

# 买入

# 2022年火电盈利边际改善，新增风光装机7GW

**中国电力 (2380.HK)**

2022-03-21 星期一

## 投资要点

**目标价: 5.88 港元**
**现价: 4.08 港元**
**预计升幅: 44%**

## 重要数据

日期	2022-03-18
收盘价 (港元)	4.08
总股本 (百万股)	10,833
总市值 (百万港元)	44,198
净资产 (百万元)	32,809
总资产 (百万元)	174,754
52周高低 (港元)	5.67 / 1.59
每股净资产 (元)	3.03

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%)

## 相关报告

深度报告-20200521

更新报告-20201117

更新报告-20210909

更新报告-20210917

更新报告-20220123

## 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU937

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzq.com.hk

### ➤ 2021年亏损5.16亿元人民币，每股派息0.05元:

公司2021年实现收入347.34亿人民币，同比增长22.2%，亏损5.16亿元，相对2020年纯利17.08亿元人民币，盈转亏，主要因为2021年下半年煤炭价格大幅上涨，公司煤电平均单位燃料成本同比大幅上升40.94%。；每股亏损7分，末期息派5分。归属股东净利润分板块来看，火电板块亏损19.93亿元人民币，风电盈利9.13亿元人民币，光伏盈利5.63亿元人民币，水电盈利5.94亿元人民币。

### ➤ 2022年目标新增风光装机7GW，资本开支380亿元人民币:

2021年公司风光合并装机容量分别增加约1,972MW和1,217MW，而煤电则减少1,200兆瓦，清洁能源合并装机容量占比净增长8.18个百分点，占合并装机容量总额的比重达到52.16%。2021年底，公司在建清洁能源项目装机容量超过4.6GW，公司目标2022年新增风光装机7GW，其中光伏占60%，风电40%，全年资本开支380亿元人民币。

### ➤ 发改委稳定煤价政策层层加码，确保火电盈利:

2022年以来，国家稳定煤价政策层层加码，明确要求按照经国务院批准的5500大卡长协价570-770元，基准价675元执行，坑口价不得超700元，港口不得超900元。近日，发改委安排对各地和中央企业2022年煤炭中长期合同签订履约情况开展专项核查，规定煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的80%以上，发电供热企业年度用煤应实现中长期供需合同全覆盖。国家稳定煤价政策将有力保障火电盈利。

### ➤ 维持买入评级，目标价5.88港元:

我们维持公司目标价5.88港元，相当于2022年和2023年18倍和16倍PE，目标价较现价有44%上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业额	27,763	28,428	34,734	39,616	41,215
同比增长(%)	19.8%	2.4%	22.2%	14.1%	4.0%
净利润	1,284	1,708	(516)	2,626	2,933
同比增长(%)	16.9%	33.0%	n/a	n/a	11.7%
每股盈利(元)	0.13	0.17	-0.07	0.27	0.30
PE@4.08HKD	25.5	19.5	n/a	12.5	11.2
每股股息(港元)	0.13	0.13	0.14	0.17	0.19
股息率	3.9%	3.9%	4.2%	5.1%	5.7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2021 年亏损 5.16 亿元人民币，每股派息 0.05 元：

公司 2021 年实现收入 347.34 亿人民币，同比增长 22.2%，亏损 5.16 亿元，相对 2020 年纯利 17.08 亿元人民币，盈转亏，主要因为 2021 年下半年煤炭价格大幅上涨，公司煤电平均单位燃料成本同比大幅上升 40.94%。；每股亏损 7 分，末期息派 5 分。归属股东净利润分板块来看，火电亏损 19.93 亿元人民币，风电盈利 9.13 亿元人民币，光伏盈利 5.63 亿元人民币，水电盈利 5.94 亿元人民币。

图 1：2021 年公司主要经营指标

运营指标	2021	2020	同比
权益装机 (MW)	24,960.80	23,878.20	5%
合并装机 (MW)	28,931.90	26,845.80	8%
-煤电	13,840	15,040	-8%
-清洁能源	15,091.90	11,805.80	28%
发电量 (MWH)	103,048,687	91,902,510	12%
-煤电	66,630,939	57,999,478	15%
-清洁能源	36,417,748	33,903,032	7%
利用小时			
-煤电	4,430	4,104	8%
-水电	3,866	4,514	-14%
电价 (元/MWH)			
-煤电	341	320.5	7%
-水电	256	244.05	5%
供电煤耗	301	303.31	-1%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 2022 年目标新增风光装机 7GW，资本开支 380 亿元人民币：

2021 年公司风电、光伏发电及气电的合并装机容量分别增加 1,971.7 兆瓦、1,217.2 兆瓦及 121.2 兆瓦，而煤电则减少 1,200 兆瓦，清洁能源合并装机容量占比净增长 8.18 个百分点，占合并装机容量总额的比重达到 52.16%。2021 年底，公司在建清洁能源项目装机容量超过 4.6GW，公司目标 2022 年新增风光装机 7GW，其中光伏占 60%，风电 40%，全年资本开支 380 亿元人民币，主要用于新能源业务。

### 储能业务成为公司利润新增长点：

公司储能业务与北京海博思创科技股份有限公司成立新源智储，从事储能电站的项目开发与投资，以及整个电站的设备研发、组装集成、工程承包和运营。新源智储首个承建项目海阳 101 兆瓦/202 兆瓦时储能电站已于年内成功并网，每年将可消纳新能源电量 100,000 兆瓦时。

2021 年公司储能业务实现收入约 5.8 亿元人民币，经营利润约 6.34 亿元人民币，经营利润率约 11%。截至 2021 年底，公司已实现新增储能 666 兆瓦时。目前公司通过 EPC 总包、电站设备集成等方式参与投资管理建设的项目有 11 个，规模为 493/956 兆瓦时，2022 目标落地项目 3-5GW，公司储能业务依据技术研发优势，采取轻资产运营模式，预计利润率将提升，成为未来强劲的利润增长动力。

### 发改委稳定煤价政策层层加码，确保火电盈利：

2022 年以来，国家稳定煤价政策层层加码，明确要求按照经国务院批准的 5500 大卡长协价 570-770 元，基准价 675 元执行，坑口价不得超 700 元，港口不得超 900 元。近日，发改委安排对各地和中央企业 2022 年煤炭中长期合同签订履约情况开展专项核查，规定煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的 80% 以上，发电供热企业年度用煤应实现中长期供需合同全覆盖。

具体而言，发改委要求煤炭行业做到“四增一控”，除了控价格外，还包括以下“四增”政策：

增产能：采取综合措施增加 3 亿吨的有效产能。

增产量：全国日产煤量要维持在 1260 万吨/日。

增储备：全国实现 6.2 亿吨的储备，中央政府 7000 万吨、地方政府 1.5 亿吨、发电企业 2 亿吨、煤炭企业 1 亿吨且必须做到 7 天储备能力，其它大用户 1 亿吨。

增长协：对虚报省份要追责，国家不给予其它资源支持。由于目前进口煤可能无法兑现，对上报时有进口煤的企业补签应急保障性的中长期合同。

**表 1：煤炭长协定价公式**

时间	政策文件	基准价	定价公式	煤价区间范围
2016.11	发改委、国务院国资《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》	535元/吨	$535*50+(上月最后一期环渤海动力煤价格指数+上月最后一期CCTD秦皇岛动力煤综合交易价格+上月最后一期CECI综合指数)/3*500$	470-600元/吨
2021.12.31	发改委经济运行局2022年煤炭中长期合同签订履约工作方案(征求意见稿)，未实施	700元/吨	$700*50+(上月最后一期全国煤炭交易中心综合价格指数+上月最后一期环渤海动力煤综合价格指数+上月最后一期CCTD秦皇岛动力煤综合交易价格指数+上月最后一期中国沿海电煤采购价格指数)/4*50%$	550-850元/吨
2022.2.24	发改委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》	675元/吨	$675*50+(上月最后一期全国煤炭交易中心综合价格指数+上月最后一期环渤海动力煤综合价格指数+上月最后一期CCTD秦皇岛动力煤综合交易价格指数)/3*50%$	570-770元/吨
2022.2.28	发改委《关于做好2022年煤炭中长期合同监管工作的通知》			新增晋陕蒙三大产区出矿环节(坑口煤)长协价的合理区间：山西370元/吨-570元/吨、陕西320元/吨-520元/吨、蒙西260元/吨-460元/吨、蒙东200元/吨-300元/吨(3500千卡)

数据来源：国家发改委，国元证券经纪（香港）整理

**维持买入评级，目标价 5.88 港元：**

我们更新公司盈利预测，并维持公司目标价 5.88 港元，相当于 2022 年和 2023 年 18 倍和 16 倍 PE，目标价较现价有 44% 上升空间，维持买入评级。

**风险提示：**

煤价持续上涨，长协实际执行不到位

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

**表2：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
0836.HK	华润电力	HKD	15.50	746	9.8	0.0	6.9	5.9	0.8	0.0	0.7	0.6
1811.HK	中广核新能源	HKD	3.61	155	12.3	8.5	6.8	6.2	1.5	1.3	1.2	1.1
0182.HK	协合新能源	HKD	0.71	64	7.9	6.7	5.7	4.8	0.7	0.7	0.6	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.37	460	10.2	6.6	6.1	5.3	1.2	1.0	0.7	0.6
1798.HK	大唐新能源	HKD	3.06	223	15.8	10.1	8.9	7.3	1.5	0.7	0.6	0.7
0916.HK	龙源电力	HKD	16.30	2,173	24.3	18.1	15.7	13.6	2.1	1.8	1.7	1.5
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	3.72	1,247	20.7	7.5	7.0	6.7	0.7	0.3	0.3	0.3
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	2.52	419	5.0	-	-	-	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>平均</b>					<b>13.3</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>7.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
2380.HK	中国电力	HKD	4.08	442	21.8	n/a	12.5	11.2	1.0	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**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>收入</b>	27,763	28,428	34,734	39,616	41,215
经营成本	(11,658)	(10,876)	(17,938)	(16,413)	(16,413)
其他收入	279	284	514	539	566
行政费用	(2,454)	(2,943)	(3,334)	(3,434)	(3,709)
财务开支	(3,017)	(2,873)	(3,735)	(4,230)	(4,405)
应占联营公司利润	225	284	(214)	(224)	(235)
其他开支	(2,500)	(2,128)	(2,435)	(2,484)	(2,534)
<b>税前盈利</b>	2,714	3,826	533	5,538	6,186
所得税	(513)	(901)	(362)	(1,304)	(1,456)
少数股东应占利润	917	1,217	687	1,609	1,797
<b>归属股东净利润</b>	1,284	1,708	(516)	2,626	2,933
折旧及摊销	(4,818)	(5,321)	(6,093)	(6,154)	(6,461)
<b>EBITDA</b>	10,046	11,453	10,060	15,607	16,721
<b>增长</b>					
总收入 (%)	20%	2%	22%	14%	4%
EBITDA (%)	25%	14%	-12%	55%	7%

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021	2022E	2023E
现金	1,238	1,316	1,767	1,664	1,479
应收账款	3,413	7,286	8,363	8,530	8,701
存货	690	698	1469	1498	1528
其他流动资产	3,011	4,821	6,972	7,459	7,601
<b>流动资产</b>	8,352	14,121	18,570	19,151	19,309
固定资产	99,045	112,955	128,695	135,130	141,887
其他固定资产	28,266	24,888	27,488	27,968	28,461
<b>非流动资产</b>	127,311	137,843	156,184	163,098	170,348
<b>总资产</b>	140,290	155,949	174,754	182,249	189,657
<b>流动负债</b>	32,437	40,556	45,536	49,153	52,254
应付帐款	874	994	1,836	1,873	1,910
短期银行贷款	11,333	21,212	21,912	21,473	21,044
其他短期负债	20230	18350	21788	25807	29300
<b>非流动负债</b>	59,621	66,881	77,333	77,989	78,778
长期银行贷款	22,547	45,359	54,930	56,029	57,150
其他负债	37,074	21,522	22,403	21,960	21,629
<b>总负债</b>	95,156	110,159	122,869	127,142	131,032
少数股东权益	14,813	12,392	16,078	16,883	17,781
<b>股东权益</b>	30,320	33,398	35,807	38,225	40,843
每股账面值(人民币元)	3.09	3.41	3.03	3.26	3.52
营运资金	(24,085)	(26,435)	(26,965)	(30,002)	(32,945)

**财务分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	36%	40%	29%	39%	41%
净利率 (%)	5%	6%	-1%	7%	7%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	9%	10%	10%	9%	9%
实际税率 (%)	19%	24%	68%	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	176	196	200
应收账款天数	40	68	60	60	60
ROE (%)	4%	5%	-1%	7%	7%
ROA (%)	1%	1%	0%	1%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.1	2.0	2.1	2.0	1.9
收入/总资产	0.20	0.18	0.20	0.22	0.22
总资产/股本	4.63	4.67	4.88	4.77	4.64
收入对利息倍数	9.2	9.9	9.3	9.4	9.4

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	10,046	11,453	10,060	15,607	16,721
融资成本	2,609	(3,050)	(7,826)	(361)	(618)
营运资金变化	(6,866)	(2,350)	(531)	(3,036)	(2,944)
所得税	(630)	(551)	(362)	(1,304)	(1,456)
<b>营运现金流</b>	5,158	5,502	1,342	10,906	11,703
资本开支	(16,202)	(16,221)	(17,902)	(17,660)	(16,812)
其他投资活动	385	453	(613)	455	522
<b>投资活动现金流</b>	(15,817)	(15,768)	(18,516)	(17,205)	(16,290)
负债变化	10,829	11,947	4,507	5,660	4,691
股本变化	0	0	3,150	0	0
股息	(1,079)	(1,272)	(1,287)	542	1,680
其他融资活动	298	(328)	11,239	0	(1,963)
<b>融资活动现金流</b>	10,048	10,347	17,608	6,202	4,408
<b>现金变化</b>	(611)	80	435	(97)	(179)
期初持有现金	1,855	1,239	1,318	1,767	1,664
汇率变动	(5)	(1)	13	(6)	(6)
期末持有现金	1,239	1,318	1,767	1,664	1,479



# 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>