

2022年08月26日

证券研究报告·2022年半年报点评

中国电力(2380.HK) 公用事业

买入(首次)

当前价: 4.20 港元

目标价: 5.36 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

清洁能源转型提速，储能助力资源获取

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年度半年度业绩报告, 2022H1 实现营业收入 208 亿元, 较重述后上年同期增长 21.5%; 实现归母净利润 7.8 亿元, 同比下降 40.0%。
- **清洁能源业务支撑业绩, 公司利润增长主要动力。** 2022H1 公司营收 208 亿元 (+21.5%), 主要系各业务板块售电量和平均上网电价均有不同程度提升; 2022H1 公司净利润为 14.3 亿元 (-44.4%), 其中水电/风电/光电/火电/储能净利润分别为 12.3 亿元 (+17.3%) / 8.6 亿元 (-7.8%) / 6.4 亿元 (+44.7%) / -11.0 亿元 (-757%) / 0.2 亿元, 风光同比增减差异较大主要系香港会计准则的变化以及公司风光投产进度的节奏使得调试期较长的风电受影响较大, 而光伏调试期较短, 受影响较小, 风电利润较原始数据相比增幅为 40.9%。总体看公司清洁能源业务支撑业绩, 业绩贡献不断提高, 是公司利润增长的主要动力。
- **收购股权装机预增 2.2GW, 清洁能源转型提速。** 截至 2022H1, 公司合并装机 32.1GW, 其中清洁能源合并装机 16.3GW, 占比 50.7% (+3.6%)。公司拟收购中电新能源和中电国际新能源共计 2.2GW 清洁能源装机, 预计收购完成后将加速公司清洁能源战略目标落地。此外公司积极开发获取宁夏、内蒙古等大型新能源基地项目、青海源网荷储一体化项目和广西海风 2.7GW 资源, 推进河北沽源县 0.4GW 光伏项目、广东 0.5GW 农光互补和安徽智慧能源综合项目等。公司全力开发新能源项目, 扩展业务布局, 同时全速推进清洁能源资产整合, 预计公司清洁能源转型提速, 增强公司盈利能力。
- **储能贡献利润增长新动力, 助力获取风光资源项目。** 2022H1 公司新源智储共落地 10 个项目, 共 570MW/1137MWH, 11 个处于开发中的项目, 共 1150 MW/2500MWH, 国家电投海阳 100MW/200MWH、青海格尔木 100MW/200MWH、山东微山县 100MW/200MWH 等多个储能电站项目预计年内投产。公司储能发展迅速, 为公司贡献盈利, 助力公司获取风光项目。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.24 元、0.35 元、0.46 元, 22-24 年归母净利润 CAGR 约 37.0%。考虑到公司新能源战略转型加速, 清洁能源占比不断提升, 我们给予公司 2023 年 13.5 倍 PE, 对应目标价 5.36 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 煤价持续上行风险, 新能源投产不及预期风险。

指标年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元人民币)	35848	42697	49718	57111
增长率	22%	19%	16%	15%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-650	2563	3756	4973
增长率	-138%	494%	47%	32%
每股收益 EPS	-0.06	0.24	0.35	0.46
净资产收益率	-1.82%	6.93%	9.80%	12.48%
PE	-	16.75	11.43	8.63
PB	1.39	1.16	1.12	1.07

数据来源: Wnd, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

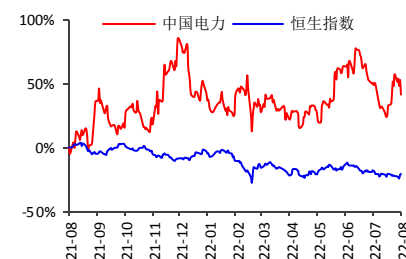
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠

电话: 13003109597

邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wnd

基础数据

52 周区间(港元)	2.87-5.6
3 个月平均成交量(百万)	74.11
流通股数(亿)	108.33
市值(亿)	455.00

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 转型发展绿色低碳能源，稳步推进盈利指标向好	1
2 盈利预测与估值	3
2.1 盈利预测.....	3
2.2 相对估值.....	4
3 风险提示	4

图 目 录

图 1: 控股股东为五大发电集团之一国电投 (截至 21 年末)	1
图 2: 作为综合能源集团, 业务板块全面丰富	1
图 3: 公司清洁能源权益装机占比稳步提升	1
图 4: 受益机组稳定投产, 公司发电量稳步增加	1
图 5: 2021 年公司清洁能源在建装机 4.6GW, 占比 69.8%	2
图 6: 2021 年公司新能源发展项目中可再生能源占比 86.3%	2
图 7: 公司营收稳步增加, 2022H1 实现 208 亿元 (+21.5%)	2
图 8: 2022H1 公司归母净利润扭亏为盈	2
图 9: 2022H1 公司销售净利率 6.9%, 位列第一 (1/4)	3
图 10: 2022H1 公司 ROE 为 2.4%, 位列第二 (2/4)	3

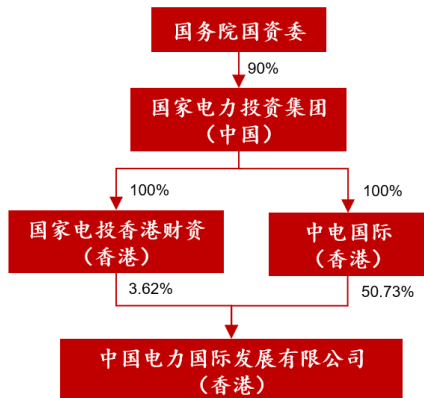
表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率	4
表 2: 可比公司估值	4
附: 财务报表	5

1 转型发展绿色低碳能源，稳步推进盈利指标向好

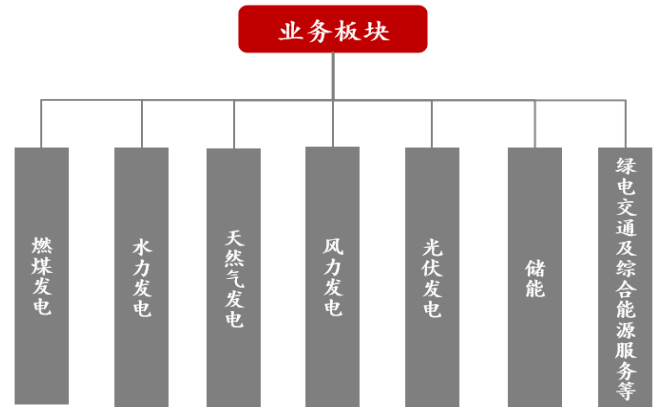
国电投旗下核心子公司，业务板块布局丰富。中国电力于 2004 年注册成立，同年香港联交所主板上市。截至 2021 年末，公司最终控股股东为国家电力投资集团，为五大发电集团之一，实际控制人为国务院国资委。2020 年公司重塑战略目标，从传统发电业务向绿色低碳转型，致力于成长为世界一流的绿色低碳能源供应商。至今公司业务已由最初的燃煤发电扩展到火水风光等多类型综合发电业务，并提供储能、绿电交通及综合能源等各方面服务，各业务板块现仍在不断发展壮大中，预计未来公司将继续全力开拓清洁能源资源，抢占绿能新赛道。

图 1：控股股东为五大发电集团之一国电投（截至 21 年末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

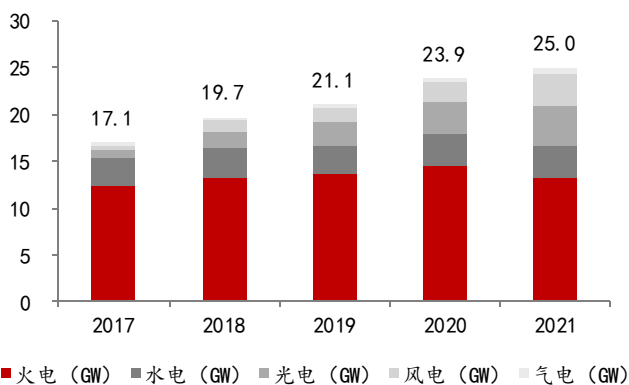
图 2：作为综合能源集团，业务板块全面丰富



数据来源：公司公告，西南证券整理

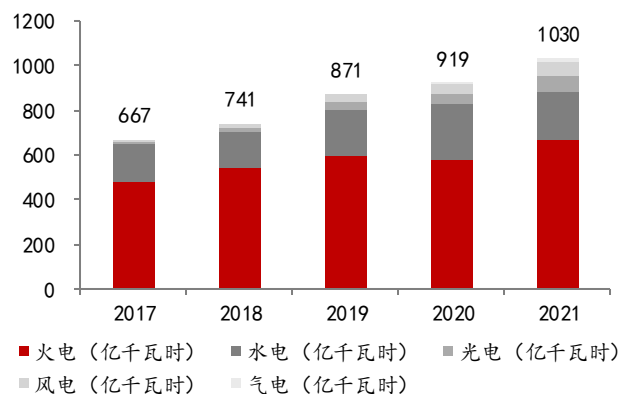
清洁能源权益装机占比稳步提升，发电量持续稳定增长。2021 年公司权益装机容量 25.0GW，其中火电/水电/光电/风电/气电权益装机分别为 13.1/3.5/4.3/3.4/0.7GW，清洁能源权益装机占比可达 47.5%，公司合并装机容量为 28.9GW，其中火电/水电/光电/风电/气电权益装机分别为 13.8/5.5/5.2/4.1/0.3GW，清洁能源合并装机占比达 52.2%。2022H1 公司合并装机容量为 32.1GW，其中清洁能源合并装机为 16.3GW，装机占比达 50.7%，较年底下降 1.4%，主要系燃煤机组装机容量增加所致。受益各机组的持续投产，2017-2021 年公司发电量从 667 亿千瓦时增至 1030 亿千瓦时，发电量持续稳定增长，采用修改后的香港会计准则后，2022H1 发电量达 552 亿千瓦时 (+5.0%)。

图 3：公司清洁能源权益装机占比稳步提升



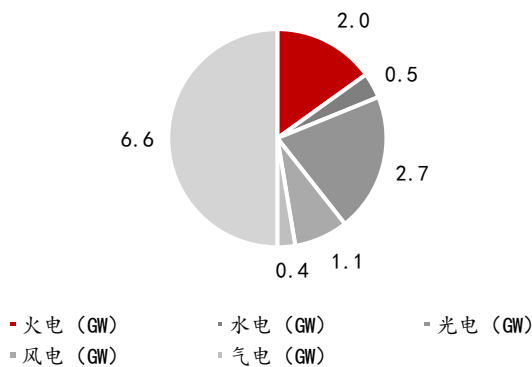
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：受益机组稳定投产，公司发电量稳步增加

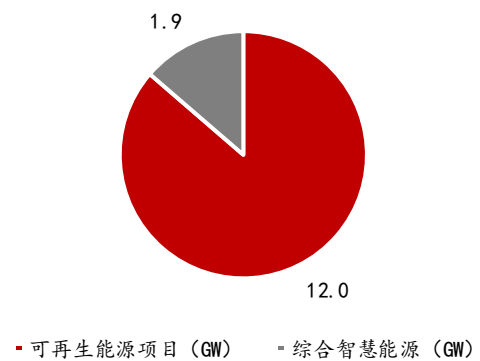


数据来源：公司公告，西南证券整理

在建及储备项目丰富，致力成为世界一流绿色低碳能源供应商。2021 年公司在建装机 6.6GW，其中火电/水电/光电/风电/气电在建装机分别为 2.0/0.5/2.7/1.1/0.4GW，清洁能源权益装机占比可达 69.8%；公司开展前期工作项目的装机共 13.9GW，其中可再生能源装机为 12.0GW，占比达 86.3%。2021 年公司全力开拓清洁能源资源，2022H1 公司积极获取推进新能源项目，河北沽源县 0.2GW 光伏项目已投产，余下 0.2GW 预计年内投产。此外公司拟收购中电新能源和中电国际新能源共计 2.2GW 清洁能源装机，预计收购完成后将加速公司清洁能源战略目标落地。公司清洁能源发展全面提速，在建及储备资源丰富，致力于成为世界一流绿色低碳能源供应商。

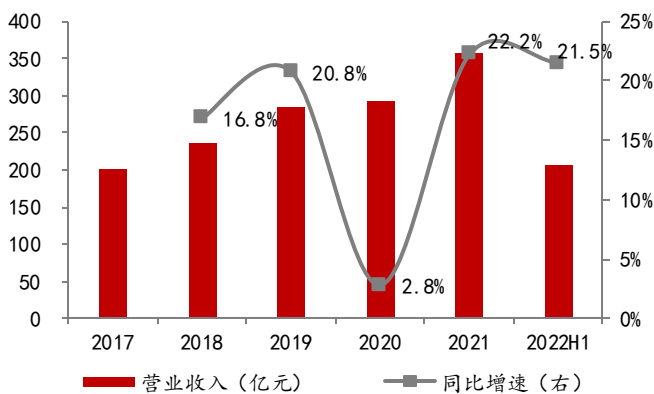
图 5：2021 年公司清洁能源在建装机 4.6GW，占比 69.8%


数据来源：公司公告，西南证券整理

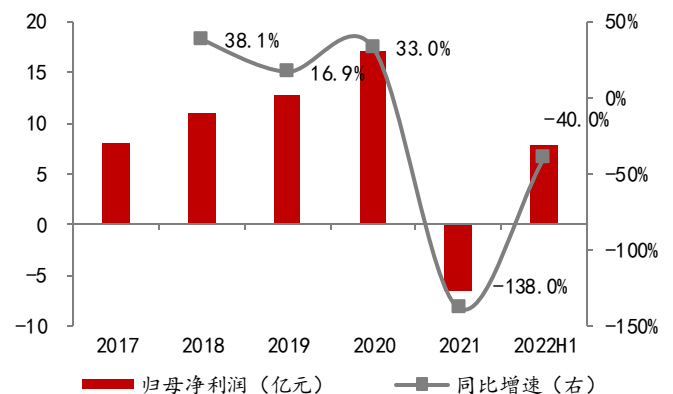
图 6：2021 年公司新能源发展项目中可再生能源占比 86.3%


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收稳步增长，归母净利润反弹有望进一步修复。2017-2021 年公司营收稳健，2021 年营收 358 亿元 (+22.2%)，2022H1 营收达 208 亿元 (+21.5%)，主要系公司持续开拓业务，不断有机组投运；2021 年公司归母净利润大幅下滑至 -6.5 亿元 (-138%)，主要系火电燃料成本大幅上升导致经营成本增加。2022H1 归母净利润达 7.8 亿元 (-40.0%)，从各经营分部的净利润来看，火电/水电/光电/风电/储能分部净利润分别为 -11.0 亿元 (-757%) / 12.3 亿元 (+17.3%) / 6.4 亿元 (+44.7%) / 8.6 亿元 (-7.8%) / 0.2 亿元，风电净利润同比下降系公司 2022H1 应用修订版会计准则，新规下调试期项目收入需计入营收，而 2022H1 公司风电投产增量相对较少，使得 2021H1 重述后增幅较大，造成 2022H1 “降幅假象”，实际上以原始数据为基数，2022H1 风电同比增长 40.9%。预计随着政策持续发力，公司归母净利润有望进一步修复。

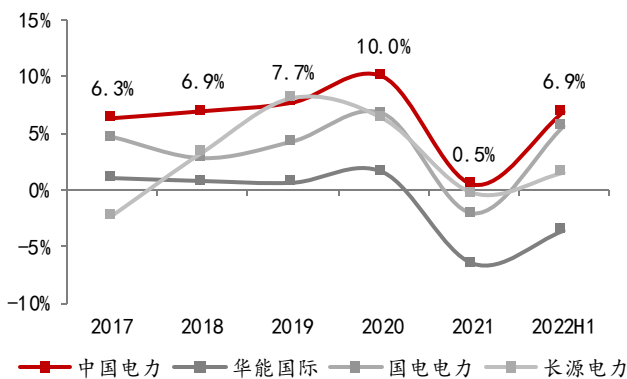
图 7：公司营收稳步增加，2022H1 实现 208 亿元 (+21.5%)


数据来源：wind，西南证券整理

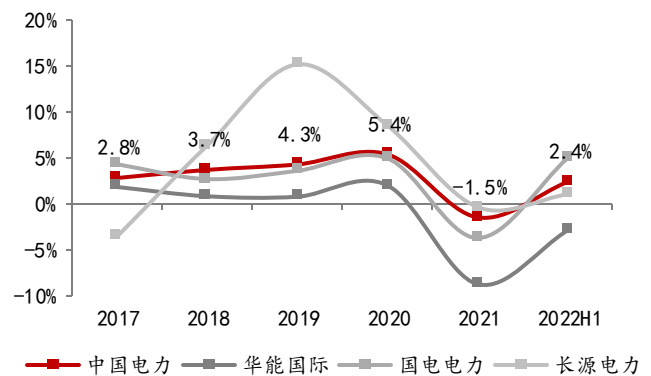
图 8：2022H1 公司归母净利润扭亏为盈


数据来源：wind，西南证券整理

2022H1 公司销售净利率为 6.9%，ROE 为 2.4%，表现突出盈利能力较好。2017-2022H1 公司销售净利率和 ROE 一直处于同行较高水平，2021 年中国电力/华能国际/国电电力/长源电力销售净利率分别为 0.5%/-6.5%/-2.1%/-0.3%，位列第一；2022H1 中国电力/华能国际/国电电力/长源电力分别为 6.9%/-3.6%/5.6%/1.5%，四家企业中依旧位列第一；2021 年中国电力/华能国际/国电电力/长源电力的 ROE 分别为-1.5%/-8.8%/-3.7%/-0.4%，2022H1 中国电力/华能国际/国电电力/长源电力分别为 2.4%/-2.9%/5.0%/1.0%，排名第二。2021 年受煤价高企影响，火电企业各项盈利指标均受影响发生下滑，2022H1 随着煤炭价格管控政策的持续发力以及各企业新能源项目稳步投产支撑业绩，各公司盈利指标均有所回暖。公司在同行中的表现始终较为突出，盈利能力优异。

图 9：2022H1 公司销售净利率 6.9%，位列第一 (1/4)


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2022H1 公司 ROE 为 2.4%，位列第二 (2/4)


数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

公司主营发电业务，我们结合公司过往运营数据和未来发展规划，对公司各业务板块的营业收入进行如下关键假设：

假设 1：公司火电业务预计 2022 年新增燃煤装机 2.0GW，考虑到 2022H1 煤价高企，2022 全年平均上网电价整体将有所提升，火电业务受益于燃煤板块的量价利好，预计营收将有一定幅度增加，后续随着煤价管控政策的持续发力，上网电价将有所回调，公司火电营收增幅回落；

假设 2：公司水电业务预计 2023 年新增装机 0.5GW，给予 2022-2024 年平均上网电价 0.257/0.253/0.255 元/千瓦时；

假设 3：公司风光业务新增装机规模根据公司清洁能源装机目标，假设 2022-2024 年公司新增风电装机为 3/4/5GW，新增光伏装机为 4/5/6GW，考虑到公司平价风光项目的陆续投产，将逐渐拉低公司风光平均上网电价，假设 2022-2024 年光伏平均上网电价为 0.440/0.420/0.390 元/千瓦时，风电平均上网电价 0.460/0.430/0.390 元/千瓦时。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
火力发电	收入	17708	22072	24280	24765	25261
	增速	-3.8%	24.6%	10.0%	2.0%	2.0%
水力发电	收入	5972	5348	5675	5924	6073
	增速	5.0%	-10.5%	6.1%	4.4%	2.5%
光伏发电	收入	2733	3333	4679	7250	9890
	增速	31.7%	22.0%	40.4%	54.9%	36.4%
风力发电	收入	2014	3401	5858	8872	12007
	增速	26.2%	68.9%	72.2%	51.5%	35.3%
储能	收入	—	580	869	1304	1956
	增速	—	—	50.0%	50.0%	50.0%
其他	收入	904	1114	1336	1604	1924
	增速	17.7%	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	29331	35848	42697	49718	57111
	增速	2.8%	22.2%	19.1%	16.4%	14.9%
	毛利率	21.5%	9.1%	20.0%	22.0%	23.0%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

公司业务类型遍布火电、水电、风光和储能等领域，并致力于清洁能源转型，成为世界一流的绿色低碳能源供应商，但公司现阶段主要营收仍然来自火电业务，我们选取港股同为火电转型的三家同行公司进行比较，2023 年三家公司平均 PE 为 13.8 倍。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 25.6/37.6/49.7 亿元，22-24 年 CAGR 为 37.0%。考虑到公司新能源战略转型加速，清洁能源占比不断提升，我们给予公司 2023 年 13.5 倍 PE，对应目标价 5.36 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (港元)	EPS (元)				PE (倍)				PB(倍)
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
0902.HK	华能国际电力股份	4.23	-0.65	0.29	0.64	0.76	-6.29	29.44	13.23	11.04	0.53
1071.HK	华电国际电力股份	3.41	-0.50	0.43	0.55	0.63	-8.21	13.64	10.49	9.28	0.69
0991.HK	大唐发电	1.57	-0.50	0.14	0.17	0.22	-2.87	22.74	17.77	14.23	0.83
平均值							-	21.94	13.83	11.52	0.68
2380.HK	中国电力	4.20	-0.06	0.24	0.35	0.46	-76.38	16.75	11.43	8.63	-76.38

数据来源：Wind, 西南证券整理 (截止 2022 年 8 月 26 日, 股价单位为港元, EPS 为元)

3 风险提示

煤价持续上行风险，新能源投产不及预期风险。

附：财务报表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18,570	21,176	26,603	30,279	营业收入	35,848	42,697	49,718	57,111
现金	1,767	3,640	4,326	4,872	营业成本	31,569	33,089	37,529	42,494
应收账款及票据	8,363	5,424	8,323	10,073	销售费用	0	0	0	0
存货	1,469	1,077	1,131	1,230	管理费用	0	0	0	0
其他	6,972	11,034	12,823	14,105	研发费用	210	136	211	252
非流动资产	156,184	166,890	179,486	193,405	财务费用	3,778	4,039	4,306	4,659
固定资产	128,695	138,714	150,569	163,662	除税前溢利	533	5,666	7,669	9,714
无形资产	5,404	4,808	4,243	3,706	所得税	362	1,247	1,611	1,943
其他	22,085	23,368	24,674	26,037	净利润	171	4,420	6,059	7,771
资产总计	174,754	188,065	206,090	223,684	少数股东损益	687	1,856	2,302	2,798
流动负债	45,536	50,566	58,101	63,946	归属母公司净利润	-650	2,563	3,756	4,973
短期借款	32,747	36,233	40,068	44,670	EBIT	4,069	9,473	11,978	14,365
应付账款及票据	1,836	864	2,321	1,301	EBITDA	10,182	16,591	19,627	22,626
其他	10,953	13,469	15,712	17,975	EPS (元)	-0.06	0.24	0.35	0.46
非流动负债	77,333	82,602	89,410	96,849					
长期债务	69,688	74,956	81,765	89,204	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	7,645	7,645	7,645	7,645	成长能力				
负债合计	122,869	133,167	147,511	160,795	营业收入	22.22%	19.08%	16.44%	14.87%
普通股股本	20,418	20,418	20,418	20,418	归属母公司净利润	-138.05%	494.41%	46.53%	32.40%
储备	15,389	16,635	18,012	19,526	获利能力				
归属母公司股东权益	35,807	37,053	38,430	39,944	毛利率	9.11%	20.00%	22.00%	23.00%
少数股东权益	16,078	17,846	20,148	22,946	净利率	0.49%	10.69%	12.59%	14.08%
股东权益合计	51,885	54,898	58,578	62,889	ROE	-1.82%	6.93%	9.80%	12.48%
负债和股东权益	174,754	188,065	206,090	223,684	ROIC	2.64%	5.70%	6.64%	7.30%
					偿债能力				
					资产负债率	70.31%	70.81%	71.58%	71.88%
					净负债比率	194.02%	195.91%	200.60%	205.12%
					流动比率	0.41	0.42	0.46	0.47
					速动比率	0.38	0.31	0.37	0.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.26
					应收账款周转率	4.44	6.00	7.00	6.00
					应付账款周转率	22.31	24.51	23.57	23.46
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.06	0.24	0.35	0.46
					每股经营现金	0.12	1.49	1.55	1.72
					每股净资产	3.31	3.41	3.55	3.69
					估值比率				
					P/E	-	16.75	11.43	8.63
					P/B	1.39	1.16	1.12	1.07
					EV/EBITDA	14.76	9.07	8.17	7.60

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn