

# 華能國際電力股份(902.HK)

## 盈利遜預期，但估值吸引

### 香港 | 公用 | 公司研報

30 March 2017

### 投資要點

- 2016 年全年盈利遜預期，但目前估值吸引。
- 今年首兩個月全國用電數據理想，我們對集團前景看法是審慎樂觀。
- 我們預期煤炭價格將會繼續調整，將有助減低火電燃料成本。

### 業績概況

華能國際電力主要於中國及新加坡從事發電業務並銷售電力予其各自所在地的省或地方電網運營企業。截至 2016 年 12 月 31 日，公司可控發電裝機容量為 83,878 兆瓦，權益發電裝機容量為 76,618 兆瓦，是中國最大的上市發電公司之一。此外，公司近期分別有光伏和燃煤機組投運。截至 2017 年 3 月 21 日，公司可控發電裝機容量 101,116 兆瓦，權益發電裝機容量 89,545 兆瓦。2016 年公司中國境內各運行電廠按合併報表口徑累計完成發電量 3,136.90 億千瓦時，同比下降 2.13%；完成售電量 2,958.00 億千瓦時，同比下降 2.05%。

根據 2016 的全年業績報告，集團 2016 年營業收入人民幣 1,138.14 億元，比上年同期下降 11.71%；歸屬於公司股東的淨利潤人民幣為 85.20 億元，比上年同期下降 37.59%；2016 年上半年歸屬於公司股東的淨利潤人民幣是 61.77 億元，顯示出 2016 年下半年盈利大幅倒退，倒退幅度比我們之前的預期較大；每股盈利為 0.56 元人民幣，遜於我們預期每股盈利 0.64 元。每股淨資產為 5.66 元人民幣，比上年末增長 2.21%，現價依然有較大的資產淨值折讓。

華能中國境內業務權益利潤為人民幣 87.60 億元，比上年的人人民幣 137.11 億元減少人民幣 49.51 億元，主要原因與其他中國傳統火力發電公司一樣，2016 年下半年受壓於煤價上升，煤價上漲降低大幅了火力發電廠的盈利能力；以及工業用電需求降低，導致國內電力產能過剩，國家發改委下調了燃煤電廠上網電價。公司全資擁有的新加坡大士能源有限公司累計發電量市場佔有率為 21.5%，比去年同期下降 0.2 個百分點。由於新加坡電力市場繼續呈供過於求狀況，新加坡業務權益虧損為人民幣 2.40 億元，比上年虧損增加人民幣 1.81 億元。

雖然如此，用華能電力現價計算，只有約 8.32 倍的預期市盈率和 0.8 倍的市帳率，其派息比率維持在 50%，收益率依然有 6.25% 左右。過去一年股價跑輸恆生指數約 40%，估值已經跌到較吸引的水平，相信大部份的利淡消息有機會已經被市場消化。行業基本面方面，因今年前兩個月的全國用電量數據理想，我們料全國用電將繼續平穩增長。公司主要問題是來自於火電業務，但公司的燃煤機組利用小時為 4,107 小時，在公司燃煤電廠所在的絕大部分地區中，公司利用小時領先當地平均水平，料集團將受惠國家煤電去產能政策，因料中小型火電廠將會陸續被淘汰。加上我們亦預計煤炭價格或繼續調整。總結而言，我們認為雖然集團 2017 年上半年將面臨挑戰，但我們對集團長遠前景的看法依然是審慎樂觀。

### 增持

現價: HKD 5.25  
(現價截至 3 月 28 日)  
目標價: HKD 5.91 (+12.57%)

### 公司資料

H 股普通股股數 (百萬股):	4,700
H 股市值 (港幣百萬元):	24,677
52 周 最高價/最低價 (港幣):	7.34/ 4.43

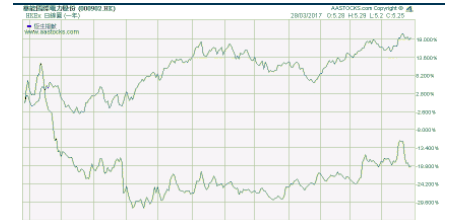
### 主要股東，%

華能國際電力開發公司	33.33
香港中央結算 (代理人) 有限公司	26.10
中國華能集團公司	10.23

### 股價表現，%

	1 個月	3 個月	1 年
華能電力	-0.76	+5.85	-22.79
恆生指數	+1.87	+12.13	+18.93

### 股價 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

### 財務資料

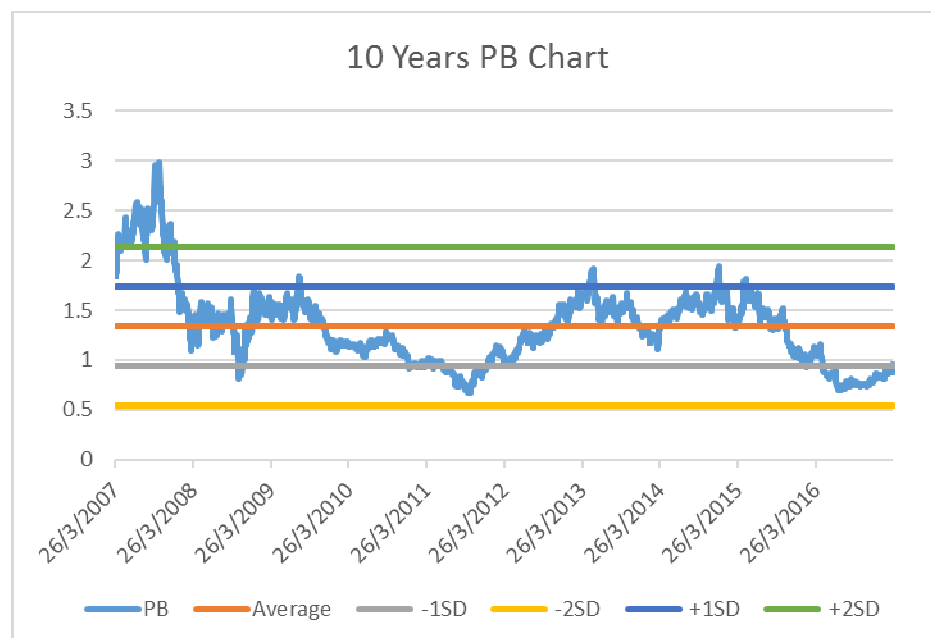
CNY mn	FY15	FY16	FY17E	FY18E
EPS, CNY	0.95	0.56	0.38	0.42
PE, x	5.89	8.29	12.38	11.31
BVPS, CNY	5.22	5.66	5.74	6.00
P/BV, x	1.07	0.83	0.82	0.79
ROE, %	17.86	9.89	6.71	7.79
Debt/Equity (%)	180.06	184.53	173.12	167.59

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員  
王承坤  
(+ 852 22776516)  
timwong@phillip.com.hk

## 市帳率在過去十年的低位徘徊，估值吸引

我們首先簡單地看集團過去十年的市帳率變化，下圖是自 2007 年 3 月 26 日起計的 10 年期市帳率圖標，我們配合上下兩個標準差。



Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

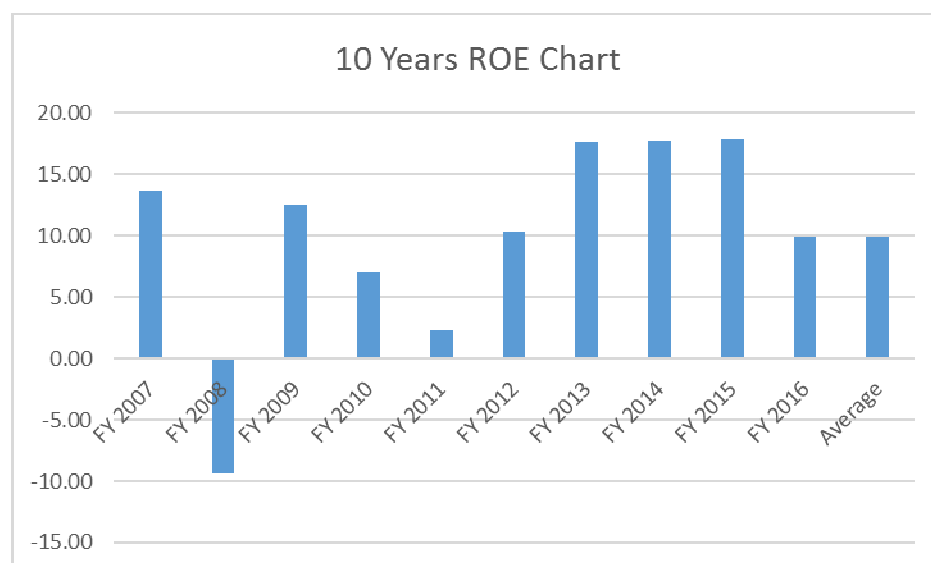
華能過去十年的市帳率平均值約是 1.34 倍，低一個標準差是 0.94 倍，用現在的股價去計算，其市帳率只有約 0.80 倍，距離低一個標準差還有接近約 15% 的折讓。與 2008 年以及 2011 年時的市帳率相接近，在過去十年低位徘徊。單在 PB 的層面，我們可以明顯看出目前的估值是吸引的。

In Millions of CNY	FY2015	FY2016
Total Debt to Total Equity	180.06	184.53
Current Ratio	0.27	0.28
Cash From Operations	42,362	31,510
Capital Expenditures	-24,334	-20,285
Free Cash Flow	18,028	11,225
Free Cash Flow/Share	1.18	0.74

Source: Bloomberg, Company reports, Phillip Securities (HK) Research

根據 2016 年業績報告，雖然集團的總負債佔淨資產比率輕微上升至 184.53，但流動比率依然維持在 0.28，可見集團的流動性風險依然非常低。華能的營運現金流依然非常充沛，有 31,510 百萬人民幣，比起對 2015 年的 42,362 億人民幣倒退了 25.62%，但遠比其純利的倒退幅度為小。2016 年資本開支是 20,285 百萬人民幣，按年減少了 16.64%。而每股自由現金流依然有 0.74，與 2015 年同期的 1.18 減少了 37.29%，但集團的自由現金流依然充裕。

至於關鍵的盈利能力指標，我們可以看華能的股東權益回報率 ROE：



Source: Bloomberg, Company reports, Phillip Securities (HK) Research

根據我們取得的數據，過去十年華能的平均 ROE 是 9.93%，2016 年華能的 ROE 是 9.89%，略遜十年平均值。但現在的市帳率只有約 0.8 倍，過去十年華能有兩段時間市帳率與目前的水平相類似，分別是 2008 年金融風暴以及 2011 年歐債危機的時候。我們可以看到，就算在 2008 年，金融風暴市場氣氛最差的時候，集團當時的 ROE 是 -9.4%，市帳率最低是 0.82，和現在的水平接近。2011 年歐債危機那一段時期，當時華能的盈利能力很差，ROE 只有 2.26%，最低市帳率是 0.67，而現在集團的經營情況以及市場氣氛都比那兩段時期為好，但市帳率卻相近。這或證明各種壞消息市場很大可能已經消化了，甚至有機會過份憂慮。

我們利用華能過去 10 年的 ROE 平均值，嘗試用簡單的股利折現模型 (DDM) 評估它的內在價值。首先，恆生指數自 1995 年 12 月 31 日起計至 2016 年 12 月 31 日的包含股息年化回報約是 7.16%，這作為市場回報率。另外中國十年期國債是 3.27%，這我們用作是無風險報酬率，再而華能的歷史 beta 是 0.729，計算得出的必要報酬率為 6.11%。未來派息比率假設不變為 50%，2017 年每股派息我們保守地預計為 0.20 人民幣，我們根據 ROE 平均值，保守地假設未來 ROE 只有過去十年平均值的一半，從而我們預計的股息增長率為 2.48%，得出其內在價值為每股 5.51 人民幣。我們計算出來的內在價值遠高於 H 股現價，這說明了華能 H 股估值偏低，下跌風險或不大。

### 全國用電量穩增長，去產能擴至煤電

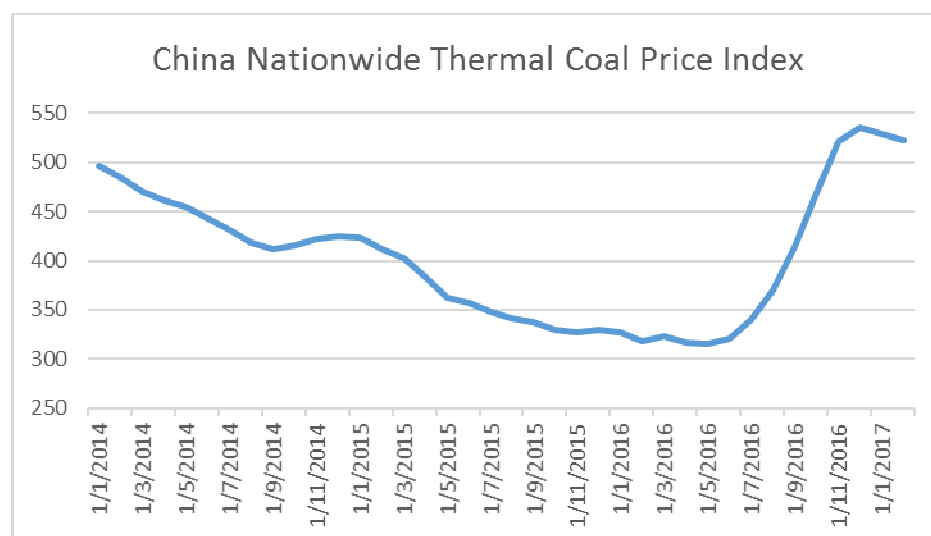
2016 年，全社會用電量 59198 億千瓦時，同比增長 5.0%。分產業看，第一產業用電量 1075 億千瓦時，同比增長 5.3%；第二產業用電量 42108 億千瓦時，同比增長 2.9%；第三產業用電量 7961 億千瓦時，同比增長 11.2%；城鄉居民生活用電量 8054 億千瓦時，同比增長 10.8%。可以看出，中國第三產業以及城鄉居民用電依然保持高速增長，過去一年的電力產能過剩問題主要是在於工業發電需求放緩，長遠來說，我們有信心中國可解決電力產能過剩問題。2016 上半年，全社會用電量同比增長只有 2.7%，下半年數據比上半年有所改善，全國用電量有望繼續穩增長。

國家能源局近期公布，2 月全社會用電量 4488 億千瓦時，按年增長 17.2%。首兩個月，全社會用電量累計 9356 億千瓦時，按年增長 6.3%。分產業看，第一產業用電量 134 億千瓦時，增長 12.0%；第二產業用電量 6327 億千瓦時，增長 6.7%；第三產業用電量 1428 億千瓦時，增長 7.3%；城鄉居民生活用電量 1467 億千瓦時，增長 3.5%。今年首兩個月，火電設備平均利用小時為 678 小時，增加 21 小時。可見中國在 2017 年開始，用電需求以及火電設備平均利用小時已經明顯有好轉。

再加上，今年兩會期間，國家發改委表示，去產能是供給側改革的一項重點任務，今年去產能擴大到煤電，煤電產能今年要去 5000 萬千瓦，以防範化解煤電產能過剩風險，提高煤電行業效率。集團是山東省最大的電力集團，以及全國五大上市電力公司之一，有壟斷地位，預計受惠於國家煤電去產能計劃。因為我們預期小型火力發電廠將會陸續被淘汰，在煤電去產能成功後，燃煤發電機組的上網電價預計將可提升，以及火電發電機組利用小時數也可有望上升，從而集團的盈利能力將會改善。

## 煤炭價格或將會繼續調整，將有助減低火電燃料成本

根據彭博的資料，2017 年 2 月中國電煤價格指數為 522.49 元/噸，較 1 月的 534.92 元/噸，環比下跌 1.16%。加上 2016 全年煤價上漲幅度實在不少，我們預計煤炭價格將繼續面對調整壓力。



Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

過去一年國家去產能計畫富有成效，供給側改革，庫存降低，需求增加，三因素推動煤價在 2016 年大幅上漲。但是現在過高煤價將不利於煤炭行業去產能和轉型，長期持續上升的煤價將很大機會導致產能嚴重過剩問題重現，加上冬季取暖期結束或進一步增加煤價調整壓力。我們預計短期對煤價已經形成較大下跌壓力。隨著煤炭價格調整，預計集團可以進一步有效控制火電燃料成本。另外，集團在年報中亦指出，隨著《關於印發平抑煤炭市場價格異常波動的備忘錄的通知》的發佈，政府建立了價格異常波動預警機制，明確煤價綠色區域為人民幣 500-570 元/噸，大大降低了煤價過度波動的可能性。2017 年煤炭供應及價格將逐步回歸理性。

## 估值

綜合以上各點，我們認為現價估值偏低，下跌風險不大，我們建議投資者應該繼續持有其股票，給予華能國際電力股份其目標價為 5.91 港元，對應公司 2017 以及 2018 財年的預測市賬率為 0.91 倍以及 0.87 倍，為“增持”評級。(現價截至 3 月 28 日)

## 風險

- 電力需求或進一步下降，經濟增速可能繼續放緩
- 國家發改委或再下調全國上網電價和一般工商業用電價格
- 煤炭供給側的價格波動或燃料成本的控制帶來一定程度的風險
- 國家環保政策風險，全國節能環保標準或不斷提高

## 財務報告

FYE	2014	2015	2016	2017 F	2018 F
<b>Valuation Ratios</b>					
Price Earnings Ratio (P/E)	9.76	5.89	8.29	12.38	11.31
Price to Book Ratio	1.61	1.07	0.82	0.81	0.79
<b>Per share Data(RMB)</b>					
Basic Earnings per Share	0.86	0.95	0.56	0.40	0.42
Book Value per Share	5.20	5.22	5.66	5.74	6.00
Dividends per Share	0.38	0.47	0.29	0.20	0.22
<b>Growth &amp; Margins(%)</b>					
Revenue Growth YoY	4.66	-8.08	-11.83	8.75	4.01
EPS	16.22	10.47	-38.95	-26.78	-5.00
Net Income	16.85	13.16	-36.06	-26.78	-5.00
Operating Profit Margin	20.35	22.79	16.58	11.88	13.55
Net Profit Margin	8.77	10.79	7.83	4.61	4.99
<b>Key Ratios</b>					
ROE	17.73	17.86	9.89	6.71	7.79
ROA	4.33	4.59	2.89	2.71	2.99
<b>Income Statement( RMB:mn)</b>					
Revenue	138,977	127,747	112,636	123,770	128,735
<b>Operating Income or Losses</b>	<b>28,284</b>	<b>29,117</b>	<b>18,676</b>	<b>14,699</b>	<b>17,446</b>
Pre-Tax Income	21,571	23,385	14,366	9,142	10,264
<b>Net Income/Net Profit (Losses)</b>	<b>12,183</b>	<b>13,786</b>	<b>8,814</b>	<b>5,818</b>	<b>6,463</b>

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates  
(財務資料截至 3 月 28 日)

**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

**GENERAL DISCLAIMER**

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

**Disclosure of Interest**

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

**Availability**

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**

**SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website: [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
Level 12, 15 William Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
Tel (613) 96188238  
Fax (613) 92002272  
Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 436 Hengfeng Road,  
Greentech Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 63532643  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
Tel +1.312.356.9000  
Fax +1.312.356.9005