

买入

注入资产完成首批交割，火电盈利持续改善

中国电力 (2380.HK)

2022-10-11 星期二

投资要点

目标价: **4.00 港元**
 现价: 2.85 港元
 预计升幅: 40%

➤ 母公司资产注入完成首批 13 家公司交割:

公司收购国家电投旗下中电新能源资产已成功完成首批交割。本次收购涉及中电新能源所属 23 家项目公司，首批交割资产包括大丰风电、纯阳山风电、内蒙古风电、霸州环保、攀枝花光伏等在内的 13 家项目公司，后续 10 家项目公司交割按计划推进。23 家公司资产全部交割完成后，收入和利润将全部并入 2022 年利润表。

重要数据

日期	2022-10-10
收盘价 (港元)	2.85
总股本 (百万股)	11,285
总市值 (百万港元)	32,162
净资产 (百万元)	35,624
总资产 (百万元)	187,802
52 周高低 (港元)	5.58 / 2.92
每股净资产 (港元)	3.85

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 电煤长协兑现率提升至 80%，煤电盈利持续改善:

2022 年三季度以来，公司煤电燃料成本呈环比下降趋势。一方面，在国家煤炭限价保供政策下，公司电煤长协兑现率不断提升至 80%；另一方面，公司与中煤集团通过煤电联营的方式，可以有效保障电煤的稳定供应，并避免受到 Q4 市场煤价的波动。未来公司将持续剥离低效亏损资产，同时开发优质煤电资产，在有煤矿的地方新增煤电厂，可以保量保价；没有煤矿的地方，通过与煤炭企业联营，确保明年开始煤电不亏损。

➤ 通过集采锁定组件长协价，光伏电站整体收益影响有限:

近期上游硅料供需紧张形势逐步得到缓解，叠加政府干预，随着后续产能的释放，预期硅料价格将逐步回落至合理区间，利好下游装机需求释放。公司上半年与组件公司签订了长期供货协议，锁定长协价，下半年开工投产的项目都采用长协价，较市场价格有一定折让。同时对一些项目进行了适当调整，不具备大面积施工条件的先做前期工作，通过工期调整避开价格高峰，可以确保项目合理收益率和新增装机目标的实现。

主要股东

中国电力国际有限公司 (25.11%)
 中国电力发展有限公司 (23.59%)

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
 更新报告-20220830

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU937
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gzyq.com.hk

➤ 维持买入评级，目标价 4.0 港元:

我们更新公司目标价 4.0 港元，相当于 2022 年和 2023 年 15 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 40% 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	42,814	48,636	55,618
同比增长 (%)	2.4%	22.2%	23.3%	13.6%	14.4%
净利润	1,708	(516)	2,572	3,861	5,136
同比增长 (%)	33.0%	-130.2%	-598.7%	50.1%	33.0%
每股盈利 (元)	0.17	-0.07	0.24	0.36	0.47
PE@2.85HKD	15.2	n/a	10.9	7.2	5.4
每股股息 (港元)	0.13	0.14	0.17	0.19	1.19
股息率	5.0%	5.3%	6.6%	7.4%	46.1%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

母公司资产注入完成首批 13 家公司交割：

公司收购国家电投旗下中电新能源资产已成功完成首批交割。本次收购涉及中电新能源所属 23 家项目公司，首批交割资产包括大丰风电、纯阳山风电、内蒙古风电、霸州环保、攀枝花光伏等在内的 13 家项目公司，后续 10 家项目公司交割按计划推进。23 家公司资产全部交割完成后，全部并入 2022 年财务报表。

表 1：13 家已完成资产交割目标公司及代价明细

	目标公司	分配给每项股权 I 的代价	分配给每项股权 II 的代价
		(人民币元)	(人民币元)
1	内蒙古风电		172,910,352.26
2	红旗风电		143,356,471.40
3	海浪风电		141,046,110.72
4	大丰风电	516,111,230.32	
5	纯阳山风电	273,515,225.56	
6	白银光伏	208,042,480.15	
7	诏安光伏		
8	海南光伏		
9	攀枝花光伏	151,460,000.00	
10	元江光伏	76,550,000.00	
11	德阳环电	142,497,040.00	
12	商丘环电	130,873,988.39	
13	霸州环电	199,882,300.00	
	总计	1,698,932,264.42	821,777,543.08

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

根据协议对价对应配发 451,503,136 股代价股份，将占公司总发行股本的 4%。

表 2：公司配发代价股份前后股权结构

股东	紧接发行及配发 代价股份前		紧接发行及配发 代价股份后	
	股份数目	概约 百分比	股份数目	概约 百分比
中电国际	2,833,518,060	26.16		25.11
中电发展	2,662,000,000	24.57		23.59
国家电投香港财资	392,275,453	3.62		3.48
中电新能源				4
公众股东	4,945,592,808	45.65		43.82
总计	10,833,386,321	100	11,284,889,457	100

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

电煤长协兑现率提升至 80%，煤电盈利持续改善：

2022 年三季度以来，公司煤电燃料成本呈环比下降趋势。一方面，在国家煤炭限价保供政策下，公司电煤长协兑现率不断提升至 80%；另一方面，公司与中煤集团通过煤电联营的方式，可以有效保障电煤的稳定供应，并避免受到 Q4 市场煤价的波动。未来公司将持续剥离低效亏损资产，同时开发优质煤电资产，在有煤矿的地方新增煤电厂，可以保量保价；没有煤矿的地方，通过与煤炭企业联营，确保明年开始煤电不亏损。

通过集采锁定组件长协价，光伏电站整体收益影响有限：

近期上游硅料供需紧张形势逐步得到缓解，叠加政府干预，随着后续产能的释放，预期硅料价格将逐步回落至合理区间，利好下游装机需求释放。公司上半年与组件公司签订了长期供货协议，锁定长协价，下半年开工投产的项目都采用长协价，较市场价格有一定折让。同时对一些项目进行了适当调整，不具备大面积施工条件的先做前期工作，通过工期调整避开价格高峰，可以确保项目合理收益率和新增装机目标的实现。

维持买入评级，目标价 4.0 港元：

我们更新公司盈利预测，给予公司目标价 4.0 港元，相当于 2022 年和 2023 年 15 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 40% 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3：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	12.26	590	37.0	6.2	4.8	4.0	0.7	0.6	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.12	91	6.3	4.5	4.5	4.0	0.8	0.8	0.7	0.6
0182.HK	协合新能源	HKD	0.63	57	5.9	5.8	5.8	4.1	0.6	0.6	0.5	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.71	304	4.3	4.5	4.5	3.7	0.5	0.4	0.4	0.4
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.87	136	6.1	6.8	6.8	5.9	0.8	0.4	0.5	0.5
0916.HK	龙源电力	HKD	9.87	1,278	11.0	9.9	9.9	8.2	1.1	1.1	1.0	0.9
0902.HK	华能国际	HKD	3.45	1,084	n/a	14.6	14.6	6.0	0.4	0.4	0.4	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	2.76	577	n/a	5.6	-	-	0.6	0.3	0.3	0.4
平均					11.8	7.2	7.3	5.1	0.7	0.6	0.5	0.5
2380.HK	中国电力	HKD	2.85	322	n/a	10.9	7.2	5.4	0.8	0.8	0.7	0.7

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
收入	28,428	34,734	42,814	48,636	55,618
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)	(4,582)	(5,221)	(5,988)
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)
税前盈利	3,826	533	5,425	8,144	10,833
所得税	(901)	(362)	(1,277)	(1,917)	(2,550)
少数股东应占利润	1,217	687	1,576	2,366	3,148
归属股东净利润	1,708	(516)	2,572	3,861	5,136
折旧及摊销	(5,321)	(6,093)	(6,154)	(7,077)	(7,784)
EBITDA	11,453	10,060	15,845	20,111	24,258
增长					
总收入 (%)	2%	22%	23%	14%	14%
EBITDA (%)	14%	-12%	57%	27%	21%

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	2,067	3,646	4,410
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
流动资产	14,121	18,570	19,554	21,476	22,589
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
非流动资产	137,843	156,184	163,098	170,348	176,956
总资产	155,949	174,754	182,652	191,824	199,545
流动负债	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
非流动负债	66,881	77,333	78,037	78,592	79,477
长期银行贷款	45,359	54,930	56,029	57,150	58,293
其他负债	21,522	22,403	22,008	21,442	21,185
总负债	110,159	122,869	127,613	131,933	134,775
少数股东权益	12,392	16,078	16,866	18,049	18,049
股东权益	33,398	35,807	38,174	41,842	46,720
每股账面值(人民币元)	3.41	3.03	3.12	3.45	3.88
营运资金	(26,435)	(26,965)	(30,021)	(31,865)	(32,709)

财务分析

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
EBITDA 利率	40%	29%	37%	41%	44%
净利率 (%)	6%	-1%	6%	8%	9%
营运表现					
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%	7%	9%	11%
ROA (%)	1%	0%	1%	2%	3%
财务状况					
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	4.78	4.58	4.27
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
EBITDA	11,453	10,060	15,845	20,111	24,258
融资成本	(3,050)	(6,975)	(703)	(2,544)	(4,302)
营运资金变化	(2,350)	(531)	(3,056)	(1,844)	(844)
所得税	(551)	(1,213)	(1,277)	(1,917)	(2,550)
营运现金流	5,502	1,342	10,809	13,805	16,562
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
投资活动现金	(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	452	0	0
股息	(1,272)	(1,287)	542	1,842	2,058
其他融资活动	(328)	11,239	(452)	(1,963)	(1,963)
融资活动现金	10,347	17,608	6,702	4,070	818
现金变化	80	435	306	1,585	770
期初持有现金	1,239	1,318	1,767	2,067	3,646
汇率变动	(1)	13	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	1,318	1,767	2,067	3,646	4,410

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>