

买入

加速清洁能源转型，估值优势明显

华润电力 (0836.HK)

2022-03-22 星期二

投资要点

目标价：**20 港元**
 现价：14.72 港元
 预计升幅：36%

➤ 2021 年公司可再生能源实现盈利 83.81 亿港元：

2021 年公司实现营业收入 898 亿港元，同比增长 29.11%。公司拥有人应占利润 15.93 亿港元，较 2020 年减少 79%；每股基本盈利 0.33 港元，较 2020 年下降 79%；全年派息 0.295 元，派息率达到 89%。2021 年，公司可再生能源业务核心利润贡献为 83.81 亿港元，火电业务核心利润亏损为 59.42 亿港元。

重要数据

日期	2022-03-21
收盘价 (港元)	14.72
总股本 (百万股)	4,810
总市值 (百万港元)	70,803
净资产 (百万元)	88,388
总资产 (百万元)	287,355
52 周高低 (港元)	28.85/8.46
每股净资产 (港元)	18.38

数据来源：Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 2022 年目标新增风光装机 6.3GW，风光资本开支 305 亿港元：

十四五期间，公司目标新增 40GW 可再生能源装机，预计 2025 年底，可再生能源装机占比超过 50%。截至 2021 年底，公司已核准或备案了约 1.8GW 风电和 35GW 光伏项目，获得风电和光伏建设指标分别为 6.36GW 和 5.95GW，风光资源储备充裕。2022 年公司计划新增风电和光伏项目并网容量目标为 6.3GW。2022 年资本开支预计约为 376 亿港元，其中约 305 亿港元用于风电、光伏电站的建设。

➤ 受益单位煤料成本下降和电价上浮，预期火电盈利边际改善：

2022 年以来，国家稳定煤价政策层层加码，发改委“四增一控”政策以及对煤炭中长期合同签订履约情况开展专项核查，将有力保障火电盈利。公司初步预期 2022 年单位燃料成本同比约个位数下降；在电价方面，目前公司已经签订的长协电量中 70%-80% 电价上浮 20%，预计全年电价涨幅在 15%-20% 之间。

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

更新报告-20220124

➤ 维持买入评级，目标价 20 港元：

基于公司可再生能源利润贡献，对比绿电板块，公司估值优势明显。我们给予公司目标价 20 港元，相当于 2022 年和 2023 年 9 倍和 7.7 倍 PE，目标价较现价有 36% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业额	67,758	69,551	89,800	100,734	111,105
变动(%)	-11.9%	2.6%	29.1%	12.2%	10.3%
归属股东净利润	6,590	7,583	1,593	10,574	12,544
变动(%)	66.8%	15.1%	-79.0%	563.9%	18.6%
每股盈利(港元)	1.37	1.58	0.33	2.20	2.61
PE@14.72HKD	10.7	9.3	44.5	6.7	5.6
每股股息(港元)	0.548	0.631	0.295	0.879	1.043
股息率(%)	3.72%	4.29%	2.00%	5.97%	7.09%

数据来源：Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名：杨义琼

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

2021 年公司可再生能源实现盈利 83.81 亿港元：

2021 年公司实现营业收入约 898 亿港元，同比增长 29.11%。公司拥有人应占利润 15.93 亿港元，同比减少 79%；每股基本盈利 0.33 港元，末期股息为每股 0.045 元，全年股息共派 0.295 元，派息率达到 89%。2021 年，公司可再生能源业务核心利润贡献为 83.81 亿港元（2020 年：45.21 亿港元），火电业务核心亏损为 59.42 亿港元（2020 年：52.34 亿港元利润）。

于 2021 年底，公司运营权益装机容量为 47,997 兆瓦，其中火电运营权益装机为 32,556 兆瓦，占比 67.8%；风电、光伏及水电发电项目运营权益装机容量合共达 15,441 兆瓦，占比 32.2%，较 2020 年底上升 6.3 个百分点。

受益单位煤料成本下降和电价上浮，预期火电盈利边际改善：

2022 年以来，国家稳定煤价政策层层加码，发改委“四增一控”政策以及对煤炭中长期合同签订履约情况开展专项核查，将有力保障火电盈利。公司初步判断 2022 年单位燃料成本同比约个位数下降；在电价方面，目前公司已经签订的长协电量 70%-80% 都按上浮 20% 来签订的，预计全年电价涨幅在 15%-20% 之间。

具体而言，“四增一控”政策为：（1）增产能：采取综合措施增加 3 亿吨的有效产能；（2）增产量：全国日产煤量要维持在 1260 万吨/日；（3）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；（4）增长协：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；（5）控价格：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。

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	$700*50+(上月最后一期全国煤炭交易中心综合价格指数+上月最后一期环渤海动力煤综合价格指数+上月最后一期 CCTD 秦皇动力煤综合交易价格+上月最后一期中国沿海电煤采购价格综合指数)/4*50%$	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	$675*50+(上月最后一期全国煤炭交易中心综合价格指数+上月最后一期环渤海动力煤综合价格指数+上月最后一期 CCTD 秦皇动力煤综合交易价格)/3*50%$	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

2022 年目标新增风光装机 6.3GW，风光资本开支 305 亿港元：

十四五期间，公司目标新增 40GW 可再生能源装机，预计 2025 年底，可再生能源装机占比超过 50%。截至 2021 年底，公司已核准或备案了约 1.8GW 风电和 35GW 光伏项目，获得风电和光伏建设指标分别为 6.36GW 和 5.95GW，并获得 70 个整县分布式屋顶光伏项目的开发权，风光资源储备充裕。2022 年公司计划新增风电和光伏项目并网容量目标为 6.3GW。2022 年资本开支预计约为 376 亿港元，其中约 305 亿港元用于风电、光伏电站的建设。

维持买入评级，目标价 20 港元：

基于公司可再生能源利润贡献，对比绿电板块，公司估值优势明显。我们给予公司目标价 20 港元，相当于 2022 年和 2023 年 9 倍和 7.7 倍 PE，目标价较现价有 36% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

新能源新增装机不及预期，煤炭价格大幅上涨，电价上涨幅度不及预期。

表 2：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	1.21	446	6.3	7.5	7.0	6.4	0.5	0.4	0.4	0.3
	0902.HK	华能国际电力股份	HKD	3.62	1,247	20.1	7.3	6.9	6.5	0.7	0.3	0.3	0.3
	1071.HK	华电国际电力股份	HKD	2.51	410	5.0	4.7	3.9	4.1	0.4	0.3	0.3	0.3
	2380.HK	中国电力	HKD	3.98	431	21.2	0.0	12.4	9.8	1.0	1.0	1.0	0.9
平均						13.2	4.9	7.6	6.7	0.6	0.5	0.5	0.5
风电	2208.HK	金风科技	HKD	11.72	674	14.1	9.8	9.0	8.1	1.3	1.1	1.0	0.9
	0916.HK	龙源电力	HKD	16.14	2,142	24.1	18.0	15.5	13.5	2.0	1.8	1.7	1.5
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.73	65	8.2	0.0	5.9	4.9	0.7	0.7	0.6	0.6
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.31	454	10.1	6.5	6.0	5.2	1.2	1.0	0.7	0.6
平均						14.1	8.6	9.1	7.9	1.3	1.1	1.0	0.9
	0836.HK	华润电力	HKD	14.72	708	9.3	60.4	9.1	7.7	0.8	0.9	0.9	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

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
收入	67,758	69,551	89,800	100,734	111,105
营业支出	(57,863)	(56,828)	(87,041)	(83,994)	(91,361)
其他经营收入	2,851	2,460	2,812	3,155	3,479
其他经营净收益	143	(1,090)	(92)	(211)	(252)
营业利润	12,888	14,093	5,479	19,683	22,970
财务费用	(3,787)	(3,422)	(3,760)	(4,450)	(5,049)
应占联营公司损益	193	555	241	273	270
应占共同控制实体损益	359	244	(119)	100	100
除税前溢利	9,653	11,470	1,842	15,606	18,292
所得税	(2,312)	(2,794)	(958)	(3,801)	(4,456)
少数股东应占利润	751	1,094	(1,172)	1,230	1,292
归属股东净利润	6,590	7,583	1,593	10,574	12,544
折旧及摊销	10,631	11,713	13,505	15,686	18,031
EBITDA	(19,533)	(22,089)	(16,518)	(30,061)	(35,031)
增长					
总收入 (%)	-12%	3%	29%	12%	10%
净利润 (%)	67%	15%	-79%	564%	19%

财务分析

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	19%	20%	3%	26%	30%
EBITDA 利率 (%)	-29%	-32%	-18%	-30%	-32%
净利率 (%)	10%	11%	2%	10%	11%
营运表现					
实际税率 (%)	24%	24%	52%	24%	24%
股息支付率 (%)	40%	40%	89%	40%	40%
库存周转	21	19	19	19	19
应付账款天数	191	221	221	221	221
应收账款天数	110	165	165	165	165
ROE (%)	9%	9%	2%	11%	11%
ROA (%)	3%	3%	1%	3%	3%
财务状况					
总资产负债率 (%)	60%	59%	63%	70%	69%
净负债/股本	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产/股本	3.0	3.0	3.3	3.6	3.5
收入对利息倍数	17.9	20.3	23.9	22.6	22.0

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
现金	4,907	5,036	7,934	7,141	8,477
应收账款	20,395	31,428	37,769	45,518	50,205
存货	3,172	2,912	6,748	5,847	4,070
其他流动资产	1,095	1,262	1,489	1,564	1,642
流动资产	29,569	40,638	53,941	60,070	64,394
固定资产	150,581	180,817	192,953	247,025	278,420
其他固定资产	35,585	38,177	40,461	41,026	41,694
非流动资产	186,166	218,994	233,415	288,051	320,114
总资产	215,735	259,632	287,355	348,121	384,508
流动负债	57,661	65,065	68,059	109,713	116,404
应付帐款	28,720	33,587	34,136	35,965	37,551
短期银行贷款	19,140	20,158	23,186	27,823	33,387
其他短期负债	9,801	11,320	10,737	45,925	45,466
非流动负债	71,358	88,617	112,245	132,625	148,748
长期银行贷款	68,763	82,109	105,310	124,266	139,178
其他负债	2,595	6,508	6,935	8,359	9,571
总负债	129,019	153,682	180,304	242,338	265,153
少数股东权益	13,792	20,148	18,663	8,228	8,639
股东权益	72,924	85,803	88,388	97,555	110,716
每股账面值(港元)	18.03	22.02	22.25	21.99	24.81
营运资金	(28,092)	(24,427)	(14,119)	(49,643)	(52,011)

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)	(16,518)	(30,061)	(35,031)
融资成本	3,787	3,422	3,760	4,450	5,049
营运资金变化	(2,336)	(3,496)	(9,601)	(4,837)	(1,460)
所得税	(2,044)	(2,793)	(958)	(3,801)	(4,456)
营运现金流	20,508	20,702	8,319	26,862	35,201
资本开支	(22,542)	(30,529)	(32,055)	(35,742)	(40,067)
其他投资活动	1,147	1,905	1,539	1,406	1,608
投资活动现金流	(21,395)	(28,624)	(30,516)	(34,336)	(38,459)
负债变化	(6,956)	9,323	23,201	5,545	4,990
股本变化	0	0	(0)	0	0
股息	2,636	3,035	1,419	4,230	5,018
其他融资活动	2,235	(4,863)	476	(3,093)	(5,414)
融资活动现金流	(2,085)	7,495	25,096	6,681	4,594
现金变化	(2,972)	(427)	2,898	(793)	1,336
期初持有现金	7,977	4,907	5,036	7,934	7,141
汇率变动	(97)	556	0	0	0
期末持有现金	4,907	5,036	7,934	7,141	8,477

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>