

電力行業分析

第三季度有望迎來水電豐收季節

沒有評分

水電在 22 年第二季度大放異彩

- 在世界煤炭價格和新加坡 FO 油價的背景下，第二季度的煤炭和天然氣發電量分別下降至 274 億千瓦時 (-26% n/n) 和 77 億千瓦時 (-7% n/n)。煤源處於劣勢的情況下急劇增加。
- 5 月和 6 月異常強降雨幫助水電發電量躍升至 250 億千瓦時 (+51% n/n)。

- 1H22 CGM 平均價格比去年同期高出 30%。
- 得益於有利的銷量和售價，海鮮集團的收入和利潤

電力分別增加了 48% n/n 和 96% n/n。

電價上漲有利於火電集團節省利潤

- 在這種情況下，HND 和 QTP 受到的影響小於同行煤炭供應困難。
- 儘管天然氣價格上漲，但由於靠近工業區的位置，NT2 仍然受益南方重點地區和電價大幅上漲。

水電有望在 Q3/22 繼續大放異彩

- 根據IRI，拉尼娜發生的可能性在T7暫時減弱，從T8-T10再次增強，概率為68%，持續到冬季的概率相當高，為63-70%。

豐富的水文將對水力發電廠產生積極影響

北部和中部地區，例如 VSH、CHP、SBA、REE、TBC...

等待過渡性可再生能源項目的政策

- 我們預計過渡性可再生能源項目政策和 PDP 8 將在 2H22 正式獲得批准。
- 因此，在不久的將來，擁有過渡項目的上市公司如銀娛、BCG等將受益。
- 從長遠來看，風電項目的建設承包商，尤其是海上風電如 PC1、PVS 等也將受益。

翠阮

thuy.nt@kisvn.vn

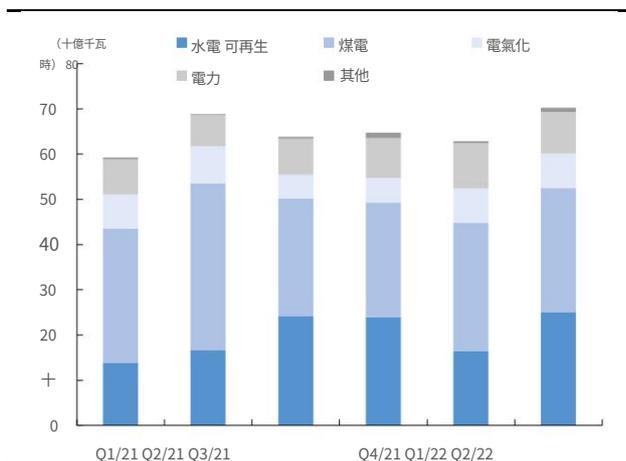
水電生產強勁增長

- 第二季度，在全球煤炭價格市場的背景下，整個系統的煤炭和天然氣發電量分別下降至 274 億千瓦時 (-26% n/n) 和 77 億千瓦時 (-7% n/n) (+252% n/n) 和新加坡 FO 油價 (+70% n/n) 強勁上漲。此外，在旱季高峰期的 5 月和 6 月異常強降雨幫助水電發電量躍升至 250 億越南盾。

kWh (+51% n/n)，甚至相當於旺季
雨。

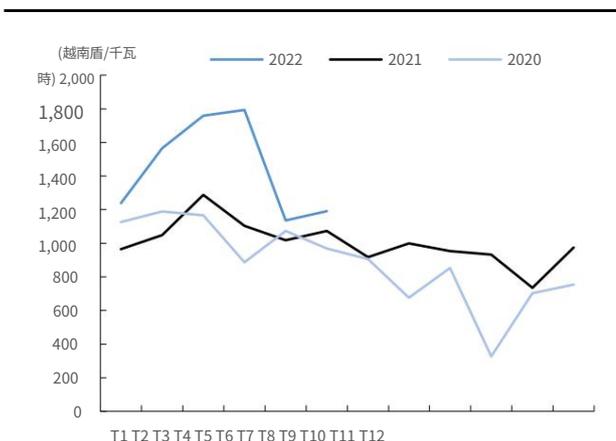
- 由於新的風力發電項目從 2021 年第四季度開始投產，可再生能源 (RE) 的產量也達到了 92 億千瓦時 (+33% n/n)，也取得了不錯的成績。

圖 1. Q2/22 水電出力甚至處於雨季高峰期



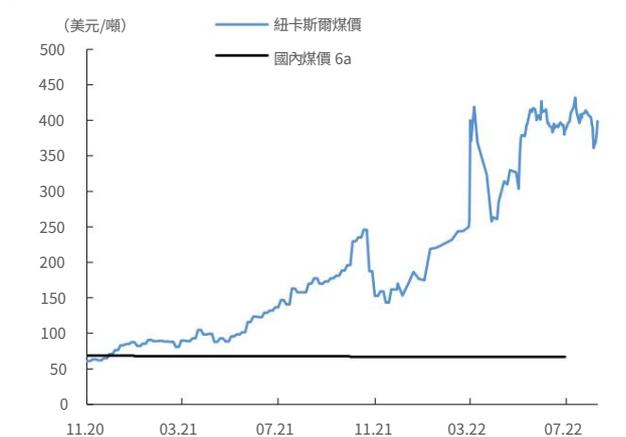
資料來源: EVN

圖 2. 自 5 月 22 日以來，電力市場 (CGM) 的平均售價有所下降



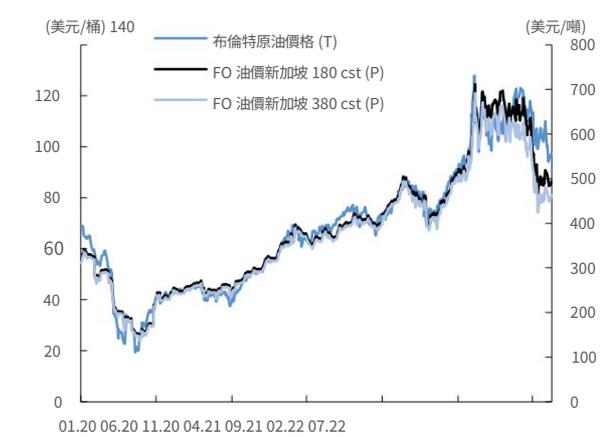
資料來源: EVNGENCO3

圖 3. 2022 年第二季度世界煤炭價格仍處於高位



資料來源: 彭博、貿易經濟、EVNGENCO3
注: 紐卡斯爾煤炭價格更新至 2022 年 8 月 16 日。

圖 4. 新加坡 FO 油價在 2022 年上半年大幅上漲，但從 5 月 5 日至 22 日逐漸降溫



資料來源: 彭博
注: 布倫特原油和新加坡 FO 原油價格更新至 2022 年 8 月 16 日。

- 2022 年初輸入燃料價格的大幅上漲導致 CGM 價格在 4 月創下 VND1,792/kWh (同比增長 62%) 的記錄。Vinacomin 對 EVN 工廠的煤炭供應有所改善。改善但仍低於數量雙方簽字。
- T5 - 6 月異常降雨導致 CGM 價格大幅下跌

自 5 月以來大約超過 VND1,100/kWh。但是，CGM 的平均價格

1H22均值仍較同期高出30%，是拉動眾多發電企業增長的重要因素。

表 1. 30 家上市水電公司的利潤

	21/2 季度	22 年第一季	22/2 季度	無/無	q/q
收入 (十億越南盾)	3,394	4,700	5,014	47.7%	6.7%
淨利潤 (十億越南盾)	1,253	2,423	2,538	102.6%	4.7%
母公司的 NPAT (十億越南盾) 銅)	1,113	2,087	2,184	96.2%	4.6%

資料來源：公司數據，KIS

得益於有利的水文條件，30家水電公司的利潤（利潤）在二季度有所增長。母公司收入和 NPAT 分別增長 48% n/n 和 96.2% n/n。在有利的數量和售價的背景下，96% n/n。

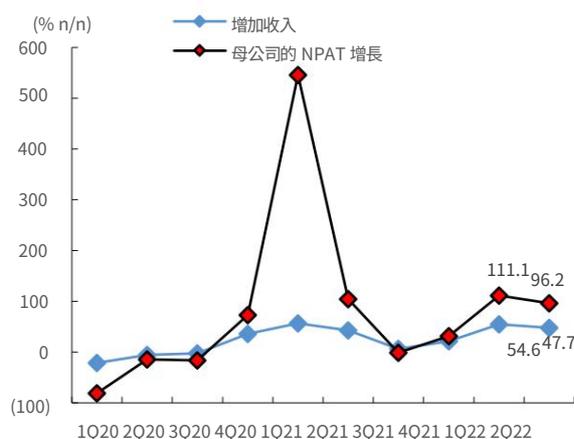
表 2. 8 家火電上市公司利潤

	21/2 季度	22 年第一季	22/2 季度	無/無	q/q
收入 (十億越南盾)	30,218	29,564	31,484	4.2%	6.5%
淨利潤 (十億越南盾)	2,870	3,238	2,302	-19.8%	-28.9%
母公司的 NPAT (十億越南盾) 銅)	2,486	2,792	1,955	-21.4%	-30.0%

資料來源：公司數據，KIS

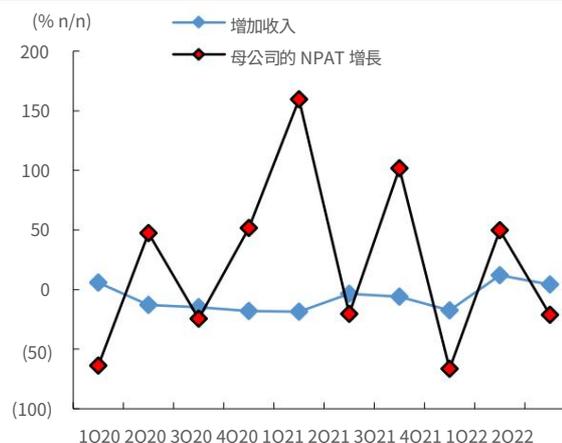
儘管產量下降，但火電公司的收入（+4% n/n）仍因電價上漲而節省。然而，燃料價格上漲和燃料供應緊張的影響也侵蝕了火電公司的利潤，因為八家火電公司的 NPAT 在 Q2/22 急劇下降了 21% n/n。

圖 5 水電集團利潤強勁增長



資料來源：公司數據，KIS

圖 6 高燃料價格侵蝕火電利潤



資料來源：公司數據，KIS

水電在 22 年第二季度大放異彩

在煤、氣價格高企的背景下，加之水文條件良好，水電企業二季度表現亮眼。

- 流向水庫的水量多年來高於平均水平，幫助 Da Nhim – Ham Thuan – Da Mi 水電 (DNH) 的收入和 NPAT 在上一年分別增長了 45% n/n 和 +61% n/n。Q2。
- Vinh Son Song Hinh (VSH) 也保持了令人印象深刻的增長勢頭，收入和 NPAT 增長了 33% n/n 和 90% n/n，這要歸功於有利的銷售價格和

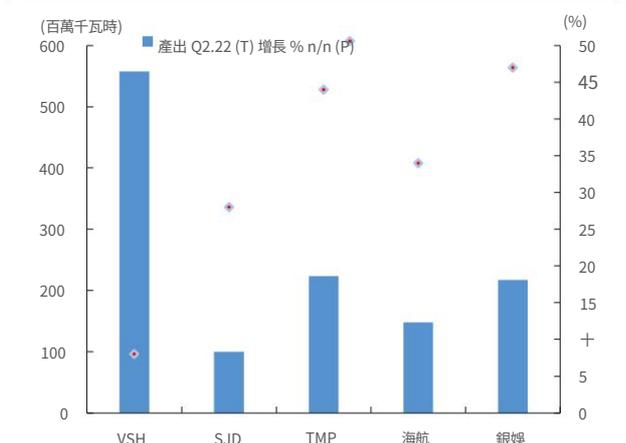
產量增加到 5.57 億千瓦時 (+7.5% n/n) 。積極的結果使水電集團的平均利潤率達到 44.4% (+10.8%pn/n) 的正數 。集團旗下公司 1H22 已完成全年收入目標的 61%-84% ,近期也有

預計 2H22 也將取得有利結果。

- Gia Lai Electricity (GEG) 從一家水電公司起步 ,逐漸蠶食並確定在不久的將來 ,可再生能源將成為公司的主要支柱。2021 年底 3 個風電項目並網 ,助力公司產值和收入突破 2.17 億千瓦時 (+47% n/n) 和 5060 億千瓦時。

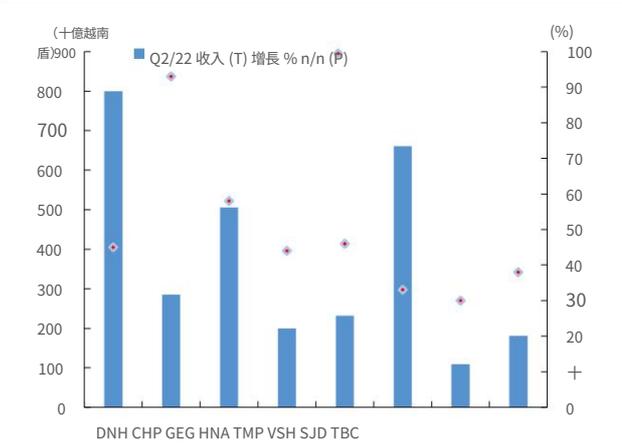
第二季度越南盾 (+58% n/n) 。然而 ,高利息負擔 (+63% n/n) 和攤銷成本使 NPAT 下降了 47% n/n 。目前 ,銀娛仍在期待與過渡性可再生能源項目相關的機制。

圖 7. 2/22 年第二季度水電公司的產量激增



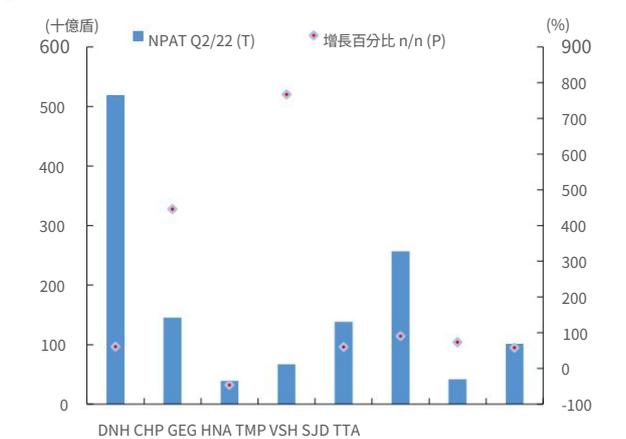
資料來源 :公司數據 ,KIS

圖 8. 水電收入強勁增長



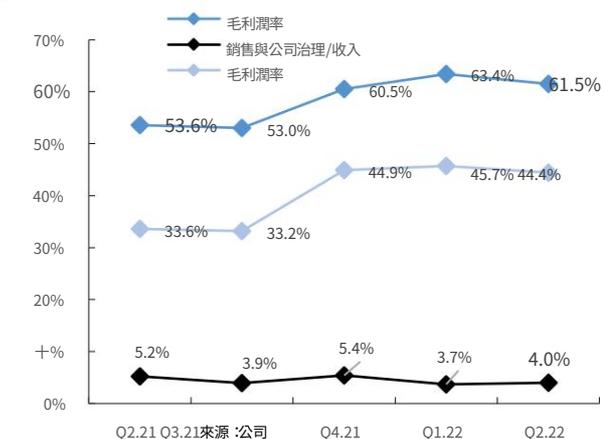
資料來源 :公司數據 ,Fiinpro

圖 9. 海航實現 NPAT 的最高增長



資料來源 :公司數據 ,Fiinpro

圖 10. 22/22 季度利潤率強勁增長



數據 :Fiinpro

電價上漲有利於火電集團節省利潤

由於煤炭價格上漲和供應有限 ,火電企業產量大幅下降。但是 ,海防熱電 (HND) 和廣寧熱電 (QTP)

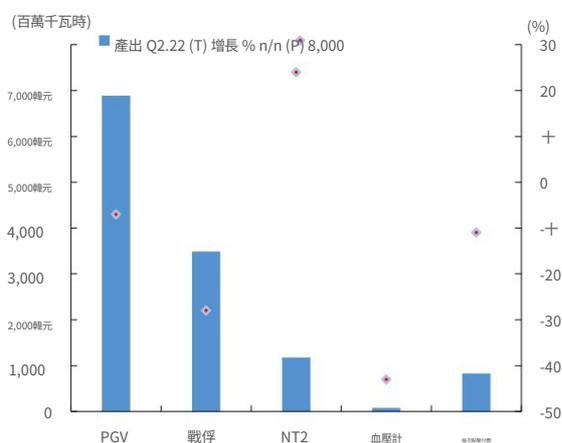
受同行業企業影響較小。煤價上漲的影響已被電價上漲完全吸收。雖然輸出

Q2 減少 3.3 億千瓦時 n/n，高電價和部分資產的遞延折舊幫助 HND 的 NPAT 急劇增加 49% n/n。

- 儘管收入下降，QTP 的 NPAT 也正增長了 30% n/n 略為 2% n/n。
- 相反，雖然 Pha Lai Thermal Power (PPC) 的收入受益於售價上漲 (+6% n/n)，但公司不再從 HND 和 PPC 獲得股息，存款利息減少至 68 億，這導致財務收入下降 97% n/n 並在 NPAT 暴跌 38% n/n 至僅 748 億盾時對公司造成沉重打擊。
- EVNGENCO 3 (PGV) 的收入小幅下降 6% n/n。由於煤燃料市場普遍困難，Vinh Tan 2 的產量急劇下降 -37% n/n，僅 14.5 億千瓦時。Phu. 天然氣發電廠

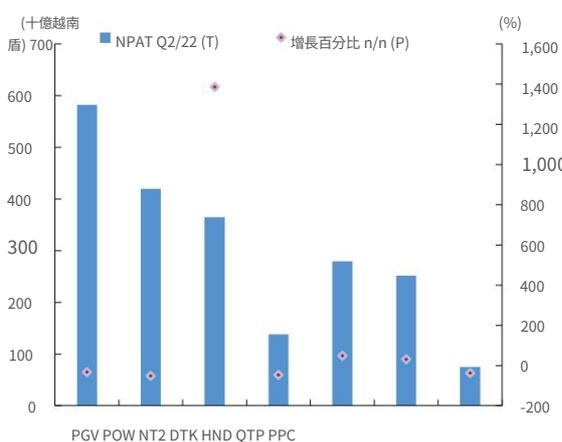
美國和邦國水電高度動員，這也有助於 PGV 的經營業績有所改善。然而，高昂的財務費用，尤其是匯率損失增加的 4730 億越南盾，使 PGV 母公司的 NPAT 暴跌 52%。

圖 11 市場困難導致火電輸出下降
燃料場



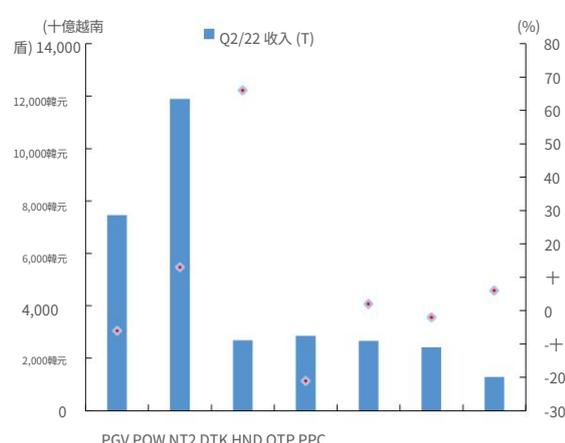
資料來源：公司數據，KIS

圖 13 NT2 在火電組中增長最好



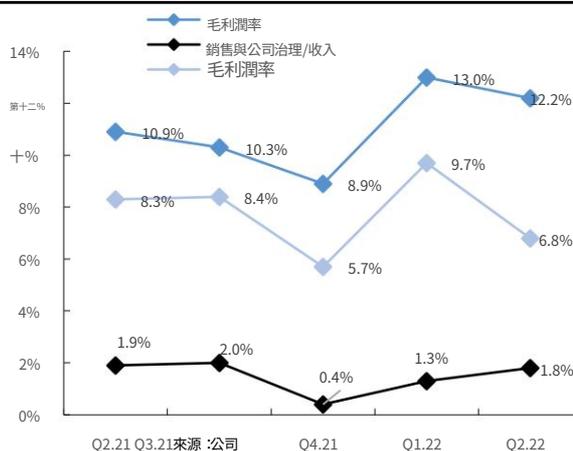
資料來源：公司數據，Fiinpro

圖 12 火電集團收入分化



資料來源：公司數據，Fiinpro

圖 14. 燃料價格上漲導致 PGV、POW 利潤下降



數據：Fiinpro

儘管天然氣價格上漲，但 Nhon Trach 2 (NT2) 的產量仍增至 11.81 億千瓦時 (+24% n/n)，這得益於其靠近南部關鍵工業區的位置以及與去年同期。

Q2/21 對 NT2 來說是一個糟糕的季度，因為 COVID 導致產量暴跌

19 和來自可再生能源的競爭，天然氣價格上漲但平均售電價格（平均）下降。22/22 季度，電價上漲，公司從21/21 季度完成償還國外貸款，幫助公司利潤成倍增長，達到3650 億盾（+14 倍n/n）。

- NT2 的母公司 PV Power (POW) 的 NPAT 錄得 51% n/n 的大幅下降，但由於售價上漲，收入仍小幅增長 13%。
由於技術問題和天然氣供應有限，Vung Ang 1 和 Ca Mau 1 和 2 天然氣發電廠等重點電廠正在適度運行，導致 POW 的產量下降至 34.91 億千瓦時（-28% n/n）。

水電有望在 Q3/22 繼續大放異彩

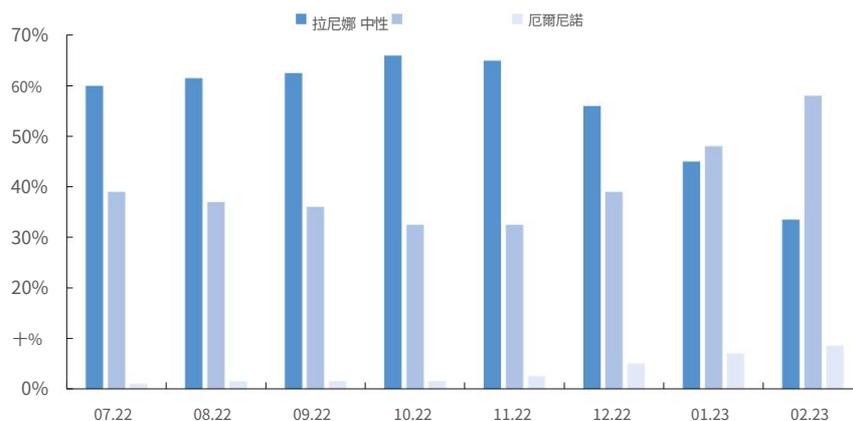
- 根據IRI，Nina出現的概率在T7暫時減弱，從T8-T10再次變強，概率為68%，持續到冬季的概率相當高，為63-70%。從T5下旬到6月初，水電在中午高峰時段持續調動高達50%，甚至達到90%的容量。

晚高峰。

- 根據美國國家水文氣象預報中心 (NCHMF) 的數據，拉尼娜現象通常會持續 2 年，但這次已經發生了近 3 年。預計今年東海將有10-12個風暴和熱帶低氣壓，特別是北部和中部地區。

豐富的水文將對中國的水電站產生積極影響
這些領域，如 VSH、CHP、SBA、REE、TBC...

圖 15. IRI . ENSO 預測



資料來源：IRI、KIS 研究

- 中部地區，受風暴和東北季風影響，2022年11月至明年2月，風電將逐步好轉，風電企業將在此期間受益。

- 火電在今年最後一個時期必鬚面臨來自水電和可再生能源的激烈競爭。然而，可再生能源在僅風電的情況下表現出缺乏穩定性的缺點。

4、5月定期發電2000MW/天，僅裝機容量的一半，而太陽能發電僅4-5小時有效/天。

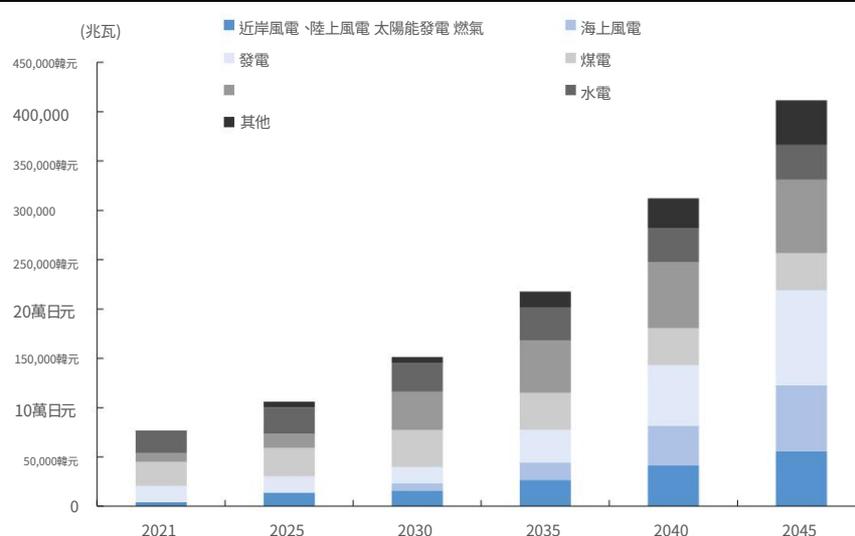
憑藉靠近胡志明市、同奈等經濟中心的優勢...
同期高電價和發電量恢復，

我們認為 NT2 在 2H22 仍將在 2021 年的低基數上取得積極成果。燃氣電力仍然是穩定的電力供應，比 RE 更適合工業需求。還應該記得，由於經濟封鎖和工廠維修和維護活動的影響，NT2 在 2H21 的收入和產量大幅下降。

等待過渡性可再生能源項目的政策

針對綠色能源轉型的新電力總體規劃 8 (PDP 8) 草案將為風電項目提供機會。越南從 2030 年起不再開發新的燃煤電廠，到 2030 年太陽能發電量幾乎保持不變。到 2030 年，海上風電裝機容量預計將達到 7,000 兆瓦，全球岸上、近岸上的風電預計將增加 30%。到 2045 年，可再生能源預計將佔總裝機容量的近 50%。

圖 16. 根據 PDP 8 的電源容量



資料來源：PDP VIII，KIS 研究
注：草案已更新至 2022 年 5 月。

目前，已有近 3500MW 風電（屬於 62 個項目）和 452MW 太陽能發電已簽訂購電協議，但尚未按時 COD 享受上網電價優惠。這些“過渡”項目尚未售電或推遲建設，因為售電價格尚未確定。

我們預計這些過渡項目的政策和 PDP 8 將在 2H22 正式批准。因此，在不久的將來，擁有銀娛、BCG 等過渡項目的上市公司……

益處。長期來看，風電項目，尤其是海上風電如 PC1、PVS 等的建設承包商也將受益。

脖子 期票	大寫 (十億盾)	市盈率 迅速 (X)	探購訂單 迅速 (X)	EBITDA TTM (x)	前景
VSH . 水電	9,332	11.5	2.1	9.5	由於有利的水文和煤炭和天然氣價格保持在高位的同期平均售價有所上升，因此運營。VSH 希望成功談價格 Thuong Kon Tum 工廠的新 PPA，預計比當前 PPA 價格 (VND914/kWh) 高 20-30%。

	熱電聯產	3,629	7.2	1.9	7.6	由於有利的水文形勢，表現優於大盤
	水力發電	1,384	8.2	1.5	7.0	由於有利的水文形勢，表現優於大盤
	待定	1,997	9.9	2.0	6.3	由於有利的水文形勢，表現優於大盤
	SJD	1,204	6.3	1.2	5.8	中性- SJD的產出和收入將受益於2H22的有利水文。多年來，該公司還保持著誘人的現金股息。但SJD目前有710億應收賬款，占應收賬款的10%，遠高於VSH、TBC等同行業其他公司。……子公司有水電項目，Ha Tay不符合可行性等標準學習，因此在償還銀行本息方面面臨困難。
熱的	QTP	7,380	12.9	1.2	5.6	2H22 受煤炭短缺的影響小於同業。儘管 HND 和 QTP 將面臨來自水電公司的巨大競爭，但隨著拉尼娜現象從 2023 年初開始下降，兩家公司預計在 2023 年前景光明。
	HND	8,200	17.8	1.3	5.8	北方目前佔越南用電量的50%以上，未來幾年將面臨電力短缺。北方的天氣條件不適合可再生能源的開發，而如果天氣乾燥，水電則處於不利地位。我們認為，燃煤電廠，尤其是 HND 和 QTP 將在維護北方地區能源安全方面發揮重要作用。中性- PPC面臨來自水電站的激烈競爭
	熱電聯產	5,739	53.9	1.1	不適用	在煤炭價格上漲和投入品供應減少的背景下，儘管受益於電價上漲和 HND 的股息收入，但 QTP 將在 2022 年大幅下降。隨著拉尼娜現象的減少，我們預計 PPC 在 2023 年的前景會更加光明。但問題在於 S6機組（300MW），佔PPC總產能的一半從 2021 年開始發生，尚未修復。從 PDP 8 中刪除 Pha Lai 3 項目也是 PPC 未來發展的障礙。
	NT2	7,485	8.3	1.7	6.1	正面- 儘管由於高昂的天然氣價格以及來自可再生能源和水電的激烈競爭而面臨困難，但由於靠近南部工業中心而可再生能源供應不穩定，NT2 的前景仍然相當光明。 NT2 自 2021 年 6 月以來已還清外債。我們相信NT2可以維持和支付目前股息超過 15% - 20%，尤其是在母公司 PV Power 急需資金建設 Nhon Trach 3 和 4 發電廠的情況下。
	戰俘 32,786	20.8	1.1	8.3		負面- Vung Ang 1 工廠的問題始於 2021 年 9 月，但尚未解決，高燃料價格可能會對 POW 的產量和利潤產生負面影響。該公司還面臨為仁澤 3 和 4 電廠籌集資金的壓力。我們預計業務成果將在 2025 年 NT3 和 4 投入運營後增長。
NLTT	銀娛	7,405	23.6	2.1	13.4	2023F年樂觀 對過渡性可再生能源項目和 PDP 8 定價政策的預期將在 2H22 公佈。當 Tan Phu Dong 1 風力發電 1 (100MW) 和 Duc Hue 太陽能發電 (49 MWp) 分別於 2022 年 10 月和 2023 年 10 月發電時，預計業務業績將從 2023 年開始增長。 日本最大的電力生產商 JERA 剛剛收購了該公司 35.09% 的股份，銀娛，技術水平有望成為銀娛的強勁推動力，JERA的技術和雄厚的資金。

資料來源：KIS 研究