

中国电力 (02380.HK)

新能源及储能加快发展，下半年火电或迎盈利修复

买入

核心观点

收入稳健增长，业绩受煤价影响大幅下跌，风光发电业绩增长冲抵火电亏损影响。2022H1，公司实现营业收入 203.05 亿元 (+19.68%)，归母净利润 8.50 亿元 (-44.87%)。由于煤价较高，公司燃料成本维持高位，火电板块出现亏损，拖累公司整体业绩表现。从分部净利润来看，2021H1，火电-10.96 亿元 (-756.29%)、水电 12.33 亿元 (+17.32%)、风电 8.56 亿元 (-7.86%)、光伏 6.37 亿元 (44.77%)、储能 2.35 亿元，公司风电业务净利润同比下降主要是受会计准则调整影响。

新能源业务稳步开拓，集团资产注入促进新能源业务发展。截至 2022 年 6 月，清洁能源合并装机容量为 16.30GW，在公司总装机容量中占比为 50.72%，同比增加 3.62pct。2022H1，公司资本开支 81.55 亿元 (+14.09%)，其中用于清洁能源板块的资本开支为 62.74 亿元 (+19.32%)，占比为 76.93%，风光新能源业务投资力度较大。此外，公司将以 74.53 亿元收购国家电投旗下中电新能源、中电国际新能源所属的风电、光伏和垃圾发电等清洁能源资产 2.15GW。此次收购有助于公司清洁能源发展战略加快落地，清洁能源占比进一步提升。

储能业务落地快速发展，为公司带来新的业绩增长点。2022H1，新源智储落地 10 个储能项目，合计容量 570MW/1137MWh，正在开发项目 11 个，合计容量 1150MW/2500MWh，预计多个在建项目将于年内投入商业运营，促进公司业绩增长。

长协覆盖率提升及电价上浮，H2 公司火电业务有望迎来盈利修复。国家政策大力推动煤炭调价保供，预计随着“3 个 100%”政策要求落地，煤炭新长协换改签完成，公司煤炭燃料成本压力将有所缓解。同时，煤电市场化交易电价上浮，2022H1，公司煤电平均结算价为 401.92 元/MWh，提高 72.48 元/MWh，上浮 22.00%，助力公司对冲燃料成本压力。

风险提示：新能源及储能项目建设不及预期、煤价大幅上涨、电价下降风险。

投资建议：维持盈利预测，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别 394/446/489 亿元，同比增长 10%/13%/10%；净利润 27/37/48 亿元，同比增长 518%/37%/30%；每股收益 0.28/0.38/0.49 元，对应当前 PE 分别为 15.7x/11.4x/8.8x。给予公司 2022 年约 15-16 倍 PE，对应合理估值约 4.7-5.1 港元，较目前股价有 8%~17%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)	29,331	35,848	39,415	44,641	48,938
(+/-%)	2.4%	22.2%	10.0%	13.3%	9.6%
净利润(百万元)	1708	-650	2718	3726	4841
(+/-%)	33.0%	-138.0%	-518.1%	37.1%	29.9%
每股收益(元)	0.17	-0.07	0.28	0.38	0.49
EBIT Margin	20.8%	12.0%	24.9%	27.8%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	-1.9%	7.4%	9.6%	11.7%
市盈率 (PE)	18.6	-65.6	15.7	11.4	8.8
EV/EBITDA	15.3	16.7	12.0	9.3	8.0
市净率 (PB)	2.59	1.19	1.13	1.08	0.99

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

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

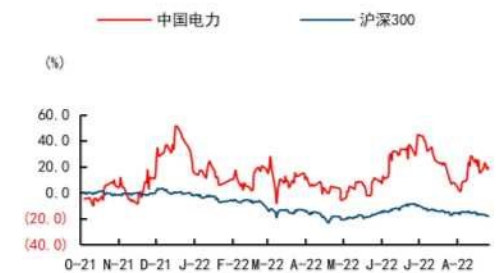
huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.70 - 5.10 港元
收盘价	不适用
总市值/流通市值	不适用
52 周最高价/最低价	5.67/2.86 港元
近 3 个月日均成交额	322.00 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

《中国电力(02380.HK)-转型已现成效弱化煤价上涨拖累，储能争取先发优势》——2022-03-25

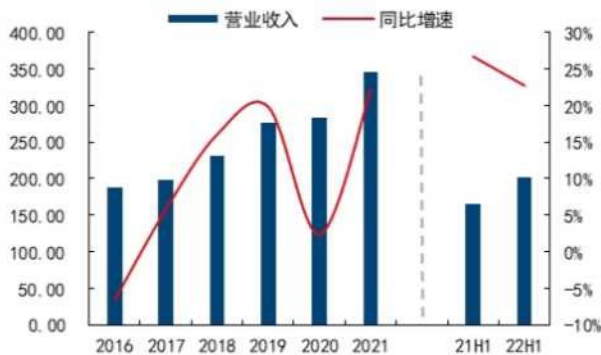
收入稳健增长，业绩受煤价影响大幅下跌。2022H1，公司实现营业收入 203.05 亿元（+19.68%），归母净利润 8.50 亿元（-44.87%），每股收益 0.07 元（-53.33%）。由于煤价较高，公司燃料成本维持高位，火电板块出现亏损，拖累公司整体业绩表现。

火电售电量下降，风光新能源售电量高增。2022H1，公司售电量 503.45 亿千瓦时（+5.16%）。其中，煤电 302.30 亿千瓦时（-1.17%）、水电 12.84 亿千瓦时（+6.09%）、风电 50.45 亿千瓦时（+36.28%）、光伏 45.24 亿千瓦时（+29.17%）、天然气发电 4.08 亿千瓦时（-25.28%）。

风光发电收入大幅增长。从分部收入来看，2022H1，火电 124.03 亿元（+19.54%）、水电 33.67 亿元（+6.42%）、风电 24.36 亿元（+31.43%）、光伏 20.06 亿元（+27.60%）、储能 9.25 亿元。

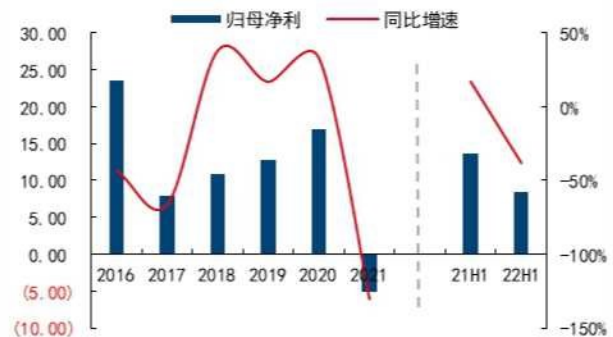
风光发电业绩增长冲抵火电亏损影响，会计准则调整影响风电净利润。从分部净利润来看，2021H1，火电-10.96 亿元（-756.29%）、水电 12.33 亿元（+17.32%）、风电 8.56 亿元（-7.86%）、光伏 6.37 亿元（44.77%）、储能 2.35 亿元。由于香港会计准则第 16 号（修订本）影响，新能源项目调试期的发电量归入正常发电量，售电收入计入营业收入，而原规则下售电收入抵扣资本开支。受上述会计准则影响，公司 2021 年同期新能源收入及净利润进行重列，导致 2021 年同期风电业务净利润基数较高，2022 年公司风电业务净利润出现小幅下滑。

图1：公司营业收入及增长率（单位：亿元）



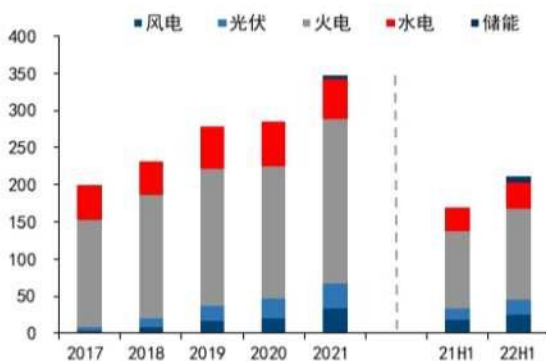
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增长率（单位：亿元）



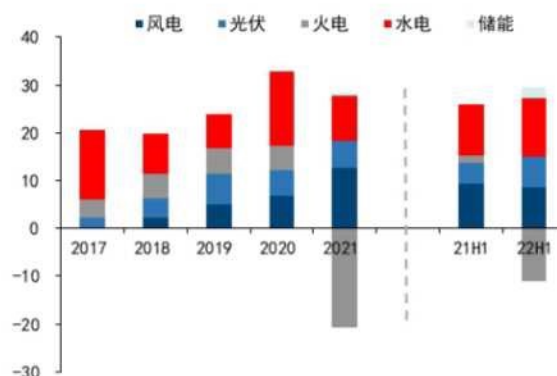
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分部收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分部净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源业务稳步开拓，集团资产注入促进新能源业务发展。2022H1，公司新能源开发取得积极进展，清洁能源占比进一步抬升。截至2022年6月，清洁能源（含水电、风电、光伏及气电）合并装机容量为16.30GW，在公司总装机容量中占比为50.72%，较21年同期增加3.62pct。同时，2022H1，公司资本开支81.55亿元（+14.09%），其中用于清洁能源板块的资本开支为62.74亿元（+19.32%），占比为76.93%，风光新能源业务投资力度较大。此外，公司将以74.53亿元收购国家电投旗下中电新能源、中电国际新能源所属的风电、光伏和垃圾发电等清洁能源资产2.15GW，其中风电、光伏、垃圾发电分别为1.61、0.34、0.20GW。此次收购有助于公司清洁能源发展战略加快落地，清洁能源占比进一步提升。据公司公告，预计收购事项交割完成后，公司清洁能源装机容量占比将提高约3.32pct。

储能业务落地快速发展，为公司带来新的业绩增长点。2022H1，公司储能业务收入9.25亿元，其中6.91亿元来自储能电站开发和组装集成工程承包服务及储能容量租赁服务，剩余2.34亿元则来自储能电站充电服务及调峰补偿收入。2022H1，新源智储落地10个储能项目，合计容量570MW/1137MWh，正在开发项目11个，合计容量1150MW/2500MWh，预计多个建设中的自用储能项目将于年内投入商业运营，促进公司业绩增长。

长协覆盖率提升及电价上浮，H2公司火电业务有望迎来盈利修复。国家政策大力推动煤炭调价保供，预计随着“3个100%”政策要求落地，煤炭新长协换改签合同，公司煤炭燃料成本压力将有所缓解。同时，煤电市场化交易电价上浮，2022H1，公司煤电平均结算价为401.92元/MWh，提高72.48元/MWh，上浮22.00%，助力公司对冲燃料成本压力，预计下半年煤电市场化交易将保持上浮态势，促进火电盈利修复。

净利率下降拉低ROE水平。2022H1，公司ROE为2.38%，较2021年同期的4.11%下降1.73pct。由于火电业务受煤价高企影响，净利润同比降幅较大，从而拖累公司整体盈利水平，2022H1，公司净利率水平为6.89%，较2021年同期的13.00%下降6.11pct，导致公司ROE同比下降。

经营性净现金流及投资性净现金流大幅增长，融资性净现金流小幅下降。2022H1，公司经营性净现金流66.25亿元（+154.61%），大幅增加的原因在于预付款、按

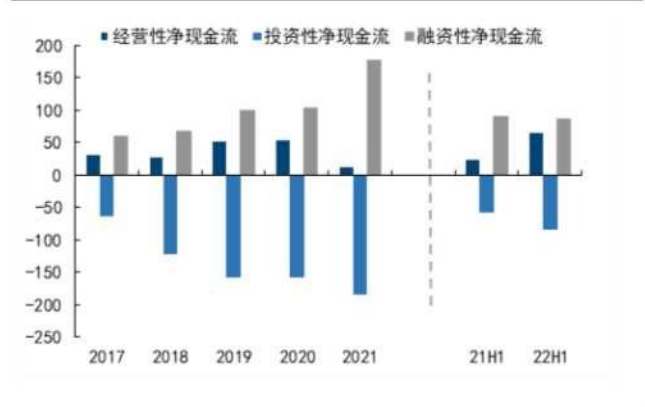
金及其他应收款项减少；投资性净现金流 85.19 亿元 (+44.17%)，所用现金大幅增加的原因在于新能源项目投资扩大；融资性净现金流 87.04 亿元 (-3.39%)，下降的原因偿还银行及关联方的借贷，以及其他借贷的流出增幅大于融资活动流入的增幅。

图5：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别 394/446/489 亿元，同比增长 10%/13%/10%；净利润 27/37/48 亿元，同比增长 518%/37%/30%；每股收益 0.28/0.38/0.49 元，对应当前 PE 分别为 15.7x/11.4x/8.8xx。给予公司 2022 年约 15-16 倍 PE，对应合理估值约 4.7-5.1 港元，较目前股价有 8%~17% 的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)		
2380.HK	中国电力	4.35	471	-0.07	0.28	0.38	0.49	-65.64	15.70	11.45	8.81	-1.9%	0.47	买入	
0836.HK	华润电力	15.78	759	0.33	2.03	2.52	2.60	47.82	7.77	6.26	6.07	8.8%	0.08	买入	
600011.SH	华能国际	8.20	1,287	-0.79	0.20	0.71	0.94	-10.38	41.00	11.55	8.72	1.8%	0.35	买入	
000875.SZ	吉电股份	6.45	205	0.17	0.55	0.70	0.80	37.94	11.73	9.21	8.06	6.1%	0.17	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1318	1767	3806	5036	6210	营业收入	29331	35848	39415	44641	48938
应收款项	1013	14494	16364	19620	21561	营业成本	22308	31569	29644	32286	33830
存货净额	355	1469	1071	1226	1360	营业税金及附加	73	105	111	157	247
其他流动资产	905	841	4629	4310	3747	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	3265	18570	25870	30193	32879	管理费用	0	0	0	0	0
固定资产	8920	128695	144678	159998	175285	财务费用	3062	3778	4164	4692	5107
无形资产及其他	7589	5404	6525	7694	7374	投资收益	328	(333)	82	25	(75)
投资性房地产	854	9127	10337	9568	9677	资产减值及公允价值变动	1500	424	476	526	576
长期股权投资	442	12958	11269	11968	12644	其他收入	1307	3792	3718	4298	4854
资产总计	21071	156184	172809	189228	204980	营业利润	7023	4279	9771	12355	15109
短期借款及交易性金融负债	2149	32747	37417	37417	37417	营业外净收支	(135)	32	33	71	46
应付款项	2160	2702	2393	2781	2990	利润总额	3826	533	5640	7733	10047
其他流动负债	2386	10087	14676	15222	14502	所得税费用	901	362	1128	1547	2009
流动负债合计	6696	45536	54486	55420	54910	少数股东损益	1217	687	1794	2460	3196
长期借款及应付债券	5526	69688	85288	100388	111688	归属于母公司净利润	1708	(650)	2718	3726	4841
其他长期负债	1718	7645	6094	6917	6989						
长期负债合计	7244	77333	91383	107305	118677	现金流量表 (百万元)					
负债合计	13940	122869	145869	162725	173587	净利润	1708	(650)	2718	3726	4841
少数股东权益	573	16078	17991	20277	24455	资产减值准备	1500	424	476	526	576
股东权益	6558	35807	37857	39540	43058	折旧摊销	5355	6093	4632	6279	6637
负债和股东权益总计	21071	174754	201717	222543	241100	公允价值变动损失	(1)	0	1	2	3
						财务费用	3062	3778	4164	4692	5107
关键财务与估值指标						营运资本变动	(7395)	(9160)	(1377)	(2226)	(2064)
每股收益	1.19	-0.07	0.28	0.38	0.49	其它	1273	857	1963	2590	3351
每股红利	0.22	0.07	0.21	0.13	0.10	经营活动现金流	5502	1342	12577	15590	18451
每股净资产	8.56	3.65	3.86	4.03	4.39	资本开支	(90)	(478)	(23870)	(24879)	(23739)
ROIC	8%	1%	5%	5%	6%	其它投资现金流	(15678)	(18037)	1074	143	500
ROE	14%	-2%	7%	10%	12%	投资活动现金流	(15768)	(18516)	(22796)	(24736)	(23240)
毛利率	28%	9%	22%	25%	29%	权益性融资	353	2768	4585	0	0
EBIT Margin	21%	12%	25%	28%	31%	负债净变化	6589	10107	15600	15100	11300
EBITDA Margin	33%	29%	37%	42%	45%	支付股利、利息	(1267)	(1398)	(1526)	(667)	(2043)
收入增长	27%	22%	10%	13%	10%	其它融资现金流	4672	6132	(6400)	(4056)	(3294)
净利润增长率	4%	-138%	518%	37%	30%	融资活动现金流	10347	17608	12259	10377	5963
资产负债率	69%	70%	72%	73%	72%	现金净变动	80	435	2039	1230	1174
息率	1.0%	1.6%	5.0%	3.2%	2.4%	货币资金的期初余额	1239	1318	1767	3806	5036
P/E	18.6	-63.4	15.2	11.1	8.5	货币资金的期末余额	1318	1767	3806	5036	6210
P/B	2.6	1.2	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	(15499)	(12150)	(10222)	(6309)
EV/EBITDA	15.3	16.7	12.0	9.3	8.0	权益自由现金流	0	4029	9741	9796	10174

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