

买入

2022年火电边际改善，新能源驱动未来成长

华润电力 (0836.HK)

2022-01-24 星期一

投资要点

目标价： 26.6 港元
现价： 21.3 港元
预计升幅： 25%

重要数据

日期	2022-01-21
收盘价 (港元)	21.30
总股本 (百万股)	4,810
总市值 (百万港元)	102,462
净资产 (百万元)	111,007
总资产 (百万元)	268,228
52周高低 (港元)	28.85/7.33
每股净资产 (元)	15.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

华润集团 (电力) 有限公司 (62.93%)

相关报告

深度报告-20210608

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyqzq.com.hk

➤ 预计 2021 年盈利主要来自可再生能源:

2021 年 12 月公司售电量 17,517.15GWh, 同比下降 0.1%, 其中, 风电 3,225.83GWh, 同比增加 66.9%; 光伏 98.87GWh, 同比增加 93.5%。2021 年 1 月-12 月, 公司累计售电量 177,300.0GWh, 同比增加 14.4%, 其中, 风电 31,936.3GWh, 同比增加 57.8%; 光伏 1,192.1GWh, 同比增加 63.2%。公司可生能源发电量增长亮眼, 预计 2021 年盈利主要来自可再生能源。

➤ 预期 2022 年公司火电盈利边际改善:

2022 年动力煤长协价格实行每月调整的机制, 下水煤合同基准价暂按 5500 大卡动力煤 700 元/吨签订, 波动区间扩大至 550—850 元/吨, 较 2021 年的价格中枢明显下移。此外, 长协范围进一步扩大, 其中需求端要求发电供热企业除进口煤以外的用煤, 100%签订长协。随着煤炭长协机制的完善, 2022 年单位煤炭成本同比将下降, 有利于公司火电板块扭亏为盈。

➤ 电价上涨空间逐渐打开, 有利增厚公司利润:

自《电价市场化改革通知》以来, 全国已有广东、江苏、浙江等 10 余个省份对明年电力市场化交易工作进行部署。目前江苏 2022 年度电力交易均价 466.69 元/MWh, 上浮 18.38%。广东 2022 年度双边电力交易均价 497.04 元/MWh, 上浮 10.99%。随着市场化电量交易规模的扩大, 以及绿电交易市场的扩容, 将有利增厚公司利润。

➤ 维持买入评级, 目标价 26.6 港元:

初步预计公司 2022 年下半年将分拆可再生能源上市, 利好公司整体估值提升。我们维持公司目标价 26.6 港元, 相当于 2022 年 14 倍 PE 和 1.2 倍 PB, 目标价较现价有 25% 上升空间, 维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	67,758	69,551	85,538	89,766	94,632
变动(%)	-11.9%	2.6%	23.0%	4.9%	5.4%
归属股东净利润	6,590	7,583	7,542	9,209	11,519
变动(%)	66.8%	15.1%	-0.5%	22.1%	25.1%
每股盈利(港元)	1.37	1.58	1.57	1.91	2.39
PE@21.3HKD	15.5	13.5	13.6	11.1	8.9
每股股息(港元)	0.55	0.63	0.63	0.77	0.96
股息率(%)	2.57%	2.96%	2.95%	3.60%	4.50%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

预期 2022 年公司火电盈利边际改善：

2021 年年底，2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案落地，“基准价+浮动价”的定价机制不变。新一年动力煤长协价格实行每月调整的机制。全国煤炭交易中心、中国煤炭工业协会根据价格机制，定期测算每月中长期合同价格，上报国家发改委审核确认后，于每月最后一个工作日对外发布。下水煤合同基准价暂按 5500 大卡动力煤 700 元/吨签订，虽较 2021 年调高 31%，但波动区间扩大至 550—850 元/吨，较 2021 年的价格中枢明显下移。此外，2022 年煤炭长协签订范围进一步扩大。核定产能在 30 万吨及以上的煤矿，原则上均被纳入供应端，需求端则要求发电供热企业除进口煤以外的用煤，100%签订长协。随着煤炭中长期合同签订范围的扩大，多数需求将由中长期合同定价，市场大幅波动的概率下降。我们认为随着煤炭长协机制的完善，煤炭成本波动将减少，有利于降低火电企业成本的波动性，增强火电企业的盈利稳定性。

2021 年公司风电量同比增长 57.8%：

2021 年 12 月公司附属电厂售电量达到 17,517,152 兆瓦时，同比下降 0.1%，其中，附属风电场售电量达到 3,225,829 兆瓦时，同比增加 66.9%；附属光伏电站售电量达到 98,872 兆瓦时，同比增加 93.5%。2021 年 1 月-12 月，公司附属电厂累计售电量达到 177,299,959 兆瓦时，同比增加了 14.4%，其中，附属风电场累计售电量达到 31,936,288 兆瓦时，同比增加 57.8%；附属光伏电站累计售电量达到 1,192,130 兆瓦时，同比增加 63.2%。得益于良好的风资源、设备治理成效明显以及新增电站发电贡献，公司风电发电量良好，其他可在生能源发电量增长亮眼。

表 1：公司 2021 年 11 月售电量数据

业务	2021 年 12 月 售电量 (吉瓦时)	2020 年 12 月 售电量 (吉瓦时)	12 月同比 变化率 (%)	2021 年 累计售电量 (吉瓦时)	2020 年 累计售电量 (吉瓦时)	累计售电量 同比变化率 (%)
火电	13,959.21	15,323.15	-8.9%	142,450.9	132,483.1	7.5%
风电	3,225.83	1,933.17	66.9%	31,936.3	20,232.2	57.8%
水电	233.24	231.66	0.7%	1,720.6	1,498.2	14.8%
光伏	98.87	51.09	93.5%	1,192.1	730.7	63.2%
合计	17,517.15	17,539.07	-0.1%	177,300.0	154,944.2	14.4%

数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

电价上涨空间逐渐打开，有利增厚公司利润：

2021年10月12日，发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，明确要求将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。自《通知》以来，全国已有北京、广东、江苏、山东、陕西、宁夏、浙江等10余个省份对明年的电力市场化交易工作进行了部署。其中江苏和广东率先行动，据北极星电力网数据显示，江苏2022年度电力交易均价466.69元/兆瓦时，其中绿电交易均价462.88元/兆瓦时，上浮18.38%（0.072元）。广东2022年度双边电力交易均价497.04元/兆瓦时，可再生能源电力均价为513.89元/兆瓦时，上浮10.99%（0.051元）。我们认为，随着电价市场化改革的持续推进，市场化电量交易规模的扩大，同时，随着绿电交易市场逐渐推进，市场活跃度持续提升，绿电成交量逐步提升，公司作为火电和新能源巨头，有望在电力市场化交易中获得更高的电价，增厚利润。

表 2：江苏、广东 2022 年市场化交易电量价格情况

（单位：元/Kwh）	江苏	广东
煤电基准价	0.391	0.453
火电成交价格	0.467	0.497
价差	0.076	0.044
上涨	19.36%	9.72%
绿电成交价	0.463	0.514
价差	0.072	0.061
上涨	18.38%	13.44%

数据来源：广东电力交易中心、江苏电力交易中心、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 26.6 港元：

初步预计2022年下半年通过出售少数股东股权，分拆可再生业务上市，有利公司整体估值提升。我们维持公司目标价26.6港元，相当于2022年14倍PE和1.2倍PB，目标价较现价有25%上升空间，给予买入评级。

风险提示：

新能源新增装机不及预期，煤炭价格大幅上涨

表 3: 行业估值

发电行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
火电	0991.HK	大唐发电	HKD	1.56	521	8.1	7.5	7.0	6.4	0.6	0.4	0.4	0.3
	0902.HK	华能国际电力股份	HKD	4.54	1,320	25.2	9.3	8.8	8.2	0.9	0.4	0.4	0.4
	1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.06	509	6.1	4.7	3.9	4.1	0.5	0.3	0.3	0.3
	2380.HK	中国电力	HKD	4.50	488	24.0	19.2	14.4	10.7	1.2	1.2	1.1	1.0
平均						15.9	10.2	8.5	7.4	0.8	0.6	0.6	0.5
风电	2208.HK	金风科技	HKD	13.68	730	16.4	12.0	10.7	9.4	1.5	1.3	1.2	1.1
	0916.HK	龙源电力	HKD	16.84	562	25.1	18.6	16.3	14.2	2.1	1.9	1.7	1.6
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.75	67	8.4	6.5	5.2	4.1	0.8	0.8	0.7	0.6
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	5.25	544	12.2	8.0	7.2	6.5	1.5	1.2	1.0	0.9
平均						15.6	11.3	9.8	8.5	1.5	1.3	1.2	1.0
	0836.HK	华润电力	HKD	21.30	1,025	13.5	17.0	13.9	11.1	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

损益表						财务分析					
百万港元, 财务年度截至12月31日											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	67,758	69,551	85,538	89,766	94,632	盈利能力					
营业支出	(57,863)	(56,828)	(72,482)	(73,483)	(74,553)	毛利率 (%)	19%	20%	2%	14%	21%
其他经营收入	2,851	2,460	3,025	3,175	3,347	EBITDA 利率 (%)	-29%	-32%	-28%	-31%	-36%
其他经营净收益	143	(1,090)	(220)	(232)	(277)	净利率 (%)	10%	11%	9%	10%	12%
营业利润	12,888	14,093	15,862	19,226	23,149	营运表现					
财务费用	(3,787)	(3,422)	(4,826)	(5,786)	(6,598)	实际税率 (%)	24%	24%	24%	24%	24%
应占联营公司损益	193	555	400	300	301	股息支付率 (%)	40%	40%	40%	40%	40%
应占共同控制实体损益	359	244	126	105	131	库存周转	21	19	19	19	19
除税前溢利	9,653	11,470	11,562	13,845	16,983	应付账款天数	191	221	221	221	221
所得税	(2,312)	(2,794)	(2,816)	(3,372)	(4,137)	应收账款天数	110	165	165	165	165
少数股东应占利润	751	1,094	1,203	1,264	1,327	ROE (%)	9%	9%	8%	9%	10%
归属股东净利润	6,590	7,583	7,542	9,209	11,519	ROA (%)	3%	3%	2%	3%	3%
折旧及摊销	10,631	11,713	13,505	15,686	18,031	财务状况					
EBITDA	(19,533)	(22,089)	(23,863)	(28,267)	(33,687)	总资产负债率 (%)	60%	59%	62%	63%	62%
						净负债/股本	1.1	1.1	1.1	1.3	1.3
增长						收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总收入 (%)	-12%	3%	23%	5%	5%	总资产/股本	3.0	3.0	3.2	3.2	3.1
净利润 (%)	67%	15%	-1%	22%	25%	收入对利息倍数	17.9	20.3	17.7	15.5	14.3

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	4,907	5,036	14,113	9,733	7,828
应收账款	20,395	31,428	38,652	40,563	42,761
存货	3,172	2,912	4,385	4,053	3,923
其他流动资产	1,095	1,262	1,325	1,391	1,461
流动资产	29,569	40,638	58,475	55,741	55,973
固定资产	150,581	180,817	212,099	244,579	278,420
其他固定资产	35,585	38,177	38,822	39,572	40,424
非流动资产	186,166	218,994	250,922	284,151	318,844
总资产	215,735	259,632	309,396	339,891	374,817
流动负债	57,661	65,065	86,306	87,562	92,113
应付账款	28,720	33,587	50,572	46,753	45,249
短期银行贷款	19,140	20,158	24,190	29,028	34,833
其他短期负债	9,801	11,320	11,545	11,782	12,031
非流动负债	71,358	88,617	106,402	124,916	140,177
长期银行贷款	68,763	82,109	98,531	116,266	130,218
其他负债	2,595	6,508	7,871	8,650	9,959
总负债	129,019	153,682	192,708	212,478	232,290
少数股东权益	13,792	20,148	21,155	22,213	23,324
股东权益	72,924	85,803	95,533	105,200	119,203
每股账面值(港元)	18.03	22.02	24.26	26.49	29.63
营运资金	(28,092)	(24,427)	(27,832)	(31,821)	(36,140)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	(19,533)	(22,089)	(23,863)	(28,267)	(33,687)
融资成本	3,787	3,422	4,826	5,786	6,598
营运资金变化	(2,336)	(3,496)	8,466	(5,186)	(3,317)
所得税	(2,044)	(2,793)	(2,816)	(3,372)	(4,137)
营运现金流	20,508	20,702	35,313	26,517	33,904
资本开支	(22,542)	(30,529)	(35,108)	(39,321)	(43,647)
其他投资活动	1,147	1,905	1,539	1,754	1,991
投资活动现金流	(21,395)	(28,624)	(33,569)	(37,568)	(41,656)
负债变化	(6,956)	9,323	9,789	10,279	10,793
股本变化	0	0	0	0	0
股息	2,636	3,035	3,019	3,686	4,611
其他融资活动	2,235	(4,863)	(5,475)	(7,293)	(9,557)
融资活动现金流	(2,085)	7,495	7,333	6,671	5,847
现金变化	(2,972)	(427)	9,077	(4,380)	(1,905)
期初持有现金	7,977	4,907	5,036	14,113	9,733
汇率变动	(97)	556	0	0	0
期末持有现金	4,907	5,036	14,113	9,733	7,828

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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>