

## 买入

## 风光储齐发展，加速清洁能源转型

**中国电力 (2380.HK)**

2022-08-30 星期二

### 投资要点

**目标价: 5.36 港元**
**现价: 4.34 港元**
**预计升幅: 24%**

### 重要数据

日期	2022-08-29
收盘价 (港元)	4.34
总股本 (百万股)	10,833
总市值 (百万港元)	47,015
净资产 (百万元)	35,624
总资产 (百万元)	187,802
52 周高低 (港元)	5.58 / 2.64
每股净资产 (元)	3.01

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 (26.16%)

中国电力发展有限公司 (24.57%)

### 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-20220123/20220319

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU937

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 2022H1 盈利 8.5 亿元人民币，新能源业务表现良好:

2022H1 公司实现收入人民币 203.05 亿元，同比增长 19.68%；归属股东净利润人民币 8.5 亿元，同比减少 44.87%，基本每股盈利 0.07 元。分板块来看，火电/水电/风电/光伏/储能/未分配分别实现归母净利润人民币 -7.19 亿/7.84 亿元/5.84 亿元/4.72 亿元/0.23 亿元/-2.94 亿元。期内公司新能源业务表现良好，风电及光伏发电的售电量分别同比增长 36.28% 及 29.17%，新能源板块盈利有效弥补了火电亏损。

#### ➤ 母公司资产注入+股权激励，助力清洁能源转型提速:

公司 7 月初公告拟收购母公司资产包，合并总装机容量为 2157.3MW，2021 年净利润人民币 6 亿元。本次交易是国家电投集团成立以来最大规模新能源注资，更加确定了公司作为国家电投旗下新能源旗舰平台地位。7 月 5 日和 20 日，公司完成俩批次股票期权，共授出 1.03 亿份，行权价格分别为 4.82 港元/股及 4.90 港元/股，行权设定了较高业绩增长指标，且要求 2022 到 2024 年清洁能源占比不低于 60、70、80%。资产注入和股权激励，有利加速公司清洁能源转型，并提升盈利和估值。

#### ➤ 储能业务成为公司业绩新增长点:

2022H1 公司储能业务实现收入人民币 9,251 万元，实现净利润人民币 2,352 万元，净利率 25.4%。公司持续项目开发，争取年内投产 2 条总产能 6GWh 电池组模生产线、全年项目落地 3GWh。未来随着科研投入和技术进步，成本有望下降 10-15%，利润率将进一步提升。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 5.36 港元:

我们给予公司目标价 5.36 港元，相当于 2022 年和 2023 年 21 倍和 15 倍 PE，目标价较现价有 24% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	28,428	34,734	42,478	47,342	55,459
同比增长(%)	2.4%	22.2%	22.3%	11.5%	17.1%
净利润	1,708	(516)	2,430	3,315	5,069
同比增长(%)	33.0%	-130.2%	-571.2%	36.4%	52.9%
每股盈利 (元)	0.17	-0.07	0.22	0.31	0.47
PE@4.34HKD	22.4	n/a	17.0	12.5	8.2
每股股息 (港元)	0.13	0.14	0.17	0.19	1.19
股息率	3.4%	3.6%	4.5%	5.0%	31.2%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2022H1 盈利 8.5 亿元人民币，新能源业务表现良好：

2022H1 公司实现收入人民币 203.05 亿元，同比增长 19.68%；股东应占溢利 8.5 亿元，同比减少 44.87%，基本每股盈利 0.07 元。归母净利润分板块来看，火电/水电/风电/光伏/储能/未分配分别实现净利润人民币-7.19 亿/7.84 亿元/5.84 亿元/4.72 亿元/0.23 亿元/-2.94 亿元。期内公司新能源业务表现良好，风电及光伏发电的售电量分别同比增长 36.28% 及 29.17%，新能源板块盈利有效弥补了火电亏损。

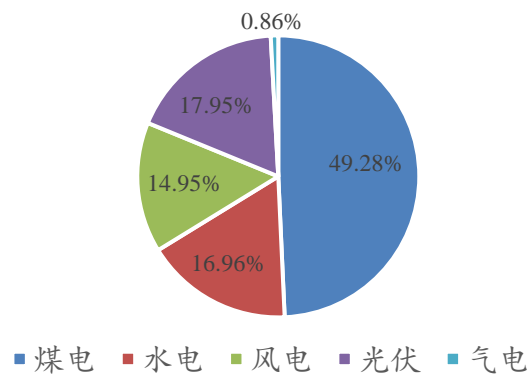
### 母公司资产注入+股权激励，助力清洁能源转型提速：

2022H1 公司清洁能源合并装机占比达到 50.72%，预计 2022 年底接近 60%，规划 2025 年清洁能源占比达到 90%。公司在“三类一区”大基地、两个“一体化”项目、海上风电、海上光伏、县域开发和优化合作开发等方面全面发力，储备项目超过 70GW。公司 7 月初公告拟收购母公司资产包，包括 23 家项目公司，合并总装机容量为 2157.3MW，其中：风电 1551.5MW，光伏 408.8 MW，环保发电 197 MW，于 2021 年度实现净利润人民币 6 亿元。本次交易是国家电投集团成立以来最大规模新能源注资，更加确定了公司作为国家电投旗下新能源旗舰平台地位。

7 月 5 日和 20 日，公司完成俩批次股票期权授予，共授出 1.03 亿份，行权价格分别为 4.82 港元/股及 4.90 港元/股，行权设定了较高业绩增长指标，且要求 2022 到 2024 年清洁能源占比不低于 60、70、80%。资产注入和股权激励，有利加速公司清洁能源转型，并提升盈利和估值。

表 1：2022H1 合并装机容量

合并装机容量：32140 MW  
清洁能源占比 50.72%



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 储能业务成为公司利润新增长点：

公司下属新源智储主要从事电化学储能业务，2022H1 公司储能业务实现收入人民币 9,251 万元，实现净利润人民币 2,352 万元，净利率 25.4%。公司持续项目开发，争取年内投产 2 条总产能 6GWh 电池组模生产线、全年项目落地 3GWh。未来随着科研投入和技术进步，成本有望下降 10-15%，利润率将进一步提升，成为公司业绩新增长点。

### 维持买入评级，目标价 5.36 港元：

我们更新公司盈利预测，给予公司目标价 5.36 港元，相当于 2022 年和 2023 年 21 倍和 15 倍 PE，目标价较现价有 24% 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			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
0836.HK	华润电力	HKD	16.36	787	49.4	8.3	6.4	5.4	0.9	0.8	0.7	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	3.20	137	9.5	6.9	6.9	6.0	1.3	1.2	1.0	0.9
0182.HK	协合新能源	HKD	0.72	65	6.8	6.4	6.4	4.9	0.7	0.6	0.6	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.66	397	5.8	5.8	5.8	4.6	0.7	0.6	0.6	0.5
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.07	151	6.7	7.3	7.3	6.3	1.0	0.5	0.6	0.5
0916.HK	龙源电力	HKD	13.28	1,752	14.8	12.4	12.4	10.6	1.5	1.4	1.3	1.1
0902.HK	华能国际	HKD	4.19	1,238	n/a	17.2	17.2	7.1	0.5	0.5	0.5	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	3.32	588	n/a	6.5	-	-	0.7	0.4	0.4	0.4
<b>平均</b>					<b>15.5</b>	<b>8.8</b>	<b>8.9</b>	<b>6.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
<b>2380.HK</b>	<b>中国电力</b>	HKD	4.34	470	n/a	17.0	12.5	8.2	1.1	1.1	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**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	28,428	34,734	42,478	47,342	55,459
经营成本	(10,876)	(17,938)	(19,373)	(20,148)	(22,566)
其他收入	284	514	539	566	595
行政费用	(2,943)	(3,334)	(3,434)	(3,778)	(4,080)
财务开支	(2,873)	(3,735)	(4,545)	(5,079)	(5,970)
应占联营公司利润	284	(214)	(224)	(235)	(247)
其他开支	(2,128)	(2,435)	(2,484)	(2,534)	(2,584)
<b>税前盈利</b>	3,826	533	5,125	6,993	10,692
所得税	(901)	(362)	(1,206)	(1,646)	(2,517)
少数股东应占利润	1,217	687	1,489	2,032	3,107
<b>归属股东净利润</b>	1,708	(516)	2,430	3,315	5,069
折旧及摊销	(5,321)	(6,093)	(6,154)	(7,077)	(7,784)
<b>EBITDA</b>	11,453	10,060	15,508	18,817	24,098
<b>增长</b>					
总收入 (%)	2%	22%	22%	11%	17%
EBITDA (%)	14%	-12%	54%	21%	28%

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金	1,316	1,767	1,838	2,537	3,192
应收账款	7,286	8,363	8,530	8,701	8,875
存货	698	1469	1498	1528	1558
其他流动资产	4,821	6,972	7,459	7,601	7,747
<b>流动资产</b>	14,121	18,570	19,325	20,367	21,372
固定资产	112,955	128,695	135,130	141,887	147,988
其他固定资产	24,888	27,488	27,968	28,461	28,968
<b>非流动资产</b>	137,843	156,184	163,098	170,348	176,956
<b>总资产</b>	155,949	174,754	182,423	190,715	198,327
<b>流动负债</b>	40,556	45,536	49,575	53,341	55,298
应付账款	994	1,836	1,873	1,910	1,948
短期银行贷款	21,212	21,912	21,473	21,044	20,623
其他短期负债	18350	21788	26229	30387	32727
<b>非流动负债</b>	66,881	77,333	77,986	78,347	79,188
长期银行贷款	45,359	54,930	56,029	57,150	58,293
其他负债	21,522	22,403	21,957	21,197	20,895
<b>总负债</b>	110,159	122,869	127,562	131,688	134,486
少数股东权益	12,392	16,078	16,822	17,838	17,838
<b>股东权益</b>	33,398	35,807	38,039	41,188	46,003
每股账面值(人民币元)	3.41	3.03	3.24	3.53	3.98
营运资金	(26,435)	(26,965)	(30,251)	(32,974)	(33,926)

**财务分析**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率	40%	29%	37%	40%	43%
净利率 (%)	6%	-1%	6%	7%	9%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	10%	10%	8%	8%	7%
实际税率 (%)	24%	68%	24%	24%	24%
股息支付率 (%)	75%	75%	75%	75%	175%
营业周期	68	60	60	60	61
应付账款天数	261	176	166	163	149
应收账款天数	68	60	60	60	61
ROE (%)	5%	-1%	6%	8%	11%
ROA (%)	1%	0%	1%	2%	3%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.0	2.1	2.0	1.8	1.6
收入/总资产	0.18	0.20	0.23	0.25	0.28
总资产/股本	4.67	4.88	4.80	4.63	4.31
收入对利息倍	9.9	9.3	9.3	9.3	9.3

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>EBITDA</b>	11,453	10,060	15,508	18,817	24,098
融资成本	(3,050)	(6,975)	(437)	(1,522)	(4,176)
营运资金变化	(2,350)	(531)	(3,285)	(2,724)	(952)
所得税	(551)	(1,213)	(1,206)	(1,646)	(2,517)
<b>营运现金流</b>	5,502	1,342	10,580	12,925	16,454
资本开支	(16,221)	(17,902)	(17,660)	(16,812)	(17,212)
其他投资活动	453	(613)	455	522	601
<b>投资活动现金</b>	(15,768)	(18,516)	(17,205)	(16,290)	(16,610)
负债变化	11,947	4,507	6,160	4,191	722
股本变化	0	3,150	0	0	0
股息	(1,272)	(1,287)	542	1,842	2,058
其他融资活动	(328)	11,239	0	(1,963)	(1,963)
<b>融资活动现金</b>	10,347	17,608	6,702	4,070	818
<b>现金变化</b>	80	435	77	705	661
期初持有现金	1,239	1,318	1,767	1,838	2,537
汇率变动	(1)	13	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	1,318	1,767	1,838	2,537	3,192

# 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>