

华润电力 (00836.HK)

火电盈利环比去年下半年大幅改善，可再生能源贡献主要利润

买入

核心观点

火电燃料成本大幅上涨，上半年净利润同比减少。2022H1，公司实现营业收入 506.7 亿港元 (+35.7%)，净利润 43.7 亿港元 (-14.4%)。净利润同比减少主要是由于煤价同比大幅上涨，导致火电燃料成本上升。

火电半年度环比盈利情况改善，公司整体环比扭亏为盈。2021H2 公司净亏损 35.1 亿港元，严重影响 2021 年度整体业绩。2022H1 公司净利润 43.7 亿港元，环比扭亏为盈，整体净利率为 8.6%，恢复至 2020H2 水平。火电部分，2021H2 净亏损 71.5 亿港元，2022H1 净亏损 20.3 亿港元，同比减少亏损 71.7%。

燃料成本和度电收入环比增加，火电业务净利率大幅改善。2022H1 相较于 2021H2，火电业务度电燃料成本下降，度电收入上升，火电业务净利率也由 2021H2 的 -19.1% 回升至 -5.2%，出现较明显的改善。

新能源装机占比持续提升，可再生能源贡献主要盈利。2022H1 风电和光伏装机占比由 2017 年的 16.4% 提升至 32.0%，可再生能源净利润贡献由 2021H1 的 49.89 亿港元提升至 2022H1 的 52.80 亿港元，同比增长 5.8%。公司从 2020 年初公告并多次提出“十四五”期间，目标新增 40GW 可再生能源装机，2025 年末可再生能源装机占比超过 50%，随着新能源装机提升、绿电交易和碳交易推进，公司的利润结构将持续优化。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价大幅上涨。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 1092、1145、1193 亿港元，同比增长 20%、5%、4%；归母净利润分别为 97、121、125 亿港元，同比增长 512%、24%、3% 采用分部估值法。截至 2022H1，公司火电净资产 164 亿港元，保守给予 1 倍 PB，火电部分估值为 164 亿港元。我们预计 2022-2023 公司可再生能源业务贡献净利润为 108、123 亿港元，给予新能源部分 7-9 倍 PE，对应 2022 年估值为 756、972 亿港元。总体估值为 920-1136 亿港元，对应 19.13-23.62 港元/股合理价值，较目前股价有 24%~53% 的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	70,307	90,861	109,207	114,538	119,348
(+/-%)	2.8%	29.2%	20.2%	4.9%	4.2%
净利润(百万元)	7583	1593	9744	12116	12507
(+/-%)	15.1%	-79.0%	511.8%	24.3%	3.2%
每股收益(元)	1.58	0.33	2.03	2.52	2.60
EBIT Margin	20.6%	5.8%	17.2%	21.8%	23.1%
净资产收益率 (ROE)	9.6%	1.8%	10.5%	12.1%	11.7%
市盈率 (PE)	10.0	47.7	7.8	6.3	6.1
EV/EBITDA	26.8	35.4	22.0	17.8	16.0
市净率 (PB)	0.88	0.86	0.78	0.73	0.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

港股·港股 II

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

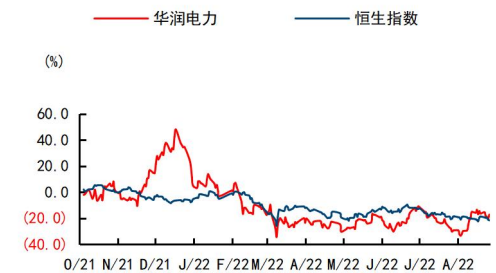
huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.13 - 23.62 港元
收盘价	15.46 港元
总市值/流通市值	744/744 亿港元
52 周最高价/最低价	28.85/12.40 港元
近 3 个月日均成交额	338.31 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华润电力-00836.HK-2021 年中报点评：可再生能源业绩核心驱动，“十四五”新能源装机将年增 40%》——2021-08-31

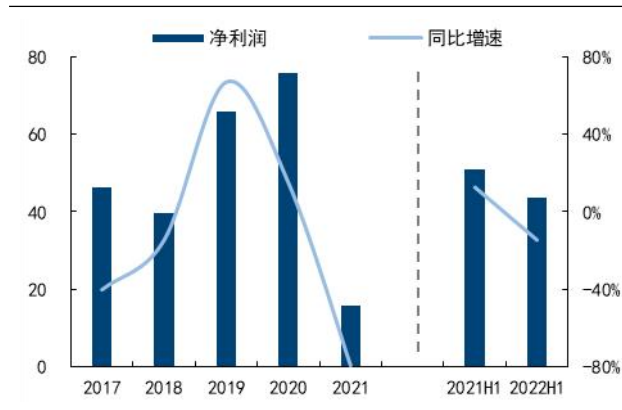
火电燃料成本大幅上涨，上半年净利润同比减少。2022H1，公司实现营业收入506.7亿港元（+35.7%），净利润43.7亿港元（-14.4%）。净利润同比减少主要是由于煤价同比大幅上涨，导致火电燃料成本上升。2022H1 燃煤电厂平均标煤单价为1135.2元人民币/吨，同比增长39.7%，度电燃料成本为0.337元人民币/千瓦时，同比增长39.5%，燃料成本总计达到307.9亿港元，同比上升37.0%。2022H1火电净亏损20.3亿港元，2021H1火电净利润8.0亿港元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿港元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

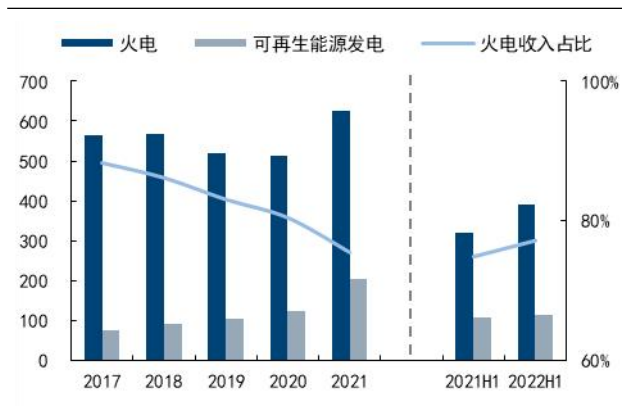
图2：公司净利润及增速（单位：亿港元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

火电收入占比逐渐减少，火电对整体业绩表现的影响逐步减弱。2017-2021年，火电收入占发电业务收入的占比由88%下降至76%，2022H1火电业务收入389.2亿港元，同比增加21.4%，但火电业务收入仍保持在77%的占比水平。从利润贡献值的角度来看，公司火电业务利润绝对值占比由2017年的79%下降至2021年的38%，2022H1更是降低到了19%。2022H1火电净亏损20.3亿港元，可再生能源净利润达52.8亿港元，随着可再生能源业务比重及盈利规模的不断提高，火电对公司业绩的影响也在逐步减弱。

图3：公司发电业务收入及占比（单位：亿港元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司发电业务利润及绝对值占比（单位：亿港元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

火电半年度环比盈利情况改善，公司整体环比扭亏为盈。2021H2公司净亏损35.1亿港元，严重影响2021年度整体业绩。2022H1公司净利润43.7亿港元，环比扭亏为盈，整体净利率为8.6%，恢复至2020H2水平。火电部分，2021H2净亏损71.5亿港元，2022H1净亏损20.3亿港元，同比减少亏损71.7%。

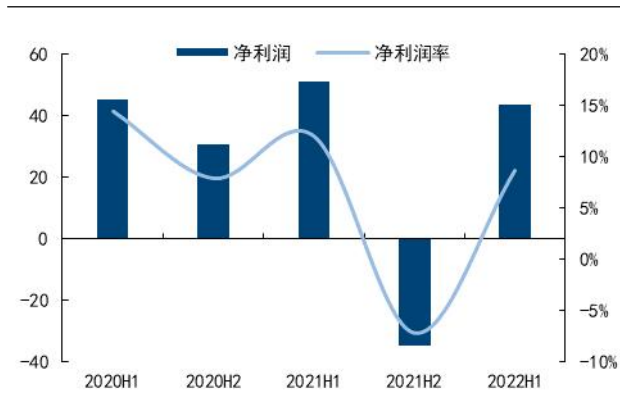
燃料成本和度电收入环比增加,火电业务净利率大幅改善。2022H1 相较于 2021H2,火电业务度电燃料成本从 0.487 下降至 0.463 港元/千瓦时,减少 0.0244 港元/千瓦时;度电收入由 0.508 港元/千瓦时上升至 0.585 港元/千瓦时,增加 0.0777 港元/千瓦时。火电业务净利率也由 2021H2 的-19.1%回升至-5.2%,出现较明显的改善。

表1: 2021H2 与 2022H1 火电业务盈利指标对比

时间	火电收入 (亿港元)	火电净利润 (亿港元)	火电售电量 (亿千瓦时)	燃料成本 (亿港元)	度电燃料成本 (港元/千瓦时)	度电收入 (港元/千瓦时)	火电业务净利率
2021H2	374.7	-71.5	738.2	359.8	0.487	0.508	-19.1%
2022H1	389.2	-20.3	665.0	307.9	0.463	0.585	-5.2%
变化					-0.0244	+0.0777	+13.9pct

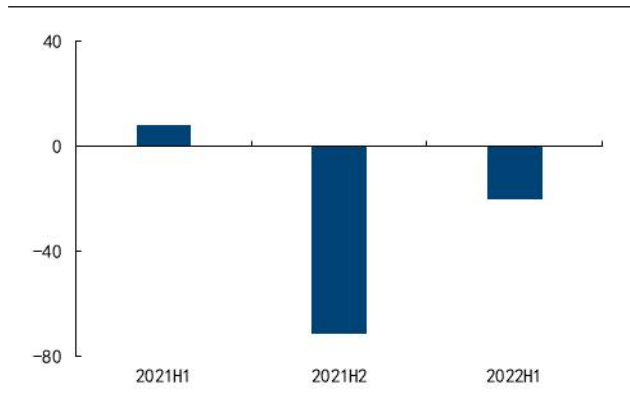
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司半年度净利润及净利率情况(单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司火电业务分部利润情况(单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源装机占比持续提升, 可再生能源贡献主要盈利。2022H1, 公司新增风电/光伏运营权益装机 828/33MW。截至 2022H1, 公司运营权益装机 50018MW, 其中风电 15165MW, 光伏 858MW。风电和光伏装机占比也由 2017 年的 16.4%提升至 32.0%。可再生能源净利润贡献由 2021H1 的 49.89 亿港元提升至 2022H1 的 52.80 亿港元, 同比增长 5.8%。公司从 2020 年初公告并多次提出“十四五”期间, 目标新增 40GW 可再生能源装机, 2025 年末可再生能源装机占比超过 50%, 随着新能源装机提升、绿电交易和碳交易推进, 公司的利润结构将持续优化。

图7: 公司发电装机容量构成及风光装机增速(单位: 万千瓦)

图8: 可再生能源板块盈利情况(单位: 亿港元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

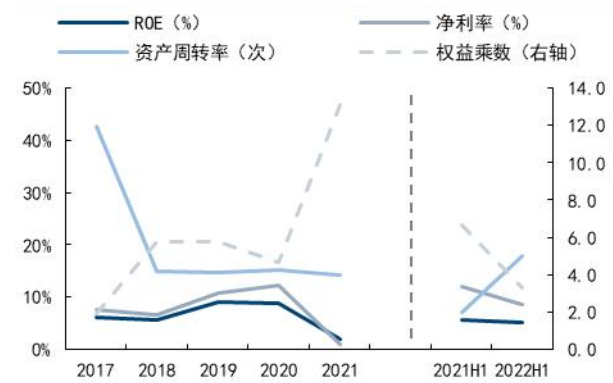


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：2019-2021年为分部利润，21H1和22H1为净利润

净利率下滑拖累ROE，应收账款减少增强经营现金流。2022H1公司ROE为5.1%，同比下滑0.6pct，主要由于净利率大幅下滑。2022H1经营性净现金流82亿元，同比增长93%，主要因为煤炭库存降低、可再生能源盈利以及增值税留底退税政策力度增加；维持较大在建风电、光伏项目投资，投资性现金净流出129亿元，同比增加90%；融资净现金流66亿元。

图9: 公司ROE及杜邦分析

图10: 公司现金流情况 (单位: 亿港元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

控制煤价在合理区间，火电有望迎来业绩翻转。2月24日，发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，根据《价格法》等相关法律法规规定，现就进一步完善煤炭市场价格形成机制，促进秦皇岛港下水煤（5500千卡）中长期交易价格在合理区间570~770元/吨（含税）。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制下通过市场化方式充分传导燃料成本变化，鼓励在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导。火电业务盈利有望迎来反转，赛道迎来重估。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计2022-2024年，公司营业收入分别为1092、1145、1193亿港元，同比增长20%、5%、4%；归母净利润分别为97、121、125亿港元，同比增长512%、24%、3%；EPS为2.03、2.52、2.60港元，当前股价对应PE为50.6、8.2、6.6x。

采用分部估值法。截至 2022H1，公司火电净资产 164 亿港元，目前 H 股华能国际电力股份、大唐发电、华电国际电力股份等火电资产占绝大多数比例的公司 PB 分别为 2.33、1.99、1.45x，保守给予 1 倍 PB，火电部分估值为 164 亿港元。H 股新能源运营商大唐新能源、中国电力对应 2022 年 PE 估值分别为 7.6、15.9x。我们预计 2022-2023 公司可再生能源业务贡献净利润为 108、123 亿港元，给予新能源部分 7-9 倍 PE，对应 2022 年估值为 756、972 亿港元。总体估值为 920-1136 亿港元，对应 19.13-23.62 港元/股合理价值，较目前股价有 24%~53%的溢价空间，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
0836.HK	华润电力	15.78	759	0.33	2.03	2.52	2.60	46.8	7.6	6.1	5.9	2%	0.08	买入
001289.SZ	龙源电力	21.05	1764	0.77	0.86	0.99	1.20	27.3	24.5	21.3	17.5	10%	1.52	买入
1798.HK	大唐新能源	2.06	150	0.22	0.28	0.33	0.39	9.7	7.6	6.5	5.5	7%	0.35	无
2380.HK	中国电力	4.35	471	-0.09	0.28	0.38	0.49	-49.3	15.9	11.7	9.1	-1%	0.48	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理 注: 大唐新能源为 Wind 一致预测, 港股为港币, A 股为人民币

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5036	7934	9051	17250	10134	营业收入	70307	90861	109207	114538	119348
应收款项	31738	38387	48312	51068	56125	营业成本	55558	85937	90509	89793	92064
存货净额	2912	6748	5695	5802	6324	营业税金及附加	105	111	157	247	254
其他流动资产	952	871	1018	1003	1004	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	40638	53941	64076	75124	73587	管理费用	0	0	0	0	0
固定资产	180817	192953	213124	238679	261103	财务费用	3019	3400	3703	4237	4438
无形资产及其他	11075	11068	9408	11245	12279	投资收益	799	122	491	471	361
						资产减值及公允价值					
投资性房地产	10402	13641	12242	12095	12660	变动	424	180	499	558	611
长期股权投资	16700	15752	16244	16232	16076	其他收入	1901	3210	2871	3455	3720
资产总计	218994	233415	251018	278251	302117	营业利润	14749	4925	18698	24744	27284
短期借款及交易性金											
融负债	20158	23186	26214	26214	26214	营业外净收支	(260)	317	122	281	240
应付款项	11508	12887	16792	16444	16149	利润总额	11470	1842	15116	20788	23087
其他流动负债	33399	31986	44552	43867	41520	所得税费用	2794	958	5054	7608	9390
流动负债合计	65065	68059	87558	86525	83883	少数股东损益	1094	(709)	318	1064	1189
长期借款及应付债券	82109	105310	123310	142310	158810	归属于母公司净利润	7583	1593	9744	12116	12507
其他长期负债	6507	6935	4546	5146	5783						
长期负债合计	88617	112245	127856	147456	164594	现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	153682	180304	215414	233981	248477	净利润	7583	1593	9744	12116	12507
少数股东权益	20148	18663	18981	20045	21234	资产减值准备	424	180	499	558	611
股东权益	85803	88388	96713	103736	109537	折旧摊销	11713	14598	13103	14442	16350
负债和股东权益总计	259632	287355	331108	357762	379248	公允价值变动损失	0	1	2	3	4
						财务费用	3019	3400	3703	4237	4438
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(3737)	(12356)	5964	(3920)	(8031)
每股收益	1.58	0.33	2.03	2.52	2.60	其它	1702	(16)	1206	1792	1957
每股红利	0.63	0.30	1.06	1.39	1.54	经营活动现金流	20702	7400	34221	29229	27835
每股净资产	17.84	18.37	20.10	21.56	22.77	资本开支	(30529)	(25118)	(34061)	(42859)	(40944)
ROIC	6%	1%	5%	6%	5%	其它投资现金流	1905	5719	907	159	(408)
ROE	10%	2%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(28624)	(19398)	(33153)	(42700)	(41352)
营业利润率	21%	5%	17%	22%	23%	权益性融资	(46)	363	26	0	0
EBIT Margin	21%	6%	17%	22%	23%	负债净变化	13346	23201	18000	19000	16500
EBITDA Margin	37%	22%	29%	34%	37%	支付股利、利息	(1578)	(2636)	(3035)	(1419)	(5093)
收入增长	3%	29%	20%	5%	4%	其它融资现金流	(4228)	(6201)	(14942)	4089	(5005)
净利润增长率	15%	-79%	512%	24%	3%	融资活动现金流	7495	14727	49	21670	6402
资产负债率	59%	63%	65%	65%	66%	现金净变动	(427)	2728	1117	8199	(7116)
息率	4.0%	1.9%	6.7%	8.8%	9.8%	货币资金的期初余额	4907	5036	7934	9051	17250
P/E	10.0	47.7	7.8	6.3	6.1	货币资金的期末余额	5036	7934	9051	17250	10134

P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7 企业自由现金流	(12237)	(17432)	(1845)	(15797)	(15572)
EV/EBITDA	26.8	35.4	22.0	17.8	16.0 权益自由现金流	(1878)	4787	7690	16819	3607

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032