

拼爹上杠杆，风电干进全国前五，中广核新能源：度电利润行业领先，股东回报差点意思

导语：倚靠集团资源，新增优质项目偏少。

作者：市值风云 App：布偶

为落实“双碳”目标，《2024-2025年节能降碳行动方案》提出2025年非化石能源发电量占比达到39%的目标，这为水电、风电、光伏等清洁能源发电企业带来了利好。

本文将聚焦一家红筹概念的新能源发电企业——中广核新能源（01811.HK）。公司是中广核集团旗下唯一的非核清洁能源上市平台，其母公司中广核集团是以核电为主业的大型清洁能源企业。

公司源自中广核集团于2010年收购的香港公司美亚电力。截至2023年末，中广核集团通过其全资子公司中广核能源国际，持有中广核新能源72.3%的股权。

中广核新能源是一家业务多元化的独立发电商，其资产组合涵盖中国和韩国的风能、太阳能、燃气等多种清洁能源发电项目。

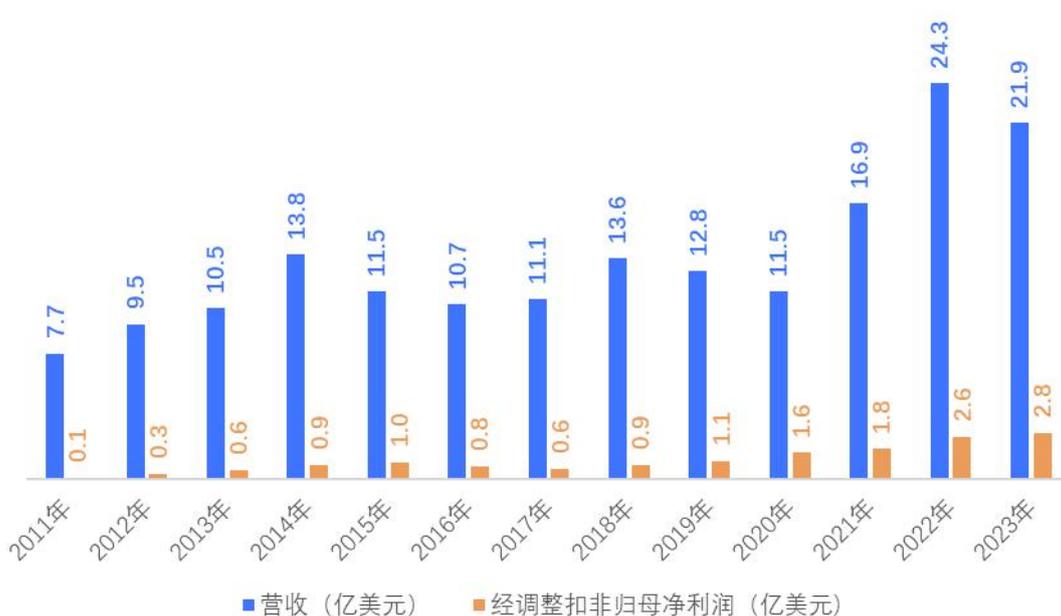
一、倚靠集团资源，装机量快速增长

2023年，公司营收为21.9亿美元，因韩国电价下降导致营收同比下降9.8%，但主要得益于韩国天然气（栗村一期和二期电力项目）成本下降，公司毛利率反而从上一年度的48.7%提升至55.2%。

此外主要因国内煤价下跌让联营公司转亏为盈（主要为湖北华电），因此公司2023年经调整扣非归母净利润达到2.8亿美元，同比增长9.4%。

使用的经调整数据，如经调整扣非归母净利润等，剔除了物业、厂房及设备，以及商誉等的除税后减值，以反映公司的核心盈利能力。除额外说明，本文金额单位为美元。

营收和经调整归母扣非净利（亿美元）



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

此外，在 2023 年，和其他新能源电力企业类似，中广核新能源因补贴政策调整，新能源电力项目盈利能力的预期也有所改变，对固定资产和商誉共计计提了 0.2 亿的少量减值。

本文的分析重心主要放在中广核新能源在国内的风电和太阳能发电业务，原因有三：

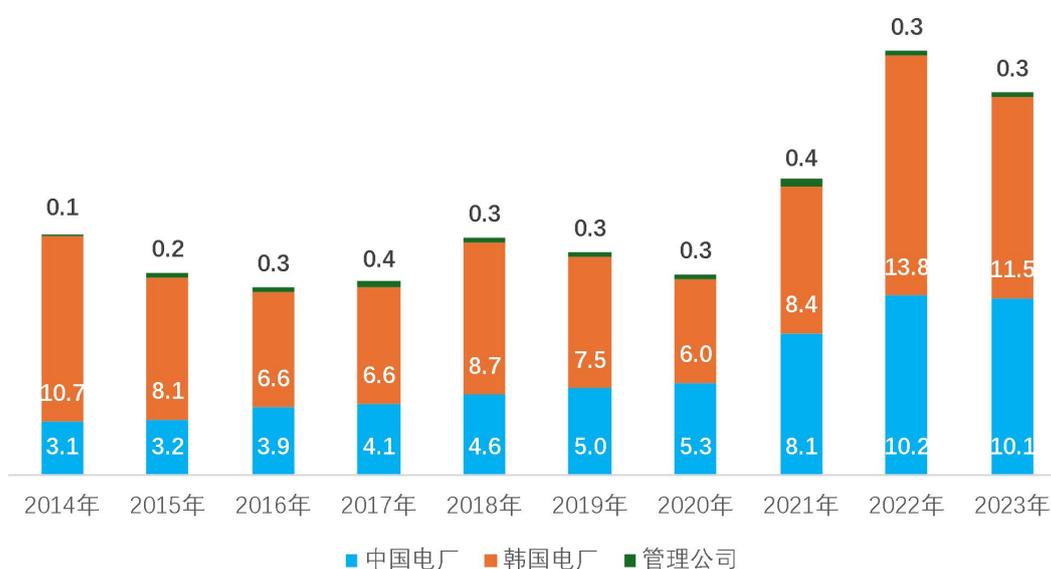
首先，尽管韩国业务在过去五年贡献约 5 成的营收，但其营业利润贡献仅占 2 成，且主要来自燃气发电项目。相比之下，近五年中国风电和光伏业务的营业利润贡献近 8 成，而且按公司发展战略，未来该占比还会继续提高。

其次，公司近年持续加大对中国风电和太阳能发电业务的装机，近五年新增权益装机容量绝大部分集中于该领域。

最后，韩国燃油和生物质发电业务对公司整体营业利润贡献小于 2%，且公司未披露详细运营数据，故本文不对做深入分析。

2023 年，中国业务和韩国业务的营收分别为 10.1 亿和 11.5 亿。此外，公司还因向中广核及其子公司运营的电厂提供管理服务而获得少量管理公司收入，为 0.3 亿。

营收构成（按地区，亿美元）



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

从收入结构来看，中广核新能源的主要收入来源是销售电力、电价收入和容量费，过去十年这三项收入合计贡献了公司约 9 成营收。其中，销售电力营收贡献占比最高，约为 7 成；电价收入和容量费的营收贡献各约占 1 成。

销售电力收入直接来自向客户销售实际产生的电力所获得的收入。

此外，作为新能源电力企业，公司从政府获得的发电补贴被计入电价收入。其中部分应收电价收入尚未得到相关政府机构的批准并纳入可再生能源电价附加资金补助清单，被确认为合同资产（截至 2023 年末为 3.7 亿）。

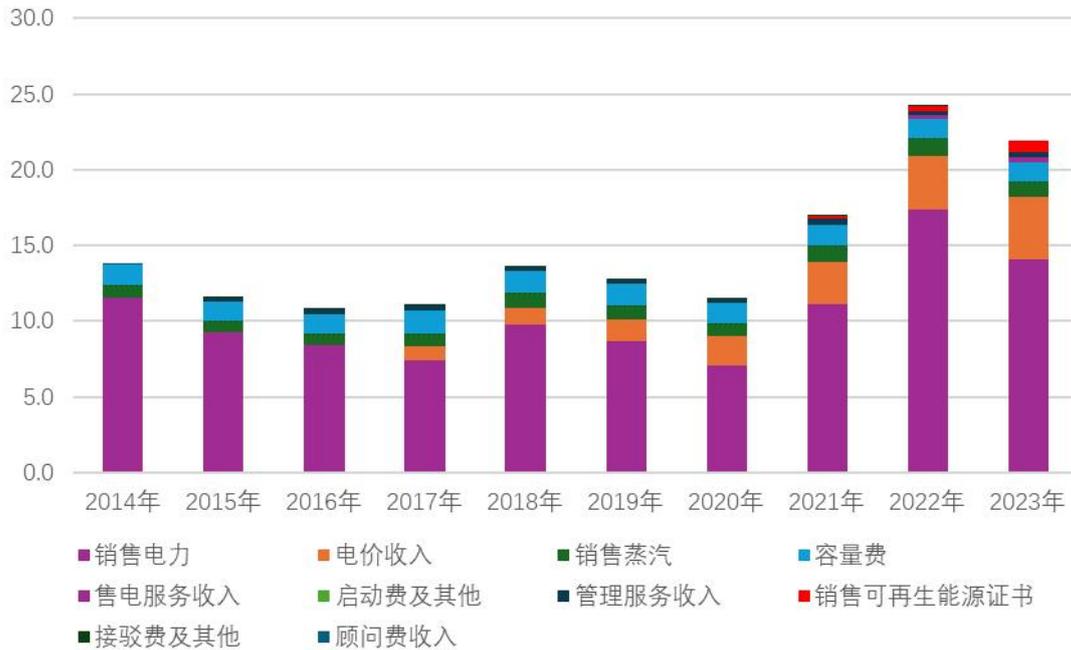
另外，公司的账上还有贸易应收账款（截至 2023 年末为 7.7 亿），在相关中国政府部门落实对国家电网公司的资金分配后，由国家电网公司进行结算，这类应收款主要发生在 2021 年之前。

不过整体来说，如今公司经营现金流净额已基本相当于净利润，净利润含金量相比 2021 年之前更高。

2023 年，公司销售电力、电价收入和容量费分别为 14.1 亿、4.1 亿和 1.2 亿。

容量费是独立电力买家为了维持公司部分发电机处于可调度状态而支付的费用。

营收构成（按服务类型，亿美元）



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

分析一家新能源电力国企，值得看看它的“爹”。

目前，中国新能源电力行业主要由“五大六小”发电集团主导。

其中，“五大”包括国家能源集团、华能集团、国家电力投资集团、华电集团和大唐集团；“六小”包括三峡集团、中广核集团、华润电力、国投电力、中核集团和中节能集团。

“五大六小”发电集团的总装机规模在 2020 年时就已占全国的 55%，风电和光伏发电装机则占 46%。此后行业集中度仍在提升，且随着大量传统能源企业转型新能源领域。

当下新能源电力上市公司的发展离不开倚靠背后集团所带来的资源，中广核新能源自然也没闲下。

公司在 2015 年中广核收购首批清洁及可再生能源发电项目资产，包括 13 个风电项目公司及 6 个太阳能项目公司，合计总权益装机容量约 1,400 兆瓦，给公司当年的权益装机量带来了同比 38.4% 的增长。

其中，2019-2021 年的风电抢装潮，公司风电装机容量更是大幅提升。

光是 2019 年就新增 12 个风电项目及 10 个太阳能发电项目。2020-2021 年通过集团资源获取了江苏和浙江两处相对优质的海风项目，当时上网电价每千瓦时 0.85 元（后补贴调整，为每千瓦时 0.75 元）。

那段时间中广核新能源在风电领域的扩张速度并不含糊。

风云君在分析三峡能源（600905.SH）时，曾选取中广核新能源等四家公司作为可比公司。



（解锁市值风云 APP 会员，发掘优秀企业）

其中，中广核新能源在 2019-2021 年期间，直接将风电的期末装机量从 1.9 兆瓦增长至 3.8 兆瓦，增幅为 102%，是四家可比公司的最大增幅。

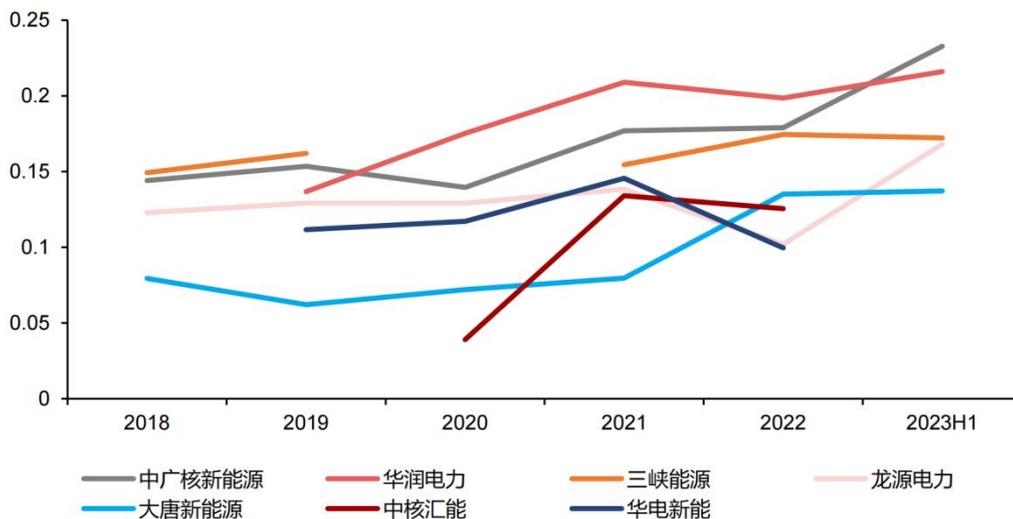
风电期末装机容量 (GW)

公司名称	股票代码	2019	2021	增幅
龙源电力	0916.HK	20.0	23.7	18%
大唐新能源	1798.HK	9.5	12.0	26%
节能风电	601016.SH	3.1	4.3	38%
中广核新能源	1811.HK	1.9	3.8	102%
公司	600905.SH	6.1	14.3	134%

来源：市值风云根据各家公司公开信息整理

截至 2023 年末，公司风电项目主要集中在甘肃、河南、山东；太阳能项目主要集中在安徽、青海、内蒙古、贵州。

得益于集团资源，中广核新能源积累了一定的优质新能源项目。这点在公司的平均度电利润上有所体现：2023 年，公司度电利润为 0.23 元/千瓦时，在行业中属于第一梯队。



(来源：公司公告，华源证券)

二、近两年新增优质项目偏少，杠杆率高于同行

当下问题在于，随着风电抢装潮结束，中广核新能源新增的优质新能源发电项目少了许多。

首先，风电装机增速在 2022 年后明显放缓，2022-2023 年权益装机量的增幅分别为 14.8% 和 0.4%。虽然公司转而增加在太阳能发电的装机布局，不过当下也没有显著的亮眼项目。

2023 年，公司太阳能发电权益装机量的同比增长为 48.2%。主要集中在江苏省（新增 200 兆瓦）和浙江省（新增 121.1 兆瓦）。

在光照强度上，江苏和浙江属于三类资源区，光照资源相对不足。当地较高的电力需求支撑了当下较高的光伏电价，但随着未来政府补贴的减少，度电利润将面临下行压力。

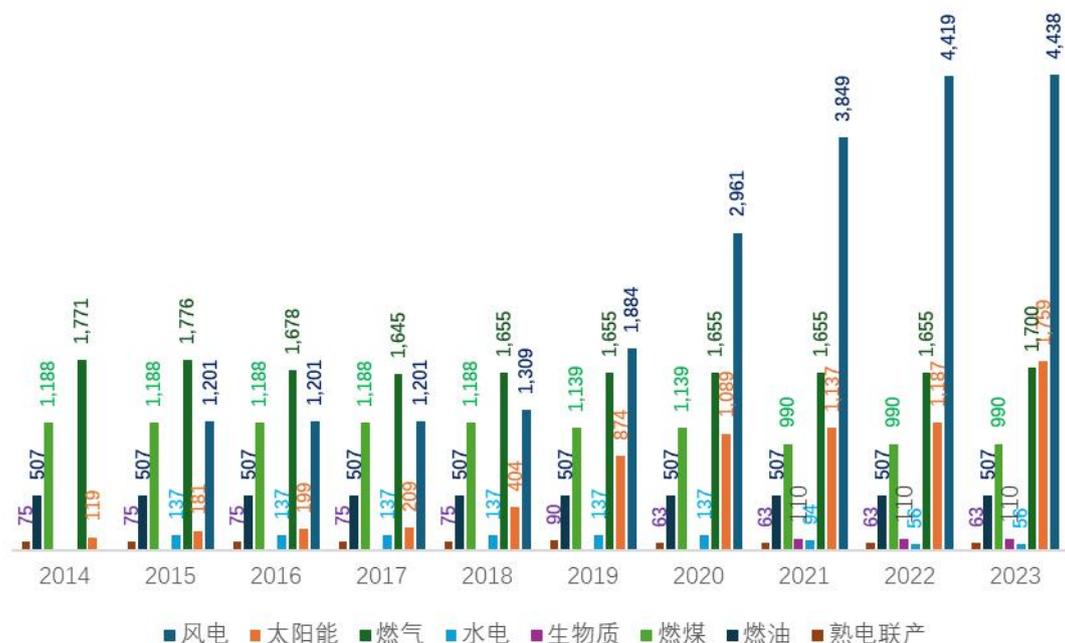
根据太阳能资源的丰富程度，全国可划分成五个级别的光伏资源区。三类地区属于太阳能资源中等类型地区，年太阳能辐射总量在 5000-5850MJ/m²之间。

此外，公司在 2023 年 12 月 26 日正式开工 400 兆瓦山东海上光伏项目，总投资预计为 29.9 亿人民币，折合单价为 5.1 元/瓦。

一般而言，海上光伏项目的造价通常在 3.4 元/瓦到 8 元/瓦之间，大多在 5 元/瓦左右，所以该项目造价带来的性价比不算出色。

截至 2023 年末，公司风电和太阳能发电的权益装机量分别为 4,438 兆瓦和 1,759 兆瓦，在港 A 股上市公司中分别排名第五和第六。

权益装机容量（按燃料类型，兆瓦）



（来源：公司年报，制图：市值风云 APP）

从上市至今，公司的盈利能力呈现小幅提升。

在毛利率方面，韩国天然气价格波动对公司的毛利率有直接影响。例如，2015-2018年期间，受韩国电价下降的影响，加之当时韩国业务毛利润贡献较高，公司整体毛利率出现一定的下滑。

2023年，韩国天然气成本的下降也成为毛利率增长的主要推动力之一。

长期来看，随着公司规模扩大带来的规模经济，传统发电模式的燃料消耗率在降低，毛利率在不断提升。此外，随着新能源发电占比的提升，风能和太阳能等新能源项目没有传统意义的原材料成本，也在提高公司的毛利率。

尽管毛利率在改善，但新能源发电设备的折旧以及相关运营维护费用也在大幅增加，约占全部期间费用的一半。这导致公司的经调整营业利润率和经调整净利润率受到明显压缩，在行业内表现并不突出。

2023年，公司的毛利率、经调整营业利润率、经调整净利率分别为55.2%、25.2%和13%。

毛利率、经调整营业利润率、经调整净利率 (%)



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

为直观评估公司盈利能力，风云君使用吾股 F10 对比功能，选取了四家在发电模式（风电和太阳能）和营收规模可比的公司作为参考：三峡能源、新天绿能（600956.SH）、江苏新能（603693.SH）、龙源电力（001289.SZ, 00916.HK）

2023 年，这四家公司的经营利润率分别为 47%、19.3%、41.9%和 33.8%。对比之下，中广核新能源 25.2%的经营利润率处于较低水平。



(市值风云 APP 吾股 F10 对比功能)

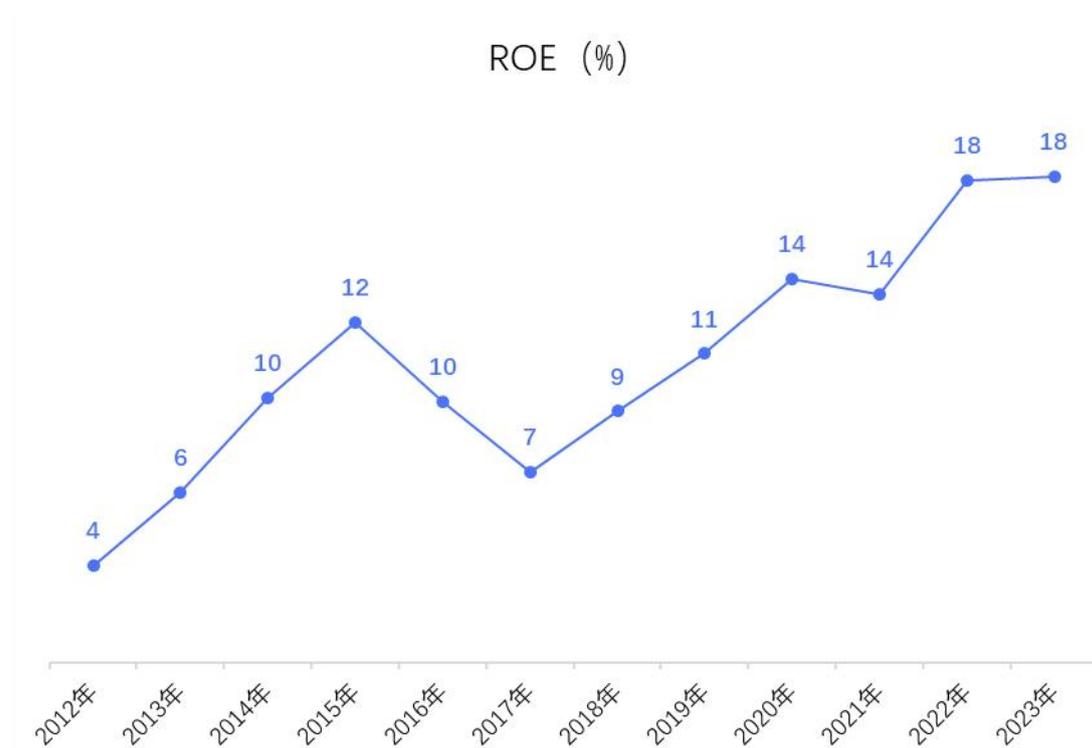
四家公司的 2023 年净利润率分别为 27.1%、10.9%、24.3%和 16.6%，中广核新能源的 13%同样处于较低水平。



(市值风云 APP 吾股 F10 对比功能)

不过，中广核新能源的 ROE 很高。

四家可比公司中，江苏新能的 ROE 在 2020-2023 年期间维持在 5%-8%之间，而其余三家公司的 ROE 则在 8%-13%之间。相比之下，中广核新能源在同期保持在 14%以上，2023 年更是达到 17.8%。



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

中广核新能源的高 ROE 背后，是其明显高于同行的杠杆率。

风云君选取的四家可比公司的有息负债率和资产负债率分别维持在 40%-50%和 50%-70%左右，而中广核新能源 2023 年末的有息负债率和资产负债率分别为 53.3%和 79.8%。

高杠杆背后，是公司在 2019-2021 年抢装潮期间，激进加杠杆扩大装机布局造成的。

中广核新能源敢把杠杆加这么高，一部分原因是来自中广核集团下同系附属公司提供的贷款约占公司总贷款的 2 成。这些贷款在必要时可以自动延期，甚至转化为无息贷款，部分缓解公司的利息负担。

例如，公司有息负债率从 2020 年的 72.2% 下降至 53.3%，主要原因是来自同系附属公司中广核财务和中广核风电的（合计 11.6 亿）贷款获得了延期且不再计息。



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

不过，当下的高杠杆意味着，后续如果需要新项目的资金投入，继续加杠杆进行债务融资的空间将变得有限。而如果使用股权融资，若低于内在价值增发，也会摊薄股东权益。

三、近两年自由现金流改善，但股东回报不大方

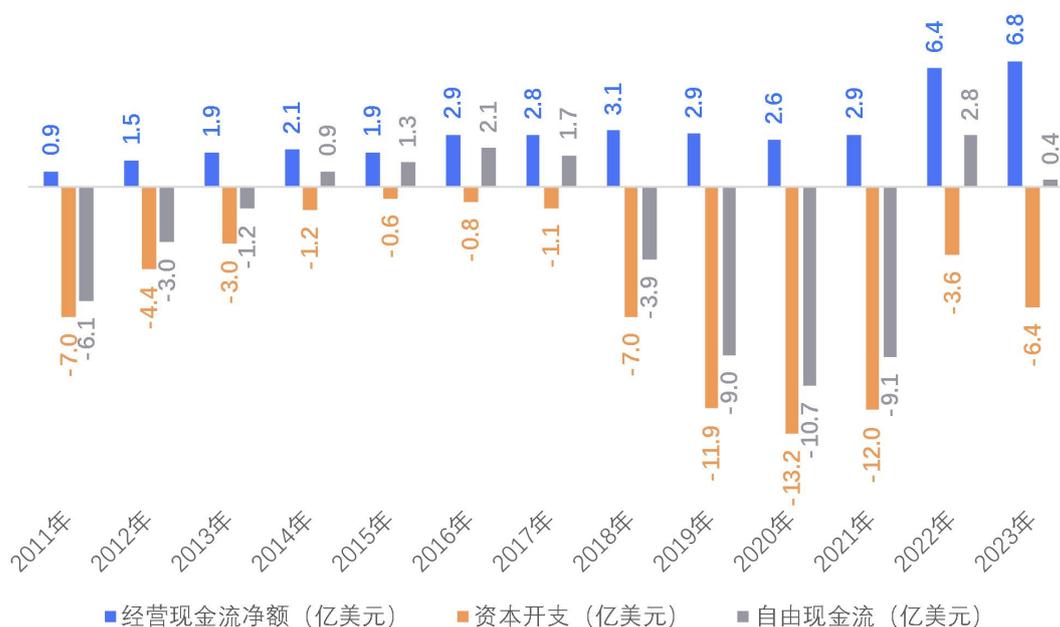
2022-2023 年，公司自由现金流较之前 4 年有所改善。其中，2023 年公司自由现金流为 0.4 亿，相比，2018-2021 年期间，公司的自由现金流平均为-8.2 亿。

这一改善主要得益于两个因素。

首先，随着 2021 年抢装潮结束，公司资本开支有所降低。其次，2022 年韩国平均电价上涨，带动公司经营现金流增加，进一步推动自由现金流的改善。

尽管 2022-2023 年自由现金流转正，但和其他同行类似，由于前期资本开支较大，公司上市至今累计自由现金流仍是负数，为-24.3 亿。

自由现金流（亿美元）



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

公司股东回报不够大方常被投资者诟病。

自上市以来，公司除了 2019 年，每年均有分红，但分红率并不高，平均仅为 22.3%。2019 年，由于抢装潮导致资本开支大幅增加，同时利息支出上升，公司暂停分红以应对资金压力。

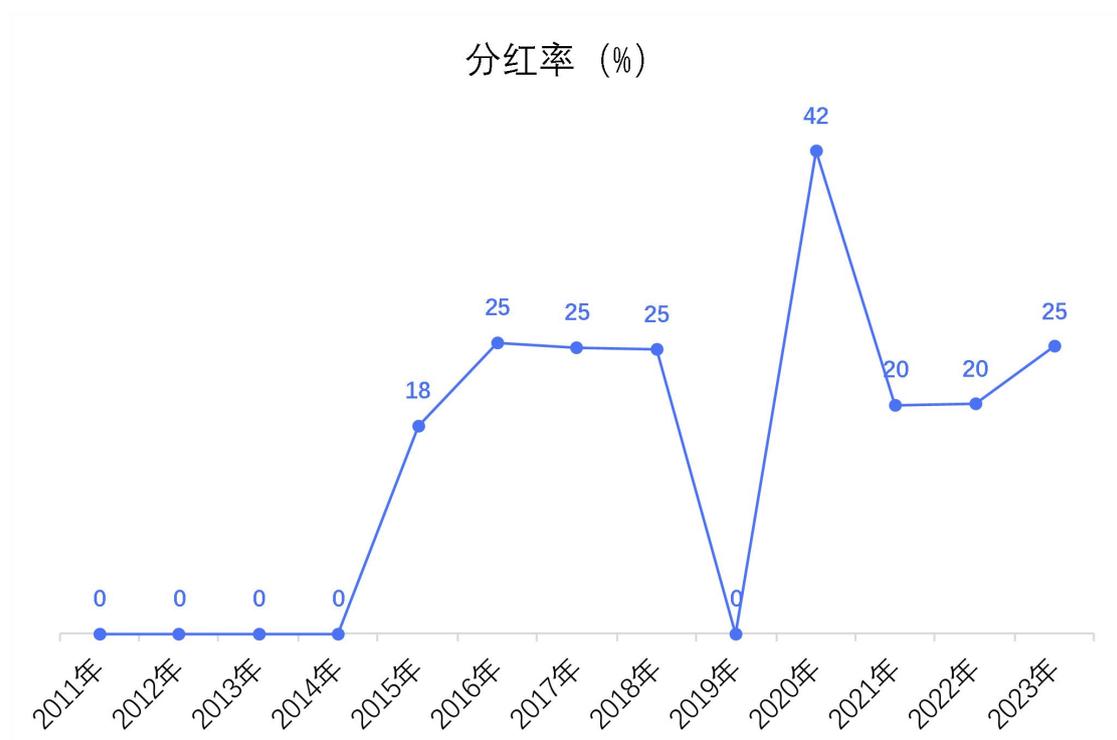
如今 2023 年，公司 25%的分红率在港股同行中仍处于排名末位水平。

由于港股的特殊性（包括分红税收以及市场参与者类型的差异），风云君在股东回报和估值上主要选取港股公司作为对比。

作为参考，同在港股的四家新能源发电概念股：龙源电力，华润电力（00836.HK），中国电力（02380.HK），新天绿色能源（00956.HK）的 2023 年分红率分别能达到 29.8%，61.8%，61.4%，40.6%。

实际上，公司的分红率甚至和之前提到的四家 A 股可比公司（三峡能源、新天绿能、江苏新能、龙源电力）相比起来都不算出众，这些公司的分红率均在 20%-30%之间。

考虑到中国内地投资者的投资渠道，以及中广核新能源的红筹股特性，可能面临 10%-28%的分红税，公司分红率对中国大陆投资者的吸引力相对较弱。



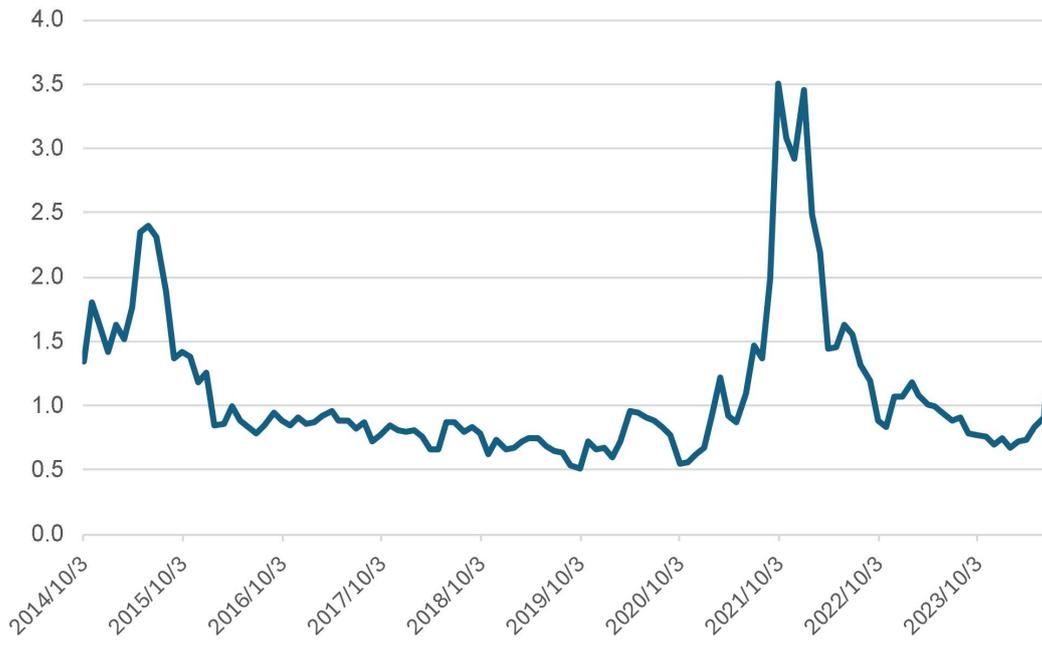
(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

2020年末，公司的PB估值曾出现明显上涨。

当时，公司在2020年大幅提高分红金额，以弥补2019年末未分红的情况。同时，香港股市估值修复，加之煤价上涨导致火电成本上升，新能源电力概念再次受宠，这些因素共同推动了公司估值上涨。

目前，公司的PB估值回到上市以来的平均水平。2024年5月的PB为0.9，在港股新能源电力板块中，这一估值处于中等水平。

PB



(来源: 公司年报, 制图: 市值风云 APP)