

新能源业务盈利表现强劲

华泰研究

2022年8月29日 | 中国香港

中报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

5.85

研究员

王玮嘉

SAC No. S0570517050002

wangweijia@htsc.com

SFC No. BEB090

+(86) 21 2897 2079

研究员

黄波

SAC No. S0570519090003

huangbo@htsc.com

SFC No. BQR122

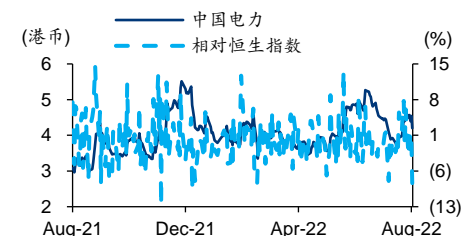
+(86) 755 8249 3570

[点击查看华泰证券研究团队介绍和观点](#)


基本数据

目标价(港币)	5.85
收盘价(港币 截至8月26日)	4.20
市值(港币百万)	45,500
6个月平均日成交额(港币百万)	294.77
52周价格范围(港币)	2.80-5.67
BVPS(人民币)	3.29

股价走势图



资料来源: S&P

清洁能源装机容量占比已超 50%

中国电力8月26日公布2022年上半年业绩:营收同比增长20%至203亿元;归母净利润同比下降45%至8.5亿元。1H22主要经营情况:1) 平均单位燃料成本同比上涨40%;2) 风电/光伏合并装机容量合计增加1.2GW;3) 风电/光伏板块合计贡献归母净利润10.6亿元;4) 平均融资利率由2021年的4.03%下降至3.67%;5) 截至2022年6月末,公司清洁能源合并装机容量占比已超50%。为反映1H22公司较高的单位燃料成本,我们将2022-2024年单位燃料成本预测上调至310.77/309.84/309.84元/兆瓦时,因此下调公司2022-2024年归母净利润预期至22.1/34.9/52.6亿元。基于火电/水电/新能源板块估值为0.5/1.5/16倍2022年预测PB/PB/PE,我们的目标价是5.85港币(前值:5.96港币),维持“买入”评级。

单位燃料成本同比增长40%,火电业务亏损

1H22,公司新增煤电装机容量2GW,火电售电量达30.2TWh,同比下降1.2%。燃煤电价1H22同比上涨22%至402元/MWh。但由于今年上半年煤价仍处于较高水平,公司的单位燃料成本同比增长40%至331.57元/兆瓦时,火电点火价差收窄至70.35元/MWh,同比下降25%。因此,1H22公司火电板块录得净亏损/归母净亏损11亿元/7亿元。随着下半年煤炭长协履约率的提升以及火电发电量的环比增加,我们认为公司的火电业绩将在下半年有所改善。

新能源售电量快速增长,业绩表现突出

公司1H22新增风电/光伏装机容量660.8/547.3MW。2H22,公司计划新增风电/光伏装机容量3,380.7/2,096.2MW(根据公司2022年7月4日公告披露,其中包括从集团收购的1,608/350MW风电/光伏装机)。2022年底,公司预计其清洁能源装机容量占比将达到60%。1H22,公司风电/光伏售电量同比增长72.3%/37.7%(收入确认准则变更后同比增速为36.3%/29.2%),产生归母净利润为5.84/4.72亿元,同比增长38%/49.5%(未重述口径)。此外,公司储能板块实现归母净利润2,300万元,新增装机1.1GW。可再生能源补贴方面,公司1H22收回补贴27亿元,占总额的28%。

风险提示:1) 煤价增速高于我们预期;2) 利用小时数低于我们预期;3) 电价低于我们预期;4) 新增产能低于我们预期;5) 财务压力。

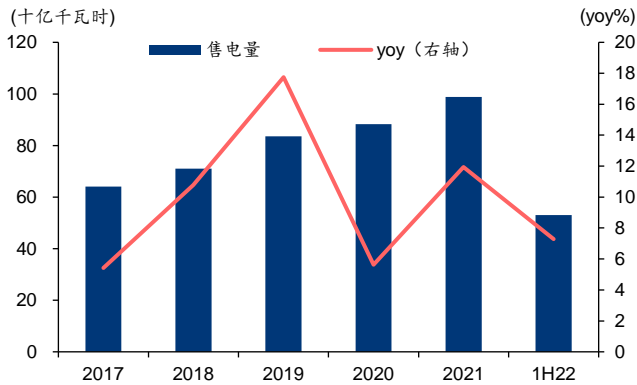
经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	28,428	34,734	44,819	52,486	60,984
+/-%	2.39	22.18	29.03	17.11	16.19
归属母公司净利润(人民币百万)	1,708	(515.69)	2,214	3,490	5,256
+/-%	33.01	(130.19)	(529.24)	57.68	50.59
EPS(人民币,最新摊薄)	0.17	(0.07)	0.19	0.31	0.47
ROE(%)	5.36	(1.49)	6.03	8.98	12.53
PE(倍)	21.27	(61.11)	19.10	11.83	7.75
PB(倍)	1.08	1.11	1.06	0.99	0.91
EV EBITDA(倍)	12.57	16.02	11.99	12.10	10.71

资料来源:公司公告、华泰研究预测

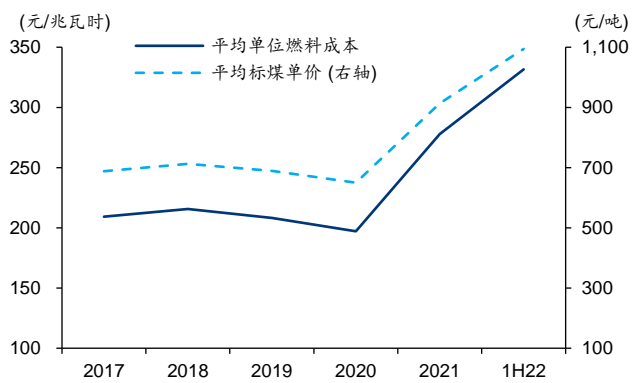
经营数据

图表1: 中国电力: 售电量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 中国电力: 火电平均燃料成本



资料来源: 公司公告, 华泰研究

估值方法

为反映 2022 年上半年公司较高的单位燃料成本, 我们将 2022/2023/2024 年单位燃料成本预测上调至 310.77/309.84/309.84 元/兆瓦时 (前值: 258.4/257.63/257.63 元/兆瓦时), 对应将归母净利润预测下调至 22.1/34.9/52.6 亿元 (前值: 26.3/36.8/51.5 亿元)。

公司新能源/火电/水电板块的可比公司 2022 年 PE/PB/PB Wind 一致预期分别为 11/0.7/2.2 倍, 考虑到火电可比公司的估值包含新能源资产, 且公司的水电资产盈利能力低于可比公司, 我们给予公司火电/水电业务 0.5/1.5 倍 2022 年目标 PB; 由于公司十四五新能源装机目标更高, 给予其新能源业务 16 倍 2022 年目标 PE。

基于公司 2022 年新能源/火电/水电板块的归母净利润/归母权益/归母权益为人民币 28.09/107.97/53.46 亿元, 对应市值 449.42/53.98/80.19 亿元。除去永续债权益 29.98 亿元后, 公司目标市值为 554 亿元 (634 亿港元), 对应目标价 5.85 港币。

图表3: 可比公司估值 (火电板块)

股票代码	公司名称	股价	市值 (百万)	PB (x)	
				2022E	2023E
0902 HK	华能国际	HKD4.23	HKD66,403	0.5	0.5
000543 CH	皖能电力	RMB5.21	RMB11,810	0.9	0.9
平均				0.7	0.7

注: 1) 股价及市值为 8 月 26 日收盘值; 2) 可比公司数据来自 Wind 一致预期
来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表4: 可比公司估值 (水电板块)

股票代码	公司名称	股价 (元)	市值 (百万港币)	PB (x)	
				2022E	2023E
600674 CH	川投能源	13.5	59,501	1.8	1.7
600900 CH	长江电力	23.39	531,932	2.7	2.5
平均				2.2	2.1

注: 1) 股价及市值为 8 月 26 日收盘值; 2) 可比公司数据来自 Wind 一致预期
来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表5: 可比公司估值 (新能源板块)

股票代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (百万港币)	PE (x)	
				2022E	2023E
3868 HK	信义能源	3.35	24,450	18	15
0916 HK	龙源电力	13.04	109,301	12	10
1811 HK	中广核新能源	3.21	13,774	7	6
0836 HK	华润电力	16.16	77,737	8	6
Average				11	9

注: 1) 股价及市值为8月26日收盘值; 2) 可比公司数据来自Wind一致预期
 来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表6: 中国电力: SOTP 估值

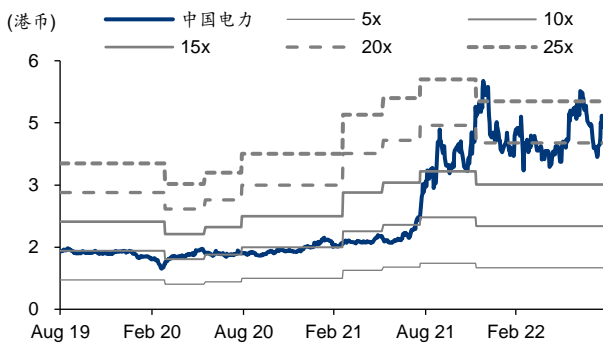
子板块	估值方式	2022E PE/PB (x)	归母净利润/归母权益 (百万元)	市值 (百万元)	市值 (百万港币)
新能源	PE	16	2,809	44,942	51,488
火电	PB	0.5	10,797	5,398	6,185
水电	PB	1.5	5,346	8,019	9,187
合计				58,359	66,860
减去永续债持有者权益				2,998	3,434
目标市值				55,361	63,425
股份数 (百万)				10,833	10,833
目标价 (港币)					5.85

注: 1) 1元=1.146港币; 2) 因为2022年储能归母净利润还不高且储能和风电/光伏业务具有协同效益, 上述新能源归母净利润包含风电/光伏/储能归母净利润
 资料来源: 华泰研究预测

风险提示

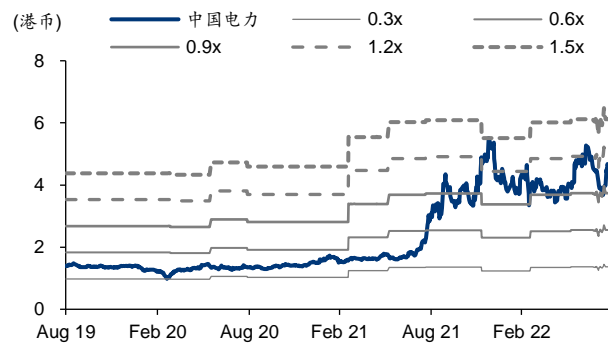
1) 煤价增速高于我们预期; 2) 利用小时数低于我们预期; 3) 电价低于我们预期; 4) 新增产能低于我们预期; 5) 财务压力。

图表7: 中国电力 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 中国电力 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	28,428	34,734	44,819	52,486	60,984
销售成本	(22,393)	(31,601)	(37,634)	(41,089)	(43,857)
毛利润	6,034	3,133	7,185	11,397	17,128
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(2,873)	(3,735)	(4,072)	(5,618)	(7,698)
应占联营公司利润及亏损	327.61	(332.80)	(130.00)	(130.00)	(130.00)
税前利润	3,826	533.17	4,450	7,017	10,567
税费开支	(900.58)	(361.95)	(958.50)	(1,511)	(2,276)
少数股东损益	1,217	686.91	1,278	2,016	3,035
净利润	1,708	(515.69)	2,214	3,490	5,256
折旧和摊销	(5,321)	(6,093)	(7,729)	(8,209)	(10,536)
EBITDA	12,021	10,361	16,252	20,844	28,802
EPS (人民币, 基本)	0.17	(0.06)	0.19	0.31	0.47

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	697.62	1,469	1,111	1,705	1,301
应收账款和票据	9,874	12,482	16,365	17,417	21,835
现金及现金等价物	1,316	1,767	4,754	3,394	4,049
其他流动资产	6,218	2,853	2,853	2,853	2,853
总流动资产	18,106	18,570	25,084	25,370	30,038
固定资产	112,955	128,695	158,966	216,557	275,140
无形资产	2,092	2,018	2,018	2,018	2,018
其他长期资产	22,796	25,470	25,340	25,210	25,080
总长期资产	137,843	156,184	186,324	243,785	302,239
总资产	155,949	174,754	211,408	269,155	332,277
应付账款	9,881	10,905	13,849	13,177	15,669
短期借款	21,212	21,912	28,755	40,732	52,708
其他负债	12,185	12,719	12,719	12,719	12,719
总流动负债	43,278	45,536	55,323	66,628	81,096
长期债务	45,359	54,930	78,712	120,621	162,594
其他长期债务	21,522	22,403	22,403	22,403	22,403
总长期负债	66,881	77,333	101,115	143,024	184,997
股本	17,268	20,418	20,418	20,418	20,418
储备/其他项目	16,130	15,389	17,195	19,713	23,358
股东权益	33,398	35,807	37,613	40,131	43,776
少数股东权益	12,392	16,078	17,356	19,372	22,407
总权益	45,790	51,885	54,969	59,503	66,183

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	21.27	(61.11)	19.10	11.83	7.75
PB	1.08	1.11	1.06	0.99	0.91
EV EBITDA	12.57	16.02	11.99	12.10	10.71
股息率 (%)	3.55	1.36	2.79	4.39	6.62
自有现金流收益率 (%)	(21.98)	(29.84)	(60.85)	(125.88)	(115.25)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	12,021	10,361	16,252	20,844	28,802
融资成本	2,873	3,735	4,072	5,618	7,698
营运资本变动	(3,004)	(2,355)	(581.54)	(2,318)	(1,522)
税费	(900.58)	(361.95)	(958.50)	(1,511)	(2,276)
其他	(5,488)	(10,036)	(3,942)	(5,488)	(7,568)
经营活动现金流	5,502	1,342	14,842	17,145	25,134
CAPEX	(16,168)	(16,960)	(38,000)	(65,800)	(69,120)
其他投资活动	399.77	(1,793)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(15,768)	(18,516)	(38,000)	(65,800)	(69,120)
债务增加量	16,977	31,699	30,625	53,885	53,950
权益增加量	0.00	3,150	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,275)	(1,287)	(541.67)	(1,107)	(1,745)
其他融资活动现金流	(5,355)	(15,954)	(3,938)	(5,483)	(7,564)
融资活动现金流	10,347	17,608	26,146	47,295	44,641
现金变动	80.28	435.24	2,988	(1,360)	654.85
年初现金	1,239	1,318	1,767	4,754	3,394
汇率波动影响	(1.00)	13.06	13.06	13.06	13.06
年末现金	1,318	1,767	4,754	3,394	4,049

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	2.39	22.18	29.03	17.11	16.19
毛利润	16.14	(48.08)	129.32	58.62	50.28
营业利润	16.14	(48.08)	129.32	58.62	50.28
净利润	33.01	(130.19)	(529.24)	57.68	50.59
EPS	31.59	(134.81)	(419.93)	61.40	52.62
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	21.23	9.02	16.03	21.71	28.09
EBITDA	42.29	29.83	36.26	39.71	47.23
净利润率	6.01	(1.48)	4.94	6.65	8.62
ROE	5.36	(1.49)	6.03	8.98	12.53
ROA	1.15	(0.31)	1.15	1.45	1.75
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	195.39	209.67	273.08	393.61	482.58
流动比率	0.42	0.41	0.45	0.38	0.37
速动比率	0.40	0.38	0.43	0.36	0.35
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.19	0.21	0.23	0.22	0.20
应收账款周转天数	98.76	115.86	115.86	115.86	115.86
应付账款周转天数	149.55	118.39	118.39	118.39	118.39
存货周转天数	11.15	12.34	12.34	12.34	12.34
现金转换周期	(39.64)	9.80	9.80	9.80	9.80
每股指标 (人民币)					
EPS	0.17	(0.06)	0.19	0.31	0.47
每股净资产	3.41	3.31	3.47	3.70	4.04

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司