

买入

下半年火电盈利修复持续，风光装机快速增长

中国电力 (2380.HK)

2023-9-5 星期二

投资要点

目标价: 4.38 港元
现价: 2.93 港元
预计升幅: 49%

重要数据

日期	2023-9-4
收盘价 (港元)	2.93
总股本 (百万股)	12,370
总市值 (百万港元)	36,245
净资产 (百万元)	74,498
总资产 (百万元)	222,272
52 周高低 (港元)	4.42 / 2.13
每股净资产 (港元)	4.46

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 (22.91%)
中国电力发展有限公司 (21.52%)
中国电力(新能源)控股有限公司 (13.46%)

相关报告

深度报告-20200521/1117
 更新报告-20210909/0917
 更新报告-20220123/20220319
 更新报告-20220830/20221010
 更新报告-20230418/20230718

研究部

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

➤ 上半年业绩表现良好，风光火储业务高增长:

2023 年上半年，公司实现收入 213.17 亿元，同比增长 4.98%；实现公司普通股股东应占利润 16.80 亿元，同比增长 114.36%，基本每股盈利 0.14 元。公司业绩增长主要受益火电同比大幅扭亏，以及风光板块收入和利润增长，有效弥补了水电因来水偏枯带来利润下降影响。其中火电实现风税后利润 5.62 亿元，较去年同期亏损 10.96 亿元，增加 16.58 亿元；风电和光伏利润同比分别增长 69.70% 和 21.69%。

➤ 受益燃煤成本下行，下半年火电盈利将持续改善:

上半年公司中长协煤炭覆盖率达到 95%，履约率 93%，实际中长协煤占比 85%，同比提高 10 个百分点，预期下半年公司中长协煤炭覆盖率和兑现率保持稳定或者略有提升；上半年公司燃煤成本同比下降 10%，预期下半年环比上半年将再下降约 10%。公司规划保留 8-10GW 煤电机组，大部分为有长协煤保障的优质坑口项目。随着煤价持续下行，期待三季度煤电盈利弹性释放，提高公司整体业绩水平。

➤ 国家电投大手笔资产注入，加速公司清洁能源转型:

此次国家电投注入的资产，总装机容量超过 920 万千瓦，其中已投产 750 万千瓦，在建项目 170 万千瓦，交易总对价 107.85 亿。交易完成后，EPS 预计增加 0.04 元，并助力公司清洁能源加速转型。预计到 2023 年底，公司合并装机容量达到约 45,186 兆瓦，其中清洁能源达到约 34,106 兆瓦（风电、光伏达到约 27,403 兆瓦），清洁能源装机占比超过 75%。

➤ 维持买入评级，目标价 4.38 港元:

我们维持公司目标价 4.38 港元，相当于 2023 年和 2024 年 12.5 倍和 9 倍 PE，目标价较现价有 49% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	34,734	43,689	49,725	59,864	69,393
同比增长(%)	22.2%	25.8%	13.8%	20.4%	15.9%
净利润	(516)	2,648	3,951	5,493	6,521
同比增长(%)	-130.2%	613.5%	49.2%	39.0%	18.7%
每股盈利 (元)	-0.07	0.22	0.32	0.44	0.53
PE@2.93HKD	n/a	12.2	8.4	6.0	5.1
每股股息 (港元)	0.14	0.11	0.16	0.22	0.26
股息率	5.1%	4.1%	6.0%	8.2%	9.8%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

上半年业绩表现良好，风光火储业务高增长：

2023 年上半年，公司实现收入 213.17 亿元，同比增长 4.98%；实现公司普通股股东应占利润 16.80 亿元，同比增长 114.36%，基本每股盈利 0.14 元。公司业绩增长主要受益火电同比大幅扭亏，以及风光板块收入和利润增长，有效弥补了水电因来水偏枯带来利润下降影响。其中火电实现风税后利润 5.62 亿元，较去年同期亏损 10.96 亿元，增加 16.58 亿元；风电和光伏利润同比分别增长 69.70% 和 21.69%。

受益燃煤成本下行，下半年火电盈利将持续改善：

上半年公司中长协煤炭覆盖率达到 95%，履约率 93%，实际中长协煤占比 85%，同比提高 10 个百分点，预期下半年公司中长协煤炭覆盖率和兑现率保持稳定或者略有提升。

上半年公司燃煤成本同比下降 10%，预期下半年环比上半年将再下降约 10%。公司规划保留 8-10GW 煤电机组，大部分为有长协煤保障的优质坑口项目。随着煤价持续下行，期待三季度煤电盈利弹性释放，提高公司整体业绩水平。

国家电投大手笔资产注入，加速公司清洁能源转型：

此次国家电投注入的资产，总装机容量超过 920 万千瓦，其中已投产 750 万千瓦，在建项目 170 万千瓦，交易总对价 107.85 亿。交易完成后，EPS 预计增加 0.04 元，并助力公司清洁能源加速转型。

预计到 2023 年底，公司合并装机容量达到约 45,186 兆瓦，其中清洁能源达到约 34,106 兆瓦（风电、光伏达到约 27,403 兆瓦），清洁能源装机占比超过 75%。

维持买入评级，目标价 4.38 港元：

我们维持公司目标价 4.38 港元，相当于 2023 年和 2024 年 12.5 倍和 9 倍 PE，目标价较现价有 49% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

煤价上涨超出预期

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

电价下调

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0836.HK	华润电力	HKD	15.42	742	10.5	5.7	4.8	4.3	0.9	0.8	0.7	0.6
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.14	92	6.0	-	-	-	0.8	-	-	-
0182.HK	协合新能源	HKD	0.64	55	5.7	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.80	267	4.6	0.0	0.0	2.7	0.5	0.0	0.0	0.4
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.96	143	3.7	-	-	-	0.8	-	-	-
0916.HK	龙源电力	HKD	6.31	1,296	9.2	5.9	5.0	4.4	0.7	0.7	0.6	0.8
0902.HK	华能国际	HKD	3.82	1,117	-6.7	5.5	4.5	4.2	0.9	0.4	0.4	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	3.07	507	-910.9	5.5	4.7	4.4	0.7	0.0	0.0	0.4
平均					-109.7	3.7	3.2	3.3	0.8	0.3	0.3	0.5
2380.HK	中国电力	HKD	2.93	362	n/a	12.2	8.4	6.0	0.7	0.7	0.6	0.6

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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	34,734	43,689	49,725	59,864	69,393
经营成本	(17,938)	(22,726)	(20,453)	(24,953)	(29,943)
其他收入	514	747	784	824	865
行政费用	(3,334)	(3,840)	(4,224)	(4,562)	(4,927)
财务开支	(3,735)	(4,107)	(5,315)	(6,428)	(7,475)
应占联营公司利润	(214)	(155)	(163)	(171)	(180)
其他开支	(2,435)	(2,841)	(2,898)	(2,956)	(3,015)
税前盈利	533	3,344	6,177	10,192	12,257
所得税	(362)	(659)	(1,359)	(2,344)	(2,942)
少数股东应占利润	687	37	867	2,354	2,795
归属股东净利润	(516)	2,648	3,951	5,493	6,521
折旧及摊销	(6,093)	(7,661)	(8,810)	(9,691)	(10,660)
EBITDA	10,060	14,521	19,680	25,659	29,707
增长					
总收入 (%)	22%	26%	14%	20%	16%
EBITDA (%)	-12%	44%	36%	30%	16%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	1,767	4,228	3,390	3,397	4,782
应收账款	8,363	12,635	12,887	13,145	13,408
存货	1469	1091	1113	1135	1158
其他流动资产	6,972	12,932	13,190	13,454	13,723
流动资产	18,570	30,886	30,581	31,131	33,071
固定资产	128,695	142,306	154,402	159,498	165,878
其他固定资产	27,488	38,213	38,971	39,752	40,556
非流动资产	156,184	180,519	193,374	199,250	206,434
总资产	174,754	211,405	223,955	230,381	239,505
流动负债	45,536	45,925	53,976	54,804	57,515
应付帐款	1,836	2,566	2,617	2,670	2,723
短期银行贷款	21,912	16,727	16,392	16,064	15,743
其他短期负债	21788	26632	34966	36070	39048
非流动负债	77,333	96,890	97,202	97,581	97,800
长期银行贷款	54,930	62,212	63,456	64,726	66,020
其他负债	22,403	34,678	33,745	32,856	31,780
总负债	122,869	142,815	151,178	152,385	155,315
少数股东权益	16,078	21,621	22,055	22,055	22,055
股东权益	35,807	46,969	50,722	55,941	62,135
每股账面值(人民币元)	3.03	3.40	3.73	4.19	4.74
营运资金	(26,965)	(15,039)	(23,395)	(23,673)	(24,444)

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
EBITDA 利率	29%	33%	40%	43%	43%
净利率 (%)	-1%	6%	8%	9%	9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	10%	9%	8%	8%	7%
实际税率 (%)	68%	20%	22%	23%	24%
股息支付率 (%)	75%	75%	75%	175%	275%
营业周期	60	60	60	61	62
应付账款天数	176	234	265	222	188
应收账款天数	60	60	60	61	62
ROE (%)	-1%	6%	8%	10%	10%
ROA (%)	0%	1%	2%	2%	3%
财务状况					
净负债/股本	2.1	1.6	1.5	1.4	1.2
收入/总资产	0.20	0.21	0.22	0.26	0.29
总资产/股本	4.88	4.50	4.42	4.12	3.85
收入对利息倍	9.3	10.6	9.4	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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	10,060	14,521	19,680	25,659	29,707
融资成本	(6,975)	(20,062)	4,552	(4,602)	(5,117)
营运资金变化	(531)	11,926	(8,355)	(278)	(771)
所得税	(1,213)	(659)	(1,359)	(2,344)	(2,942)
营运现金流	1,342	5,726	14,518	18,435	20,877
资本开支	(17,902)	(19,782)	(19,176)	(19,576)	(21,423)
其他投资活动	(613)	(293)	187	195	205
投资活动现金	(18,516)	(20,075)	(18,988)	(19,380)	(21,218)
负债变化	4,507	(2,866)	4,410	941	973
股本变化	3,150	452	0	0	1
股息	(1,287)	(557)	1,192	1,979	2,721
其他融资活动	11,239	19,779	(1,963)	(1,963)	(1,964)
融资活动现金	17,608	16,808	3,639	958	1,732
现金变化	435	2,459	(832)	12	1,391
期初持有现金	1,318	1,767	4,228	3,390	3,397
汇率变动	13	3	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	1,767	4,228	3,390	3,397	4,782

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>