

会议摘要

新能源



买入 (维持)

中国电力新能源 (0735.HK)

未来外延式扩张或快速提升装机规模

市场数据

报告日期	2015.04.24
收盘价(港元)	0.77
股本(百万股)	11,826
总市值(亿港元)	91.06
净资产(百万元)	7,827
总资产(百万元)	18,796
每股净资产(元)	0.66

数据来源: Wind

相关报告

首发深度报告_20141117
业绩点评_20150322
更新报告_20150417

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

事件:

2015年4月24日下午,我们参加了中国电力新能源(0735.HK)在上海举行的反向路演活动,公司CEO、CFO、副总裁、IR总监等管理层与投资者就公司的2014年经营业绩和未来的企业发展进行了深入的沟通交流。

我们的观点:

1、当前公司前两大股东的股权比例差异不大,中电投占28.16%,三峡集团占27.20%,公司今年将致力于改变原有股权结构,突出大股东的控股地位,我们预计未来或有可能进行资产注入或资产重组。

2、公司积极进行海外项目的并购。未来海外项目的收购、建设和运营集中在东南亚的泰国、老挝和马来西亚。海外并购有望加速公司装机规模提升。

3、公司规划2015年底,发电装机规模提升至4GW,2016年提升至6GW,2020年提升至10GW。公司制定的装机发展目标具有可实现性。

4、公司当前重点发展的板块是燃气发电和垃圾发电项目,在这两个领域具有一定的竞争优势。公司对风力和光伏发电相对谨慎,因为考虑到某些限电区域的限电状况未来1-2年内难以改善。

公司未来外延式的增长,如大股东的资产注入,或者海外项目并购均可能快速提升公司的发电装机规模,亦为市场带来无限想象空间。因为资产注入或者并购项目未披露前具有不确定性,故我们对之前的经营业绩预测维持不变,维持其“买入”投资评级。

公司公告:

中国电力新能源(0735.HK)于3月20日公告2014年全年业绩:营业收入23.44亿元人民币(下同),比上年同期增长7.2%;经营利润7.46亿元,同比增长18.6%;税前利润3.77亿元,比上年同期增长22.1%;净利润11.48亿元,比上年同期增长21.7%;股东应占净利润为人民币2.78亿元,比上年同期增长6.8%;每股盈利为0.024元;建议每股派发末期股息0.81分。

会议要点:

1、板块间 ROE 差异比较大?

PPT 资料上的 ROE 收益率数据是按板块说的, 如气电只有一个营运项目, 而水电的项目比较多, 则指整个板块的收益率。

不同板块的 ROE 有差别, 因为行业有特性, 水电, 气电, 垃圾发电, 各行业的平均 ROE 差异就很大的, 这也是多元化的优势之一。具体板块内的不同项目 ROE 实际上也有差异, 有的是历史原因, 比如垃圾发电板块中海口项目的 ROE 高于昆明项目, 则主要是机组造价不同; 另外不同时期的项目收益率有差异; 并购项目和自建项目 ROE 也有差异, 自主开发项目可控的, 收益水平会高些, 收购项目可能有些市场的因素。

2、今年公司风电、光伏和水电的经营状况?

一季度总体电力形势具体到公司, 风电发电弃风限电情况没有改变, 跟去年差不多。公司的风电板块因有新增装机, 发电量还不错, 但总体判断 1-2 年内限电率在有限电的区域很难会有大的改善。光伏可能更加严重一些, 去年国家支持光伏项目上马, 因为光伏装机量比较小, 分布也比较分散, 送出限电则更严重一些。水电靠天, 公司的水电项目都是小水库, 雨多发电则好, 限电情况不明显, 水电未来上网电价上升空间还有, 季度去看是不均衡的, 年度平均看是可预测的。

3、垃圾发电项目的进展? 会计处理规则改变影响那些项目?

公司垃圾发电储备项目较多, 注册并成立了公司在建的有: 贵州花溪, 贵州仁怀, 安徽芜湖, 河北霸州四个, 另外宜宾和德阳项目正在办理移交划转过程。目前看符合 BOT 准则的是贵州花溪项目和海口二期项目, 因为刚开始, 审计师建议今年不按 BOT 准则处理。海口一期、昆明垃圾发电两个项目国内审计师同意按 BOT 处理, 境外审计师普华的意见基本一致, 公司这两个项目做了个测算, 如果今年中期做会计准则做改变, 对盈利的影响并不明显。

4、公司发展项目的融资需求?

公司装机规模很小, 资产负债率 58%。上市以来公司再融资没有进行, 没有发挥资本市场融资平台作用, 另外融资也是根据项目的发展需要而进行。

当前时机比较好: 第一, 公司有足够的发展项目。融资要有好的项目支撑, 公司当前有足够的项目。老挝水电项目在湄公河下游, 这是全世界的干流修电站, 当前是核准阶段, 如果项目开展总体资金需投资 100 亿元, 我们海外并购项目也需

要 3-5 亿美金。

第二，资本市场具备条件。当前资本市场活跃，资金南下，公司交易量也活跃了，也是目前融资的背景条件。

第三，股权融资是向全体股东或大股东融资。公司主要股东中三峡集团和中电投的占比差异很小，二者也都是国企，股权结构上需要大股东达成共识，目前改变股权结构时机到了，公司发展也要突破一个瓶颈，通过股权融资的条件就成熟了。

5、大股东新能源资产的同业竞争方面如何解决？

今年重点着手解决大股东问题，同业竞争解决方式有多种形式，不排除大股东新能源资产注入方式，资产重组是个逐步过程，目前股东方已经进行了多次沟通。

6、公司未来的发展项目装机规划？

现在提一个实事求是、客观的规划，预计今年年底装机到达 4GW，2016 年底 6GW，到 2020 年不考虑大股东资产装进来，大约每年增加 100 万千瓦，也是比较稳妥的规划。

7、公司板块很多，未来的发展侧重点在哪里？

公司自己的生存空间，核心板块首先是天然气和垃圾发电，公司股东背景也是优势。公司在燃气发电、垃圾发电形成一定优势，这一块重点发展。

燃气发电项目在 2013 年之前，真正盈利的不多，当时天然气补贴电价政策没出。国家燃气上网电价政策出台了，但天津目前还没有明确燃气发电政策，我们等地方政策明确后再启动这些储备项目，适时推动。

水电国内基本没资源了，资源枯竭了，国内公司都是靠收购一些项目。雅鲁藏布江开发是三峡集团的事情。水电海外有空间，湄公河规划 11 个梯级开发，只有两个梯级项目开工。公司的老挝水电项目建设周期长，资金投入大，首批机组建成发电要 30 个月，建成后是标志性项目。泰国是旅游国家，燃气发电占其 67%，公司希望在泰国争取些燃气项目。未来容量的增加上应该集中在燃气发电和海外水力发电。

垃圾发电对发电装机贡献不大，实际上是垃圾处理，平常说垃圾处理量，垃圾贴费收入。垃圾发电单个装机小，但利用小时高，对收入和利润贡献很大。技术成熟，市场广阔，当前二、三线城市全面铺开了，未来对公司盈利贡献会较大。

公司对风电和太阳能持很谨慎态度，虽然建设周期比较短，见效快，短时间就发电，但是限电状况是不能改变的，当前是修一条送电线路，立即批一堆发电项目，

修路忙不过产车的。风电和太阳能做也是做不限电的项目，如果未来电网完善了，可以远距离送电，再上风电项目是没问题的。当前公司风电连成片了，但限电目前很难改变；光伏做点变化，看在分布式、农光互补上看能否形成特色。

公司发展在新能源领域，其他领域也不做，在分布式能源、智慧能源上做些初级探索。

8、管理层持股计划？

之前公司讨论过，股权激励要慎重，履行程序要合规，符合国家政策。

9、公司海外项目的发展区域？

当前国内的经济形包括用电量方面都不好，西南地区普遍弃水。另外，国内什么资源都日渐稀缺。公司跟紧国家政策，海外收购、建设和运营着重放在东南亚，主要泰国、老挝和马来西亚为主。垃圾发电美国有个项目，可以探索发展，海外核心是东南亚。当然海外项目有不确定性，每几年就来一场经济危机，所以我们采取谨慎的原则，做力所能及的项目。

10、公司债务成本有什么下降办法？

目前开发运营项目上债务比例高低与我们上市公司融资工具有很大关系，目前比较高主要是我们没有开展股权融资。这些项目在国内都是靠项目融资，利率水平偏高一些，但与周围项目比差不多。

今年我们计划开发国外的项目，公司和一些金融机构探讨多种融资工具组合的应用，总体财务水平和融资成本预计会大幅度下降。

11、上半年公司发电量的情况？

上半年发电量增长靠新增装机增量，去年新增装机在甘肃酒泉 600MW 风电，今年 2 月份全部投产，海南 20.9MW 光伏项目投产，这个就是上半年电量增量，其他项目都是存量项目。

12、东莞燃气二期发电项目进展？

东莞二期项目建设进度，在年中有一台机组调试，最快到 4 季度有一台商业运行，另一台争取 3 季度调试，并争取年底运营。

东莞二期的项目使用的 9F 机组，能耗水平比一期要好。国内的气价跟油价明显下降，用气部分两部分，一个是西二线气运输到广东，国家统一定价。另外是海上到岸 LNG 气源，气价与全球关联度更高。原来公司海上气价格高，今年海上气已经下降了，二期可能比预估的更好一些。国家出台了对燃气发电的上网电价补

贴机制，有利于燃气项目的盈利保障。另外东莞二期是热电联产，利用小时肯定高于调峰电厂，比当时可研水平要好。

二期项目做可研比较早，可研是按照 F 机组，35 万千瓦/台进行测算的，随着技术进步，实际采用了 9F 改进型机组，单台容量为 43-46 万千瓦。现在机组容量大了，利用小时可研做 5,500 做，我们客观评价利用小时在 3,500-4,000 小时左右。虽然利用小时低于可研，但总体盈利水平要高，当时气价考虑一路向上，现在气价下调了，这一两年来气价会比较低。

13、东莞燃气一期项目的上网电价和气源价格？

东莞一期使用 9E 机组，上网电价 0.745 元/千瓦时，每台机组按照一定的上网电量给予补贴。影响一期盈利波动的是调峰发电量，根据当地用电缺口来决定发电量。不调峰时公司根据气价测算，有边际贡献时才发电，没有边际贡献时就尽量不发电。

气价使用的一部分西二线气，中海油也是股东方。海上进口 LNG 气价现在是 2.8 元/立方米。F 机组每立方米可发电 5.3-5.5 千瓦时。

14、公司 2015-2016 年资本性开支？

不考虑并购，2015-2016 年资产性支出 100 亿元。2015 年东莞项目，总投资 24 亿，今年再需要 12 亿元，两个光伏项目加起来 3 个亿，海口二期今年不到 3 亿，今年资本开支 20 来亿元。

今年在建的项目，到年底资产负债率 61-62%，按照 2016 年年底建成 6GW 水平，完全自营自建模式，资产负债率控制在 65%以内。

15、垃圾发电利用小时变动情况？

影响垃圾发电利用小时就是检修问题，一般在 6,500-7,000 小时是正常的。

16、去年盈江水电平均电价下调的原因？

盈江对用户直供电，拉低了平均电价。当地州里出台政策，对大用户可直供电。实际上的上网电价涨了，但因为直供电拉低，最后反映出来平均电价是下降的。

17、洪泽生物质发电项目亏损为什么没有出售？

首先其每年亏损很小，不靠母公司来补贴现金，他们自己可以生存。其次，早期技术落后，如果进行一些改造，应该可以改变亏损的局面。最主要的是当前项目资源的获得比较难，出售项目很容易，但是重新获得一个项目很难。现在项目是

亏而不死，保留其资源。

18、中电投核电合并情况？

核电是中电投和国核科技合并是国家的战略安排，由国家统筹安排。

19、光伏薄膜技术？

薄膜技术因为确实没有研究过，目前没有考虑。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。