

買入

2022年8月19日

2022 下半年火電有望扭虧為盈，綠電進入高速發展期

- 2022 年上半年綠電業務盈利能力強：** 2022 年上半年公司取得營業額 504.1 億港元，同比增長 17.8%，歸母淨利潤 43.7 億港元，同比下降 22.5%。其中綠電業務盈利 52.8 億港元，同比增長 5.8%，火電業務虧損 20.3 億港元，去年同期盈利 8 億港元。上半年在行業普遍受火電業務影響虧損的情況下，公司依靠綠電業務優秀的盈利能力逆勢盈利。
- 下半年中長協煤執行力度加強，火電業務盈利有望修復：** 上半年公司附屬燃煤電廠平均標煤單價為每噸人民幣 1135.2 元，較去年同期增長 39.7%。我們預計按照公司上半年發電效率，在上網電價同比上漲 20% 的前提下，標煤單價控制在 1090 元/噸可實現火電盈虧平衡。上半年公司中長協煤占運營量的 90%，兌現率為 76%，其中符合發改委要求執行價格區間比例為 45%，隨著發改委關於中長協煤 3 個 100% 政策執行力度加強，截至 7 月底，公司中長協合同已 100% 覆蓋下半年用煤需求總量。我們預計下半年標煤單價將下降，下半年公司火電有望實現扭虧為盈。
- 綠電專案儲備豐富，下半年將加速投產：** 截至 2022 年 6 月，公司風電運營權益裝機容量 15GW，在建權益裝機容量 2.3GW；光伏運營權益裝機容量 0.8GW，在建權益裝機容量 2.6GW。上半年新核准、備案的風電項目 3GW，光伏項目 8.8GW。公司 1-6 月新投產的風電和光伏權益裝機容量分別為 828MW 和 33MW，全年公司新增綠電裝機容量目標為 6.3GW。因受光伏元件高位運行的影響，預計大部分光伏電站項目將於下半年投產。預計公司 2022-2024 年新增綠電裝機容量 CAGR 為 37%，新建風電、光伏專案均滿足公司投資回報要求，將有效提高公司綠電業務盈利能力。
- 給予目標價至 21 港元，維持買入評級：** 我們認為下半年隨著中長協合同執行力度的持續加強，公司下半年火電業務有望扭虧為盈；另外關於綠電補貼政策的不斷落實，以及公司強勁的經營活動現金流為綠電裝機的快速發展提供資本金支援，預計 2023-2024 年公司將進入盈利爆發期，每股收益為 1.91/2.38/2.93 港元，同比增長 476%/25%/23%。我們給予目標價 21 港元，對應 2022 年 11 倍 PE 和 1.1 倍 PB，2023 年 8.8 倍 PE 和 1 倍 PB，較現價有 35.8% 的上升空間，維持買入評級。

陳曉霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

黃佳傑

+852 25321599

harry.huang@firstshanghai.com.hk

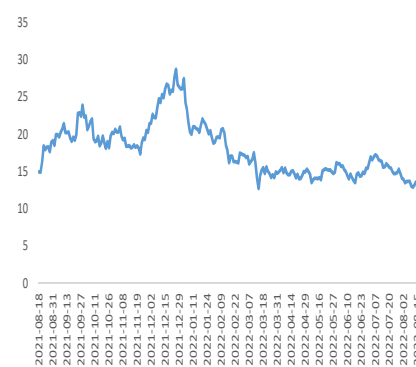
主要資料

行業	電力
股價	15.46 港元
目標價	21.00 港元 (+35.8%)
股票代碼	00836.HK
已發行股本	48.1 億股
市值	744 億港元
52 周高/低	28.8/12.4 港元
每股淨資產	18.37 港元
主要股東	華潤集團 62.93%

盈利摘要

截止 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
營業額(百萬港元)	69,551	89,800	100,165	109,755	118,988
變動(%)	2.6%	29.1%	11.5%	9.6%	8.4%
歸母淨利潤(百萬港元)	7,583	1,593	9,189	11,442	14,097
基本每股盈利(港元)	1.58	0.33	1.91	2.38	2.93
變動(%)	15.1%	-79.0%	476.9%	24.5%	23.2%
市盈率@15.46港元(倍)	9.8	46.7	8.1	6.5	5.3
市淨率@15.46港元(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
每股股息(港元)	0.63	0.29	0.76	0.95	1.17
股息現價比率(%)	4.08%	1.91%	4.94%	6.15%	7.58%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

附錄 1：主要財務報表

財務報表摘要

損益表						財務分析					
百萬港元 財務年度截止12月31日						2020年 2021年 2022年 2023年 2024年					
	實際	實際	預測	預測	預測	實際	實際	預測	預測	預測	
收入	69,551	89,800	100,165	109,755	118,988						
毛利	23,225	14,238	25,028	31,578	37,649	盈利率 (%)	33.4%	15.9%	25.0%	28.8%	
銷售及管理費用	(10,502)	(11,479)	(12,045)	(13,590)	(15,100)	EBITDA 利率 (%)	37.1%	22.4%	33.1%	35.5%	
其他業務收入	1,370	2,720	4,148	2,983	3,073	EBIT 利率 (%)	20.3%	6.1%	17.1%	19.1%	
經營利潤	14,093	5,479	17,132	20,971	25,622	淨利率 (%)	10.9%	1.8%	9.2%	10.4%	
財務開支	(3,422)	(3,760)	(4,177)	(4,791)	(5,455)						
聯營公司	555	241	330	375	316	營運表現					
其他收益	244	(119)	134	154	103	SG&A/收入 (%)	15.1%	12.8%	12.0%	12.4%	
稅前盈利	11,470	1,842	13,419	16,710	20,587	實際稅率 (%)	24.4%	52.0%	24.0%	24.0%	
所得稅	(2,794)	(958)	(3,220)	(4,010)	(4,941)	股息支付率 (%)	40.0%	89.1%	40.0%	40.0%	
少數股東應占利潤	(1,094)	709	(1,010)	(1,257)	(1,549)	庫存周轉	20	13	13	13	
股東應占利益	7,583	1,593	9,189	11,442	14,097	應付賬款周轉率	2	2	2	2	
折舊及攤銷	(11,713)	(14,598)	(16,052)	(17,986)	(20,408)	應收賬款周轉率	2	2	2	2	
EBITDA	25,806	20,077	33,184	38,957	46,031	財務狀況					
						ROE	7.2%	1.5%	8.1%	9.4%	
增長						ROA	2.9%	0.6%	2.9%	3.3%	
總收入 (%)		29.1%	11.5%	9.6%	8.4%	有形資產回報率	3.0%	0.6%	3.0%	3.4%	
EBITDA (%)		-22.2%	65.3%	17.4%	18.2%	負債率	59.2%	62.7%	64.9%	66.0%	
EPS (%)		-79.0%	476.9%	24.5%	23.2%						
資產負債表						現金流量表					
百萬港元 財務年度截止12月31日						百萬港元 財務年度截止12月31日					
	2020年 實際	2021年 實際	2022年 預測	2023年 預測	2024年 預測		2020年 實際	2021年 實際	2022年 預測	2023年 預測	2024年 預測
現金	5,036	7,934	9,392	8,945	7,880	稅前利潤	11,470	1,842	13,419	16,710	20,587
應收賬款	31,428	37,769	42,128	46,162	50,045	營運資金變化	(3,496)	(10,587)	(4,317)	(4,386)	(4,242)
存貨	2,912	6,748	6,706	7,059	7,418	所得稅	(2,793)	(2,285)	(3,220)	(4,010)	(4,941)
其他流動資產	1,262	1,489	1,489	1,489	1,489	其他	15,521	18,430	19,765	22,247	25,444
總流動資產	40,638	53,941	59,716	63,655	66,833	營運現金流	20,702	7,400	25,646	30,560	36,847
固定資產	180,817	192,953	214,707	237,852	268,981	資本開支	(30,529)	(25,118)	(37,806)	(41,131)	(51,537)
聯營公司權益	8,204	8,760	9,090	9,466	9,781	其他投資活動	1,905	5,719	0	0	0
其他資產	29,974	31,701	31,835	31,989	32,093	投資活動現金流	(28,624)	(19,398)	(37,806)	(41,131)	(51,537)
總資產	259,632	287,355	315,348	342,962	377,688	銀行貸款變化	9,323	27,920	21,470	19,491	24,718
短期銀行貸款	20,158	23,186	29,993	33,892	38,835	股本變化	0	0	0	0	0
應付賬款	33,587	34,136	37,171	39,126	41,118	股息	(2,756)	(3,155)	(3,675)	(4,577)	(5,639)
其他短期負債	11,320	10,737	10,737	10,737	10,737	其他融資活動	928	(10,039)	(4,177)	(4,791)	(5,455)
總短期負債	65,065	68,059	77,901	83,755	90,690	融資活動現金流	7,495	14,727	13,618	10,123	13,625
長期銀行貸款	82,109	105,310	119,973	135,566	155,341	現金變化	(427)	2,728	1,458	(448)	(1,064)
其他負債	6,507	6,935	6,935	6,935	6,935	匯兌變化	556	169	0	0	0
總負債	153,682	180,304	204,809	226,256	252,966	期初持有現金	4,907	5,036	7,934	9,392	8,945
少數股東權益	20,148	18,663	19,673	20,930	22,479	期末持有現金	5,036	7,934	9,392	8,945	7,880
股東權益	85,803	88,388	93,901	100,766	109,224						
負債權益合計	259,632	287,355	318,383	347,952	384,669						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。