

## 买入

## 加速转型清洁能源主体企业，估值优势明显

**中国电力 (2380.HK)**

2021-09-09 星期四

### 投资要点

**目标价: 4.26 港元**
**现价: 3.33 港元**
**预计升幅: 28%**

### 重要数据

日期	2021-09-08
收盘价 (港元)	3.33
总股本 (百万股)	9,807
总市值 (百万港元)	32,657
净资产 (百万元)	46,267
总资产 (百万元)	169,157
52 周高低 (港元)	3.53/1.30
每股净资产 (元)	3.40

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

中国电力国际有限公司 (28.89%)

中国电力发展有限公司 (27.14%)

国家电投香港财资 (4%)

### 相关报告

深度报告-20200521

更新报告-20201117

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 2021 年上半年盈利增长 16.98%，风光板块增长强劲：

2021 年上半年，公司实现收入约人民币 165.43 亿元，同比增长 26.71%；归属股东净利润约人民币 13.72 亿元，同比增长 16.98%；基本每股盈利为 0.13 元。期内公司风电及光伏发电的售电量分别同比增加 40.91% 及 54.06%，利润则分别同比上升 37.40% 和 21.44%。

#### ➤ 2021 年底清洁能源装机容量占比将超过 50%：

截至 2021 年 6 月 30 日，公司发电厂的合并装机容量达到 28,429.7 兆瓦，同比增加 3,421.0 兆瓦。其中，清洁能源包括水电、风电、光伏发电及气电的合并装机容量合共为 13,389.7 兆瓦，占合并装机容量总额约 47.10%。2021 年下半年随着神头火电厂部分股权的出售，以及新能源装机的投产，预期公司 2021 年底清洁能源装机容量占比将超过 50%。

#### ➤ 布局储能，积极开拓综合智慧能源与创新业务：

2021 年 8 月 19 日，公司宣布与北京海博思创科技股份有限公司合资成立新源智储公司，正式进军储能产业。新源智储业务定位专注在储能电站项目的开发、投资和 EPC(设计、采购、施工等)，计划在今年成立后的半年时间内拿下 1 个 GWh 容量的储能项目。此外，公司还积极布局绿电交通领域，核电高端检测技术服务以及综合智慧能源业务，打造未来利润新的增长点。

#### ➤ 维持买入评级，目标价调高至 4.26 港元：

目前公司 PB 仅 0.83 倍，低于行业可比公司估值水平，基于公司承诺每年不低于 50% 的派息率，公司估值目前仍处于较高安全边际。近期电价上浮限制陆续放开，我们预期未来综合电价有望上调，进而提升公司盈利。我们提高公司目标价至 4.26 港元，相当于 2021 年 15 倍 PE 和 1 倍 PB 水平，目标价较现价有 28% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	27,763	28,428	31,032	33,389	36,261
同比增长(%)	19.8%	2.4%	9.2%	7.6%	8.6%
净利润	1,284	1,708	2,329	2,772	3,403
同比增长(%)	16.9%	33.0%	36.3%	19.0%	22.8%
每股盈利 (元)	0.13	0.17	0.24	0.28	0.34
PE@3.33HKD	21.3	16.3	11.7	9.9	8.0
每股股息 (港元)	0.13	0.13	0.14	0.17	0.19
股息率	4.7%	4.7%	5.0%	6.1%	6.9%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2021 年上半年盈利增长 16.98%，风光板块增长强劲：

2021 年上半年，公司实现收入约人民币 165.43 亿元，同比增长 26.71%；归属股东净利润约人民币 13.72 亿元，同比增长 16.98%；基本每股盈利为 0.13 元。期内公司风电及光伏发电的售电量分别同比增加 40.91% 及 54.06%，利润则分别同比上升 37.40% 和 21.44%。

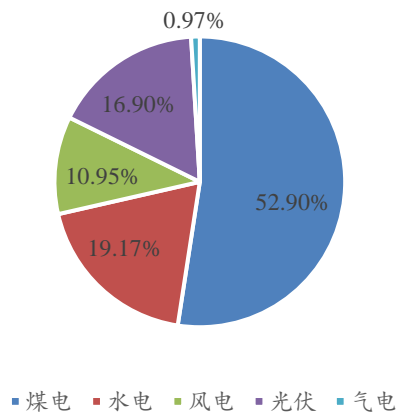
### 2021 年底清洁能源装机容量占比将超过 50%：

截至 2021 年 6 月 30 日，公司发电厂的合并装机容量达到 28,429.7 兆瓦，同比增加 3,421.0 兆瓦。其中，清洁能源包括水电、风电、光伏发电及气电的合并装机容量合共为 13,389.7 兆瓦，占合并装机容量总额约 47.10%。2021 年下半年随着神头火电厂部分股权的出售，以及新能源装机的投产，预期公司 2021 年底清洁能源装机容量占比将超过 50%。

图1：公司合并装机容量中各发电类别占比

合并装机容量：28429.7MW

清洁能源占比47.1%



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

### 布局储能，积极开拓综合智慧能源与创新业务：

2021 年 8 月 19 日，公司宣布与北京海博思创科技股份有限公司合资成立新源智储公司，正式进军储能产业。新源智储业务定位专注在储能电站项目的开发、投资和 EPC(设计、采购、施工等)，计划在今年成立后的半年时间内拿下 1 个 GWh 容量的储能项目。此外，公司还积极布局绿电交通领域，核电高端检测技术服务以及综合智慧能源业务，打造未来利润新的增长点。

### 维持买入评级，目标价调高至 4.26 港元：

目前公司 PB 仅 0.83 倍，低于行业可比公司估值水平，基于公司承诺每年不低于 50% 的派息率，公司估值目前仍处于较高安全边际。近期电价上浮限制陆续放开，我们预期未来综合电价有望上调，进而提升公司盈利。

我们提高公司目标价至 4.26 港元，相当于 2021 年 15 倍 PE 和 1 倍 PB 水平，目标价较现价有 28% 上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

煤价持续上涨

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

水电发电量增长不及预期

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
0916.HK	龙源电力	HKD	17.32	1,392	24.8	20.2	17.5	15.1	2.0	1.9	1.7	1.6
0836.HK	华润电力	HKD	20.70	996	13.1	11.8	9.8	8.3	1.1	1.1	1.0	0.9
1811.HK	中广核新能源	HKD	5.60	240	19.1	15.9	13.8	12.3	2.4	2.4	2.1	1.9
0182.HK	协合新能源	HKD	0.77	65	8.1	6.4	5.1	4.1	0.8	0.7	0.7	0.6
0956.HK	新天绿色能源	HKD	6.48	513	13.9	10.8	9.7	8.6	1.7	1.4	1.3	1.2
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.85	207	14.7	9.6	8.5	6.9	1.4	0.6	0.6	0.7
0991.HK	大唐发电	HKD	1.51	553	7.9	7.5	7.0	6.4	0.6	0.4	0.4	0.3
0902.HK	华能国际	HKD	4.33	1,142	24.1	8.4	8.2	7.6	0.7	0.4	0.4	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	3.10	520	6.2	4.7	3.9	4.1	0.5	0.3	0.3	0.3
<b>平均</b>					<b>14.7</b>	<b>10.6</b>	<b>9.3</b>	<b>8.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
2380.HK	中国电力	HKD	3.33	327	16.7	13.4	11.1	8.9	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**
**损益表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	27,763	28,428	31,032	33,389	36,261
经营成本	(11,658)	(10,876)	(12,399)	(13,019)	(13,670)
其他收入	279	284	298	313	329
行政费用	(2,454)	(2,943)	(2,796)	(3,020)	(3,261)
财务开支	(3,017)	(2,873)	(3,067)	(3,322)	(3,635)
应占联营公司利润	225	284	298	313	329
其他开支	(2,500)	(2,128)	(2,170)	(2,214)	(2,258)
<b>税前盈利</b>	2,714	3,826	4,913	5,848	7,179
所得税	(513)	(901)	(1,156)	(1,376)	(1,690)
少数股东应占利润	917	1,217	1,427	1,699	2,086
<b>归属股东净利润</b>	1,284	1,708	2,329	2,772	3,403
折旧及摊销	(4,818)	(5,321)	(5,316)	(5,582)	(5,861)
<b>EBITDA</b>	10,046	11,453	12,699	14,126	16,017
<b>增长</b>					
总收入 (%)	20%	2%	9%	8%	9%
EBITDA (%)	25%	14%	11%	11%	13%

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金	1,238	1,316	2,088	2,546	3,792
应收账款	3,413	7,286	5,829	5,945	6,064
存货	690	698	712	726	740
其他流动资产	3,011	4,821	5,144	5,364	5,464
<b>流动资产</b>	8,352	14,121	13,773	14,581	16,060
固定资产	99,045	112,955	115,214	117,518	119,869
其他固定资产	28,266	24,888	25,340	25,805	26,286
<b>非流动资产</b>	127,311	137,843	140,554	143,324	146,154
<b>总资产</b>	140,290	155,949	154,326	157,905	162,214
<b>流动负债</b>	32,437	40,556	39,743	39,355	38,700
应付帐款	874	994	1,014	1,034	1,055
短期银行贷款	11,333	21,212	19,091	17,182	15,464
其他短期负债	20,230	18,350	19,639	21,139	22,181
<b>非流动负债</b>	59,621	66,881	68,882	69,366	70,055
长期银行贷款	22,547	45,359	47,627	48,580	49,551
其他负债	37,074	21,522	21,255	20,786	20,504
<b>总负债</b>	95,156	110,159	108,626	108,721	108,755
少数股东权益	14,813	12,392	13,106	13,955	14,998
<b>股东权益</b>	30,320	33,398	32,595	35,228	38,461
每股账面值(人民币元)	3.09	3.41	3.32	3.59	3.92
营运资金	(24,085)	(26,435)	(25,971)	(24,774)	(22,640)

**财务分析**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	36%	40%	41%	42%	44%
净利率 (%)	5%	6%	8%	8%	9%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	9%	10%	9%	9%	9%
实际税率 (%)	19%	24%	24%	24%	24%
股息支付率 (%)	98%	75%	75%	75%	75%
营业周期	40	68	60	60	60
应付账款天数	221	261	233	227	220
应收账款天数	40	68	60	60	60
ROE (%)	4%	5%	7%	8%	9%
ROA (%)	1%	1%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.1	2.0	2.0	1.8	1.6
收入/总资产	0.20	0.18	0.20	0.21	0.22
总资产/股本	4.63	4.67	4.73	4.48	4.22
收入对利息倍数	9.2	9.9	10.1	10.0	10.0

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	10,046	11,453	12,699	14,126	16,017
融资成本	2,609	(3,050)	(2,526)	(1,954)	(3,133)
营运资金变化	(6,866)	(2,350)	464	1,197	2,135
所得税	(630)	(551)	(1,156)	(1,376)	(1,690)
<b>营运现金流</b>	5,158	5,502	9,481	11,993	13,329
资本开支	(16,202)	(16,221)	(13,800)	(14,000)	(13,335)
其他投资活动	385	453	674	742	824
<b>投资活动现金流</b>	(15,817)	(15,768)	(13,126)	(13,258)	(12,511)
负债变化	10,829	11,947	147	(957)	(247)
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(1,079)	(1,272)	1,275	1,186	1,680
其他融资活动	298	(328)	3,000	1,500	(1,001)
<b>融资活动现金流</b>	10,048	10,347	4,422	1,729	433
<b>现金变化</b>	(611)	80	776	464	1,251
期初持有现金	1,855	1,239	1,318	2,088	2,546
汇率变动	(5)	(1)	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	1,239	1,318	2,088	2,546	3,792

### 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。