

## 买入

## 预期 2021 年上半年业绩表现良好

**中广核新能源 (1811.HK)**

2021-07-23 星期五

### 投资要点

目标价: **3.60 港元**  
 现价: 2.92 港元  
 预计升幅: 23%

#### ➤ 2021 年 1-6 月发电量同比增长 34.6%:

2021 年 6 月公司按合并报表口径完成发电量 1,477.6 吉瓦时, 同比增长 31.9%。其中, 中国风电项目增加 67.4%, 中国太阳能项目增加 20.9%, 中国燃煤、热电联产及燃气项目增加 37.8%, 中国水电项目增加 4.1% 及韩国燃气项目增加 17.7%。2021 年前 6 月公司累计完成发电量 9,233.5 吉瓦时, 比 2020 年同期增加 34.6%。其中, 中国风电项目增加 70.2%, 中国太阳能项目增加 24.5%, 中国燃煤、热电联产及燃气项目增加 38.5%, 中国水电项目减少 9.5% 及韩国燃气项目增加 18.2%。

### 重要数据

日期	2021-07-22
收盘价 (港元)	2.92
总股本 (百万股)	4,291
总市值 (百万港元)	12,530
净资产 (百万美元)	1,213
总资产 (百万美元)	6,977
52 周高低 (港元)	3.62 / 0.86
每股净资产 (美元)	0.28

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 预期公司 2021 年中报业绩表现良好:

受益良好的风资源情况, 2021 年上半年风电发电量大幅增长, 国家统计局数据显示, 2021 年 1-6 月全国风力发电量 2819 亿千瓦时, 同比增长 26.6%。而公司上半年风电发电量增长高达 70.2%, 远远高于行业增速。受益发电量的高增长, 我们预期公司中期业绩表现良好。

#### ➤ 全国碳交易正式上线, 利好新能源运营商:

全国碳排放权交易于 7 月 16 日上午正式启动开市。开市首日, 全国碳市场碳排放配额即 CEA 挂牌协议交易成交量 410.4 万吨, 成交额 2.1 亿元, 收盘价 51.23 元/吨, 较开盘价上涨 6.73%。随着碳交易的正式开启, 国家核证自愿减排量即 CCER 有望重启审批和交易。若按照 50 元/吨的 CCER 价格, 风电和光伏项目有望从 CCER 额外获益 4.5 分/千瓦时 (以均值 0.8953tCO<sub>2</sub>/MWh 的减排因子计算)。未来随着 CCER 价格的上涨, 预期新能源运营商的度电收益将进一步提升。

#### ➤ 维持买入评级, 提高目标价至 3.60 港元:

我们提高公司目标价至 3.60 港元, 相当于 2021 年和 2022 年 10 倍和 9 倍 PE, 目标价较现价有 23% 上升空间, 维持买入评级。

百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,276	1,150	1,499	1,634	1,801
同比增长(%)	-6.1%	-9.9%	30.3%	9.0%	10.2%
净利润	111	163	194	223	252
同比增长(%)	26.1%	46.2%	19.1%	14.9%	13.1%
每股盈利 (美仙)	2.59	3.78	4.50	5.18	5.86
PE@2.92HKD	14.5	10.0	8.4	7.3	6.4
每股股息 (美仙)	0.00	1.59	1.13	1.29	1.46
股息率	0.00%	4.22%	2.99%	3.43%	3.88%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

中广核华美投资有限公司 (72.29%)

### 相关报告

深度报告-20210521

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 公司 2021 年 1-6 月发电量同比增长 34.6%:

根据公司初步统计，2021 年 6 月按合并报表口径完成发电量 1,477.6 吉瓦时，同比增长 31.9%。其中，中国风电项目增加 67.4%，中国太阳能项目增加 20.9%，中国燃煤、热电联产及燃气项目增加 37.8%，中国水电项目增加 4.1% 及韩国燃气项目增加 17.7%。截至 2021 年 6 月 30 日止六个月，公司累计完成发电量 9,233.5 吉瓦时，比 2020 年同期增加 34.6%。其中，中国风电项目增加 70.2%，中国太阳能项目增加 24.5%，中国燃煤、热电联产及燃气项目增加 38.5%，中国水电项目减少 9.5% 及韩国燃气项目增加 18.2%。

**表 1: 公司 2021 年 1-6 月发电量及同比增长**

	2021 年 6 月	2020 年 6 月	6 月同比	2021 年 1-6 月	2020 年 1-6 月	年累计发电量
	发电量	发电量	变化率	累计发电量	累计发电量	同比变化率
	(吉瓦时)	(吉瓦时)	(%)	(吉瓦时)	(吉瓦时)	(%)
中国风电项目	545.1	325.7	67.4	3,798.1	2,232.1	70.2
中国太阳能项目	144.7	119.7	20.9	803.1	644.9	24.5
中国燃煤、热电联产及燃气项目	36.8	26.7	37.8	234.3	169.2	38.5
中国水电项目	89.0	85.5	4.1	352.9	390.1	(9.5)
韩国项目	662.0	562.6	17.7	4,045.2	3,423.3	18.2
总计	1,477.6	1,120.2	31.9	9,233.5	6,859.6	34.6

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 预期公司 2021 年中报业绩表现良好:

受益良好的风资源情况，2021 年上半年风电发电量大幅增长，国家统计局数据显示，2021 年 1-6 月全国风力发电量 2819 亿千瓦时，同比增长 26.6%。而公司上半年风电发电量增长高达 70.2%，远远高于行业增速。受益发电量的高增长，我们预期公司中期业绩表现良好。

### 全国碳交易正式上线，利好新能源运营商:

全国碳排放权交易于 7 月 16 日上午正式启动开市。开市首日，全国碳市场碳排放配额即 CEA 挂牌协议交易成交量 410.4 万吨，成交额 2.1 亿元，收盘价 51.23 元/吨，较开盘价上涨 6.73%。随着碳交易的正式开启，国家核证自愿减排量即 CCER 有望重启

审批和交易。若按照 50 元/吨的 CCER 价格，风电和光伏项目有望从 CCER 额外获益 4.5 分/千瓦时（以均值 0.8953tCO<sub>2</sub>/MWh 的减排因子计算）。未来随着 CCER 价格的上涨，预期新能源运营商的度电收益将进一步提升。

#### 维持买入评级，提高目标价至 3.60 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 3.60 港元，相当于 2021 年和 2022 年 10 倍和 9 倍 PE，目标价较现价有 23% 上升空间，维持买入评级。

#### 风险提示：

资产注入延迟，新增装机不及预期，补贴回款滞后

表 2：行业估值

细分行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	35.20	1,056	39.0	27.4	22.3	17.4	5.9	6.0	7.8	0.0
	0968.HK	信义光能	HKD	15.98	1,420	31.1	22.0	19.6	16.2	5.4	4.6	4.0	4.1
	3868.HK	信义能源	HKD	5.11	363	39.4	28.7	25.2	22.7	3.0	2.9	2.8	2.6
	3800.HK	保利协鑫能源	HKD	1.98	496	-	48.4	25.0	-	2.5	2.1	2.1	0.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.38	80	-	29.8	23.6	24.1	1.3	1.1	1.1	1.0
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	2.21	56	15.6	-	-	-	1.1	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.27	61	21.1	-	-	-	1.0	-	-	-
	<b>平均</b>					<b>29.3</b>	<b>31.3</b>	<b>23.2</b>	<b>20.1</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>3.5</b>	<b>1.5</b>
风电	0916.HK	龙源电力	HKD	13.26	1,066	15.1	12.6	10.9	9.7	1.2	1.2	1.1	1.0
	2208.HK	金风科技	HKD	11.90	622	14.3	12.3	10.7	9.5	1.2	1.1	1.1	1.0
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.61	51	6.4	5.0	4.3	3.8	0.7	0.6	0.6	0.5
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.31	168	11.9	-	-	-	0.6	-	-	-
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.97	366	8.5	6.8	6.2	5.4	0.9	0.9	0.8	0.7
		<b>平均</b>					<b>11.2</b>	<b>9.2</b>	<b>8.0</b>	<b>7.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.92	125	10.0	8.4	7.3	6.4	1.3	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**
**损益表**

百万美元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	1,276	1,150	1,499	1,634	1,801
经营成本	1,045	862	1,124	1,221	1,343
<b>经营利润</b>	232	287	375	413	458
其他收入	23	26	27	27	28
财务费用	(122)	(145)	(171)	(173)	(181)
应占联营公司利润	33	29	30	31	31
其他开支	33	29	30	31	31
<b>税前盈利</b>	141	205	250	287	325
所得税	(42)	(38)	(50)	(57)	(65)
少数股东应占利润	(12)	5	6	7	8
<b>归属股东净利润</b>	111	163	194	223	252
折旧及摊销	160	193	251	326	424
<b>EBITDA</b>	103	157	170	134	82
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-6%	-10%	30%	9%	10%
EBITDA (%)	14%	52%	8%	-21%	-39%

**资产负债表**

百万美元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	384	399	438	462	491
应收账款	327	430	452	474	498
存货	29	24	26	27	28
其他流动资产	255	381	400	420	442
<b>流动资产</b>	995	1,235	1,315	1,384	1,459
固定资产	3,492	4,747	5,222	5,744	6,319
其他固定资产	892	994	758	600	519
<b>非流动资产</b>	4,384	5,742	5,980	6,344	6,838
<b>总资产</b>	5,379	6,977	7,296	7,728	8,297
<b>流动负债</b>	1,559	2,039	2,106	2,169	2,234
应付帐款	243	71	78	80	83
短期银行贷款	576	722	743	766	788
其他短期负债	740	1247	1285	1323	1363
<b>非流动负债</b>	2,810	3,640	3,822	4,013	4,316
长期银行贷款	2,022	2,889	3,034	3,185	3,345
其他负债	789	750	788	827	971
<b>总负债</b>	4,370	5,679	5,927	6,182	6,549
少数股东权益	79	84	89	100	113
<b>股东权益</b>	930	1,213	1,279	1,446	1,634
每股账面值(美元)	0.22	0.28	0.30	0.34	0.38
营运资金	(564)	(804)	(790)	(785)	(774)

**财务分析**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	18%	25%	25%	25%	25%
EBITDA 利率 (%)	8%	14%	11%	8%	5%
净利率 (%)	9%	14%	13%	14%	14%
<b>营运表现</b>					
实际税率 (%)	29%	18%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	18%	25%	25%	25%	25%
库存周转	11	11	11	11	11
应付账款天数	30	33	32	32	32
应收账款天数	121	110	59	51	49
ROE (%)	12%	13%	15%	15%	15%
ROA (%)	2%	3%	3%	3%	3%
<b>财务状况</b>					
总资产负债率 (%)	81%	81%	81%	80%	79%
净负债/股本	2.4	2.6	2.6	2.4	2.2
收入/总资产	0.24	0.16	0.21	0.21	0.22
总资产/股本	5.78	5.75	5.70	5.34	5.08
收入对利息倍数	10.5	7.9	8.8	9.5	9.9

**现金流量表**

百万美元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	103	157	170	134	82
融资成本	122	145	171	173	181
营运资金变化	(126)	(262)	(66)	(79)	(88)
所得税	(40)	(34)	(50)	(57)	(65)
<b>营运现金流</b>	289	257	562	634	727
资本开支	(1,074)	(1,323)	(1,389)	(1,459)	(1,532)
其他投资活动	(35)	55	67	70	73
<b>投资活动现金流</b>	(1,109)	(1,268)	(1,323)	(1,389)	(1,458)
负债变化	767	805	600	600	600
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	(68)	(48)	(56)	(63)
其他融资活动	196	267	227	216	208
<b>融资活动现金流</b>	963	1,003	779	761	745
<b>现金变化</b>	143	(8)	18	6	13
期初持有现金	247	384	399	438	462
汇率变动	(5)	23	21	19	17
期末持有现金	384	399	438	462	491

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。