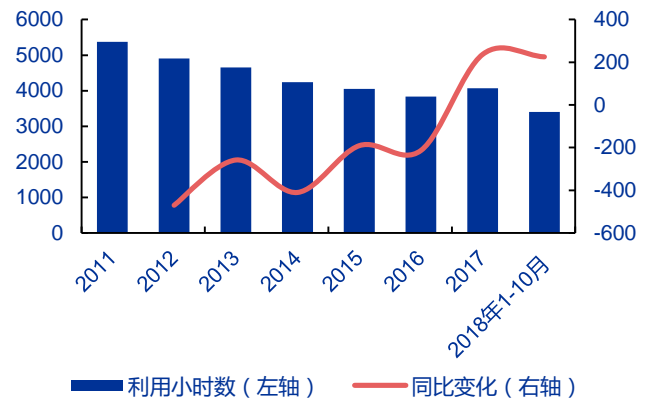
电力供需整体向好，2018 年上半年省内机组利用小时数回升。广东省 2016 年至今用电需求持续回暖，2018 年 1-10 月用电需求同比增长 6.14%，省内电力供需有所好转。2018 年 5 月南方电网第三条±800 千伏直流工程——滇西北至深圳±800 千伏特高压直流投运，加之三季度云南省来水情况大幅向好，广东省 1-10 月净输入电量同比增长 39%。在用电需求回暖、本省装机增速趋零、外来电大幅增加的综合影响下，广东省电源机组今年 1-10 月利用小时数同比增加 225 小时，公司 2018 年上半年发电利用小时数同比增加 255 小时。

图 8：广东省用电量及装机容量增速



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 9：广东省电源装机利用小时数情况

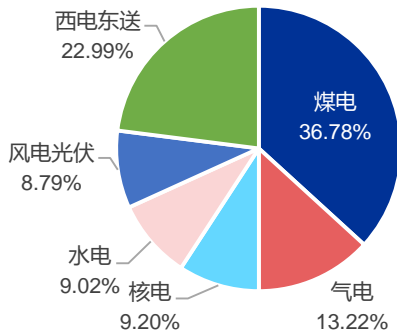


资料来源：中电联，申万宏源研究

广东省新增装机以清洁能源为主，预计未来几年电力供需偏紧，省内电源机组利用小时数稳中有升。广东省能源“十三五”规划提出至 2020 年广东省煤电装机占比降至 36.78%（当前占比为 47.8%）。以 2015 年底装机为基数，十三五期间规划新增装机 3600 万千瓦，其中煤电 600 万千瓦、气电 900 万千瓦、核电 800 万千瓦、可再生能源装机 1100 万千瓦，清洁能源新增装机占比高达 83%。

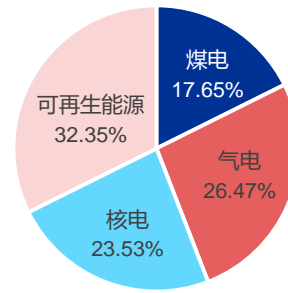
清洁能源中，除核电利用小时数较高外，风电、光伏等利用小时数大幅低于煤电，实际发电能力增幅小于装机量增幅。西电东送 2018-2019 年主要增量为澜沧江上游电站投产带来外送电，今年投产的滇西北至深圳±800 千伏特高压直流年输电能力 200 亿千瓦时，规模相对可控，由此我们判断广东省未来几年电力供需格局逐渐好转，省内电源机组利用小时数有望稳中有升。

图 10：广东省十三五规划 2020 年电源装机分布



资料来源：广东省发改委，申万宏源研究

图 11：广东省内 2015-2020 年新增电源装机分布



资料来源：广东省发改委，申万宏源研究

2.2 煤电机组有望受益煤价回落及市场化让利收窄

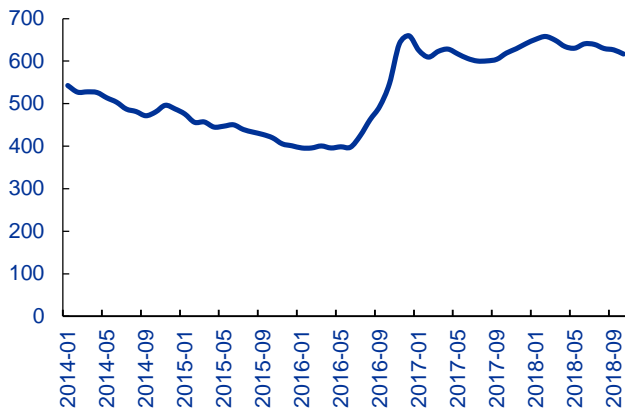
煤电机组为公司主要装机，大型机组占比较高。截至 2018 年 6 月底，公司拥有控股煤电机组 1735 万千瓦，占公司总装机 84.2%，占广东省煤电总装机容量约 1/4。公司煤电装机以大型机组为主，60 万千瓦以上机组占比超过 70%。

表 2：2018 年 6 月底公司在运机组情况（万千瓦）

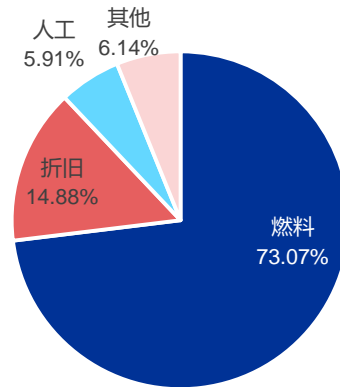
电厂	位置	类型	机组成成	控股装机	持股比例	权益装机
惠来电厂	广东惠来	煤电	2×60+2×100	320	65%	208
汕尾电厂	广东汕尾	煤电	2×60+2×66	252	65%	164
平海电厂	广东惠州	煤电	2×100	200	45%	90
韶关电厂	广东韶关	煤电	2×33+2×60	186	90%	167
湛江电厂	广东湛江	煤电	4×33	132	76%	100
沙角 A 电厂	广东东莞	煤电	3×21+2×33	129	100%	129
大埔电厂	广东梅州	煤电	2×60	120	100%	120
湛江奥里油电厂	广东湛江	煤电	2×60	120	90%	108
茂名电厂	广东茂名	煤电	1×20+1×33+1×60	113	67%	75.3
台山电厂	广东台山	煤电	5×60+2×100	100	20%	100
盘南电厂	贵州盘南	煤电	4×60	34.3	14%	34.3
威信电厂	云南	煤电	2×60	23.5	20%	23.5
京泰煤矸石电厂	内蒙古	煤电	2×30	4.8	8%	4.8
煤电合计				1735		1324

资料来源：公司公告，集团官网，申万宏源研究

煤炭供给侧改革引发煤炭价格暴涨，大幅冲击公司盈利能力。受煤炭供给侧改革影响，2016 年下半年全国电煤价格整体大幅上涨，广东省煤炭价格处于全国较高水平，公司燃料成本占比在全国主要火电公司中位于前列，2017 年高达 73%，燃料成本上涨大幅冲击公司盈利能力。

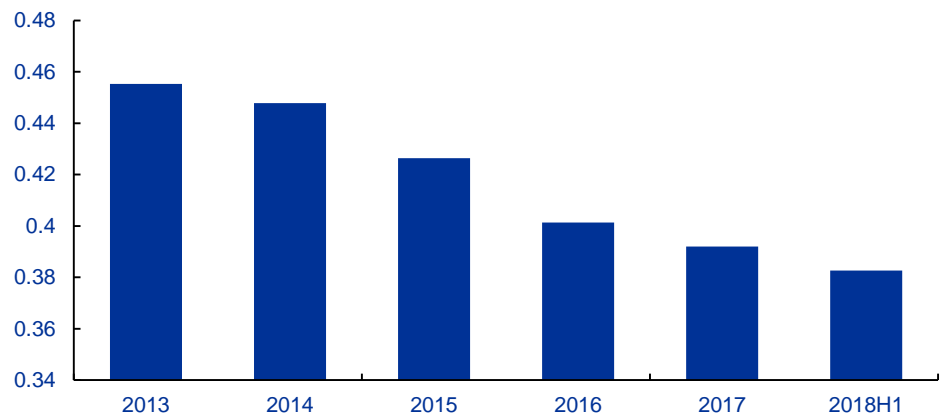
图 12：广东省电煤价格指数（元/吨）


资料来源：中电联，申万宏源研究

图 13：公司 2017 年营业成本构成


资料来源：公司公告，申万宏源研究

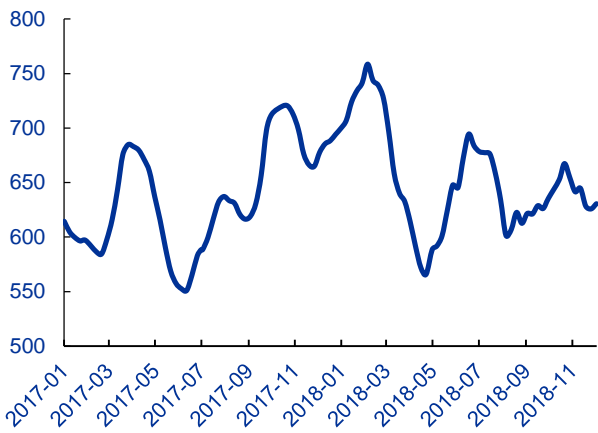
电力供给过剩背景下，市场化竞价导致电价大幅降低，综合因素导致 2016 年来业绩断崖式下滑。广东省为我国电力市场化改革先锋，2013 年底率先开展电力集中竞价交易，2015 年电改 9 号文发布后，广东电力市场化交易比例进一步提高，2015 年至今广东市场化交易电量年均增长约 74.6%，2018 年 1-10 月广东省合计完成电力市场化交易 1535 亿千瓦时，约占广东全社会用电量的 25%。广东省过去几年用电需求疲软，加之西南水电冲击，省内电力供给整体过剩，市场化竞价直接导致公司平均上网电价大幅下降。叠加燃料成本上涨，公司 2016 年净利润出现断崖式下滑。

图 14：公司平均上网电价逐年下降（单位：元/千瓦时，不含税）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

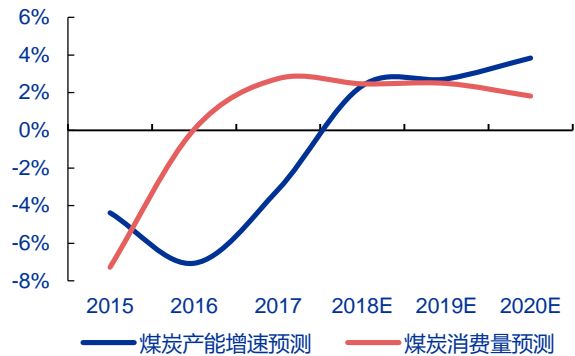
煤炭优质产能逐渐释放，未来煤价有望回落。2018 年下半年全国煤炭价格开始小幅下滑，尽管当前煤价仍然处于相对高位，我们判断煤炭供给侧改革边际影响减弱。随着煤炭优质产能的逐步释放，2019、2020 年全国煤炭供需格局逐步宽松，煤价将会逐步回落，公司业绩对于煤价高度敏感，后续盈利有望逐步修复。

图 15：秦皇岛港 5500 大卡煤炭平仓价（元/吨）



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 16：全国煤炭需求及产能预测



资料来源：国家统计局，煤炭市场网，申万宏源研究

表 3：煤炭历史产能变化及未来产能预测（亿吨）

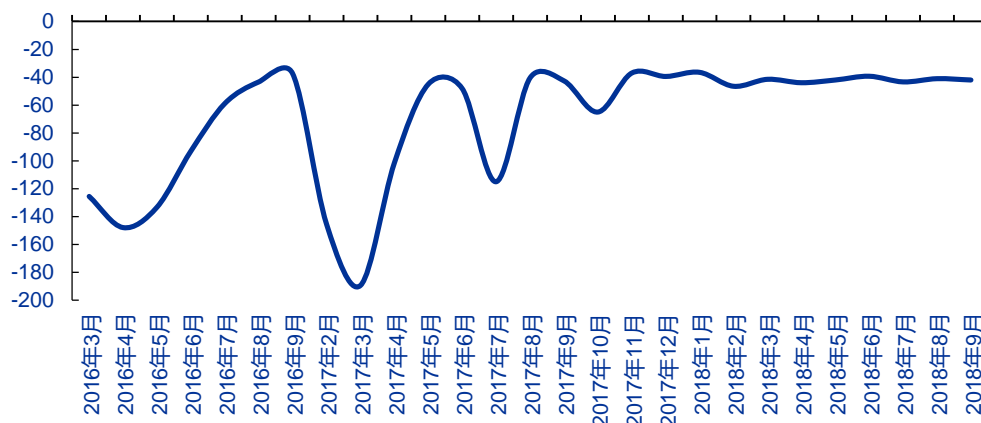
项目	2017 年	2018 年	2019E	2020E
去产能	-1.7	-1.67	-0.8	-0.31
计算核增产能	1.15	0.96	0	0
新建产能	0.65	1.5	1.73	1.04
当年产能净增加	0.1	0.79	0.93	1.35
当年产能	33.35	34.14	35.07	36.42

资料来源：国家能源局，申万宏源研究

2019 年年度电力双边协商出清价差大幅收窄，提升公司盈利能力。广东省电力交易中心当前交易品种主要包括年度双边协商交易、合同电量集中交易，以及月度集中竞价交易和发电合同转让。年度交易通常在上一年末进行，反映市场对下一年度电力供需的预期，约占总市场化电量的 70%；月度交易频率较高，反映当下电力市场供需情况，约占总市场化电量的 30%。

2017 年末签订的广东省 2018 年年度双边协议平均价差为-7.66 分/千瓦时，而 2018 年广东省月度集中竞价交易出清价差趋于稳定，目前价差在-4.2 分/千瓦时左右，两者差异主要源于 2017 年末市场交易主体对 2018 年电力供需形势的误判。广东电力交易中心 11 月 23 日发布 2019 年年度双边协商初步成交结果，成交电量 1189 亿千瓦时，成交平均价差-4.509 分/千瓦时，与月度交易价差基本持平，较 2018 年年度交易价差大幅收窄。广东省目前省内电源市场化交易比例约为 40%，随着电改的推进，2019 年市场化交易电量占比预计会进一步扩大，但是价差的大幅收窄将会使得公司综合上网电价企稳回升。

图 17：广东省月度集中竞价交易出清价差（单位：厘/千瓦时）



资料来源：广东电力交易中心，申万宏源研究

沙角 A 电厂退役计划时间落地，公司积极争取电量替代及原有土地利用。广东省目前大力推广燃气发电，逐步淘汰 30 万千瓦及以下煤电纯凝机组。沙角 5 台机组相继投产于上世纪 80 年末至 90 年代初，合计装机容量 129 万千瓦，机组较为老旧。2018 年 2 月广东省下发沙角电厂关停方案，1 号机于 2019 年年底前实施关停、2-3 机组于 2020 年年底前实施关停、4-5 号机组于 2023 年年底前实施关停。

沙角电厂位于东莞虎门，地处珠三角核心区域，拥有东莞为数不多的海岸线资源，由沙角 A（公司旗下）、沙角 B（深圳能源旗下）、沙角 C（粤电集团旗下）三厂共 10 台机组组成。公司将根据沙角 A 电厂机组逐步退役的情况，争取替代电源最有利的建设方案，落实建设条件和核准前工作，并推进对原厂区土地的开发利用。

图 18：沙角电厂地理位置优越



资料来源：百度地图，申万宏源研究

2.2 气电机组盈利能力稳定 未来仍有增长空间

广东大力推广燃气项目,公司惠州电厂二期年内投运。广东近年来大力发展燃气项目,提出到 2020 年省内气电总装机容量达到 2300 万千瓦,占比 17.2%。公司新建的惠州二期气电项目,4#已经投产,5#6#预计年内投产,为公司气电板块带来新的增量。花都热电厂 92 万千瓦有望于 2021 年投产,气电装机未来拥有合计 66%增长空间。

表 4 : 2018 年 6 月底公司在运及在建气电机组情况 (万千瓦)

项目名称	类型	机组构成	装机容量	所在地	预计投产时间
前湾电厂	气电	3×39	117	广东深圳	
惠州电厂一期	气电	3×39	117	广东惠州	
惠州电厂二期 4#机组	气电	1×46	46	广东惠州	
气电在运合计			280		
惠州二期 5#6#机组	气电	2×46	92	广东惠州	2018
花都天然气热电	气电	2×46	92	广东广州	2021
气电在建合计			184		

资料来源:公司公告,申万宏源研究

前湾及惠州燃气一期机组采购低价大鹏气,盈利能力稳定。前湾电厂与惠州电厂从深圳大鹏公司采购天然气,气源来自澳大利亚,购气合同为 25 年照付不议(2006 年开始)。天然气价格由 LNG 单价、运输费、气化管理费、税费及其他费用组成,其中 LNG 单价与原油价格挂钩,封顶价格为 2.7093 美元/吉焦;运输费、气化管理费等根据维运成本浮动。近年来国内天然气价格大幅上涨,但是公司稳定的大鹏气源价格使得公司燃气机组盈利能力非常稳定。

图 19 : 前湾电厂净利润情况



资料来源:公司公告,申万宏源研究

图 20 : 惠州电厂净利润情况



资料来源:公司公告,申万宏源研究

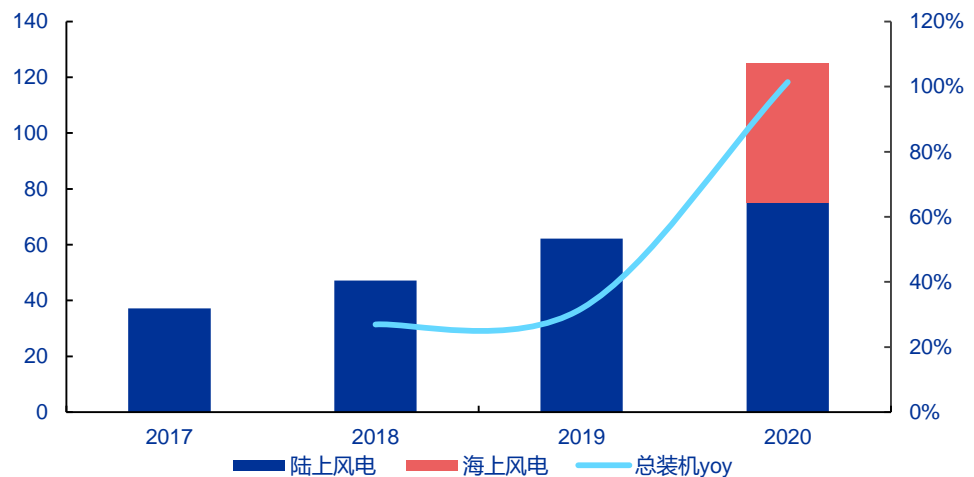
广东省下调气价不影响公司已有机组,惠州二期或受一定冲击。广东省发改委今年 8 月发文下调燃气机组上网电价,现行上网电价高于 0.665 元/千瓦时的统一降低为 0.665 元,新投产机组的上网电价统一调整为每千瓦时 0.665 元。公司目前深圳前湾和惠州 LNG 一期机组上网电价为每千瓦时 0.533 元,不受此次调价影响。惠州 LNG 电厂二期 3×46 万千瓦

机组将于 2018 年内整体投运，二期机组采用中石油管道气，标杆电价的下降将对新投产机组的盈利能力造成冲击。

3.顺应能源清洁化趋势 大力发展风电项目

公司近年来大力调整电源结构，大力发展风电项目。广东省鼓励发展海上风电，根据广东省十三五规划，到 2020 年底，广东省开工建设海上风电装机容量约 1200 万千瓦以上，其中建成 200 万千瓦以上。公司计划“十三五”末清洁能源占比争取由目前的约 15%（含天然气发电）提升到约 29% 左右（含天然气发电），风电项目成为公司未来装机主要增量。公司目前在运风电装机 37.14 万千瓦，拥有在建陆上风电项目 38 万千瓦，其中 10 万千瓦有望今年投产；在建海上风电项目合计 100 万千瓦，至 2020 年底公司风电装机将会达到 125 万千瓦，较目前增长 166%。

图 21：公司风电装机容量增长情况（万千瓦）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：公司目前在运及在建风电机组情况（万千瓦）

项目名称	类型	装机容量	所在地	预计投产时间
湛江风电	陆上风电	9.9	广东湛江	
热水风电	陆上风电	4.95	广东河源	
石碑山风电	陆上风电	10.02	广东靖海	
惠来风电	陆上风电	1.32	广东惠来	
雷州红心楼风电	陆上风电	4.95	广东雷州	
南澳风电	陆上风电	6	广东深圳	
在运合计		37.14		
徐闻曲界	陆上风电	5	广东湛江	2018
徐闻石板岭	陆上风电	5	广东湛江	2018
和平紫云嶂	陆上风电	5	广东河源	2019
平远茅坪	陆上风电	5	广东梅州	2019

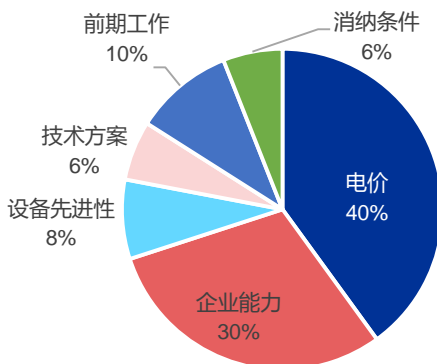
南雄朱安村	陆上风电	5	广东南雄	2019
大高山风电	陆上风电	5	湖南怀化	2020
和平紫云嶂二期	陆上风电	4	广东河源	2020
平远茅坪二期	陆上风电	4	广东梅州	2020
陆上风电在建合计		38		
湛江外罗	海上风电	20	广东湛江	2020
阳江沙扒	海上风电	30	广东阳江	2020
金湾	海上风电	30	广东珠海	2022
外罗二期	海上风电	20	广东湛江	2022
海上风电在建合计		100		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司目前海上风电项目均已核准，不受竞价上网新规影响。2018年5月，国家能源局发文，要求新增风电项目以落实消纳条件为前提，从2019年起各省新增核准的集中式陆上、海上风电项目全部竞价上网。公司海上风电项目均已获得核准，不受竞价上网新规影响，保障了公司风电项目盈利能力。

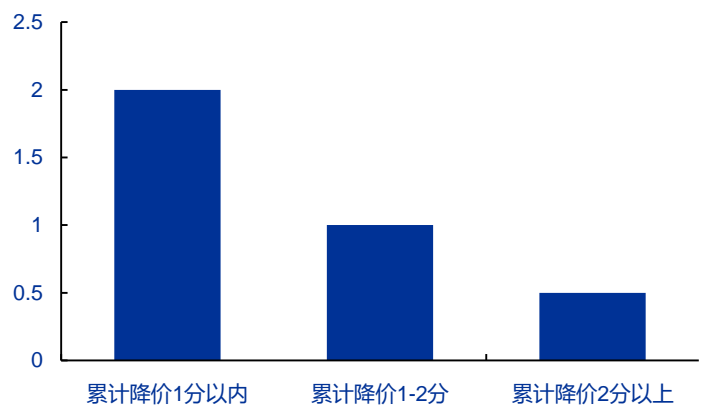
广东省海上风电竞争性配置方案出台，电价评分占比仅40%，竞争性电价下降空间有限，利好公司后续核准项目。广东省发改委2018年11月发布风电竞争性配置评分办法，该办法不再单一以电价作为判断指标，综合考虑电价、企业能力、设备、技术方案等，电价基础分值占比为40%（不设上限）。此外，电价分值计算采用累进递减机制，在国家规定的广东省海上风电电价基础上，上网电价降价1分以内的，每降低0.1分获得2分；累计降价1分-2分之间的部分，每降低0.1分获得1分；累计降价超过2分的部分，每降低0.1分获得0.5分。得分累进递减机制使得大幅降价的边际收益显著降低，利于海上风电上网电价保持合理区间，我们判断竞争性电价的价差有望保持在2分钱以内，利好公司后续核准项目盈利能力。

图 22：广东省海上风电竞争性配置评分分配



资料来源：广东省发改委，申万宏源研究

图 23：海上风电每降价 0.1 分钱获得的边际分数



资料来源：广东省发改委，申万宏源研究

4.盈利预测及估值

根据广东省电力供需形势，我们预计公司煤电机组利用小时 2018-2020 年分别增加 250、50、20 小时，预计公司 18-20 年营业收入分别达到 28.59、30.96 和 32.62 亿元，18-20 年归母净利润分别为 10.02、14.08、20.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21、15 和 11 倍。选取 A 股上市的火电板块重点公司作为可比标的，经测算可比公司 18、19 年 PE 平均估值为 32 倍、19 倍和 15 倍，PB 平均为 1.06 倍，公司 PE、PB 估值均显著低于行业平均。当下电力供需格局向好，市场电让利幅度收窄，有望推动公司电价回升；同时随着煤炭领域优质产能逐步释放，煤价有望回落公司传统煤电资产盈利逐步修复；公司目前正在持续加速风电资产的开发，2020 年开始公司风电板块逐步进入爆发期。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：火电板块重点标的估值表

代码	简称	评级	2018/12/6			EPS			PE		PB
			最新收盘价	18E	19E	20E	18E	19E	20E		
600011.SH	华能国际	增持	7.16	0.13	0.32	0.40	55	23	18	1.34	
601991.SH	大唐发电	增持	3.17	0.16	0.22	0.23	20	15	14	1.24	
600027.SH	华电国际	增持	4.77	0.20	0.27	0.34	24	17	14	0.98	
000600.SZ	建投能源	增持	5.06	0.12	0.19	0.34	41	27	15	0.84	
000543.SZ	皖能电力	买入	4.84	0.22	0.33	0.38	22	15	13	0.90	
	平均						32	19	15	1.06	
000539.SZ	粤电力 A	-	4.08	0.19	0.27	0.38	21	15	11	0.89	

资料来源：wind，申万宏源研究

表 7：公司盈利预测（百万元，元/股）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	25724	22681	26644	28585	30955	32615
二、营业总成本	20812	21000	25624	27700	29170	29558
其中：营业成本	18054	17794	23292	25497	26795	26963
营业税金及附加	230	300	244	229	248	261
销售费用	2	3	8	23	25	26
管理费用	922	776	655	643	635	669
财务费用	1582	1370	1279	1285	1447	1619
资产减值损失	23	758	146	23	21	20
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	801	341	489	700	650	580
三、营业利润	5713	2019	1555	1586	2436	3637
加：营业外收入	98	99	9	100	40	40
减：营业外支出	19	213	10	10	10	10
四、利润总额	5793	1905	1554	1676	2466	3667
减：所得税	1163	619	416	244	454	803
五、净利润	4630	1286	1138	1432	2012	2864
少数股东损益	1392	350	395	430	604	859

归属于母公司所有者的净利润	3238	937	743	1002	1408	2005
六、基本每股收益	0.62	0.18	0.14	0.19	0.27	0.38

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。