

## 买入

## 8月风电发电量持续高增长，资产注入值得期待

**中广核新能源 (1811.HK)**

2021-09-08 星期三

### 投资要点

**目标价: 6.82 港元**
**现价: 5.6 港元**
**预计升幅: 22%**

### 重要数据

日期	2021-09-08
收盘价 (港元)	5.6
总股本 (百万股)	4,291
总市值 (百万港元)	24,029
净资产 (百万美元)	1,410
总资产 (百万美元)	7,974
52周高低 (港元)	5.6 / 0.86
每股净资产 (美元)	0.30

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

中广核华美投资有限公司 (72.29%)

### 相关报告

深度报告-20210521

更新报告-20210723

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 2021年上半年公司盈利大幅增长 55.6%:

2021H1, 公司业绩大幅增长, 实现营业收入 8 亿美元, 同比上升 34.3%; 实现归属股东净利润 1.62 亿美元, 同比上升 55.6%。从分部项目收入看, 中国风电项目收入为 2.42 亿美元, 同比增长 89.0%; 中国太阳能项目收入为 0.66 亿美元, 同比增长 29.2%; 韩国项目收入为 3.87 亿美元, 同比增长 18.8%;

#### ➤ 2021年8月风电发电量同比增长 57.3%:

2021年8月公司完成发电量 1,403 吉瓦时, 同比增长 21.8%。其中, 中国风电增加 57.3%。2021年1-8月公司累计完成发电量 12,221.8 吉瓦时, 同比增长 35.2%。其中, 中国风电增加 72.8%, 中国太阳能增加 20.9%, 中国燃煤、热电联产及燃气增加 14.5%, 中国水电减少 6.7%及韩国燃气增加 20.2%。

#### ➤ 公司首次绿色电力交易占比 25%:

9月7日, 绿色电力交易试点启动会在北京召开, 公司在本次绿电交易中, 先后与 20 余家电力用户签署绿电交易协议, 绿电交易总量达 19.72 亿 kW·h, 占全国总交易量的 25%, 出清电量位居全国首位。在南网区域交易电量 7.27 亿 kWh, 占总交易量的 70%, 并完成南网区域内首笔跨省绿电交易。通过积极参与绿色电力交易, 将有效提升公司经营收益。

#### ➤ 维持买入评级, 提高目标价至 6.82 港元:

我们看好未来 CCER 重启、绿电市场化交易以及未来综合电价提升对新能源运营商业绩增厚的利好, 并将进一步提升新能源运营商的估值水平。我们亦期待公司资产重组方案的顺利开展, 带来业绩的增长。我们提高公司目标价至 6.82 港元, 相当于 2021 年和 2022 年 16.5 倍和 13.8 倍 PE, 目标价较现价有 22% 上升空间, 维持买入评级。

百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,276	1,150	1,499	1,704	1,886
同比增长(%)	-6.1%	-9.9%	30.3%	13.7%	10.7%
归属股东净利润	111	163	229	274	305
同比增长(%)	26.1%	46.2%	41.0%	19.7%	11.0%
每股盈利 (美仙)	2.59	3.78	5.33	6.38	7.08
PE@5.6HKD	27.8	19.1	13.5	11.3	10.2
每股股息 (美仙)	0.00	1.59	1.33	1.59	1.77
股息率	0.00%	2.21%	1.85%	2.21%	2.46%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2021年上半年公司盈利大幅增长 55.6%:

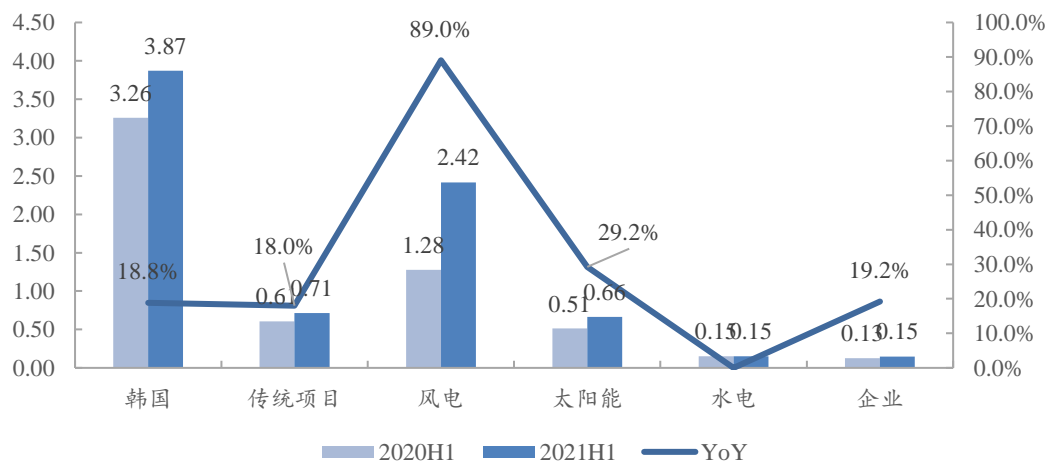
2021年上半年,公司业绩大幅增长,实现营业收入8亿美元,同比上升34.3%;实现归属股东净利润1.62亿美元,同比上升55.6%。从分部项目收入看,中国风电项目收入为2.42亿美元,同比增长89.0%;主要是风电装机容量及利用小时数增长带动风电发电量同比增加70.2%所致;中国太阳能项目收入为0.66亿美元,同比增长29.2%;主要是太阳能装机容量及利用小时数增长带动太阳能发电量同比增加24.5%所致;韩国项目收入为3.87亿美元,同比增长18.8%;主要原因是1)2021年韩国电网调度负荷增加;2)去年部分机组完成大修后,整体机组运行效率好,带动2021年上半年燃气厂利用小时数同比增加274小时至2,487小时。

图1:公司营业收入、净利润及增速(亿美元)



数据来源:公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图2:公司分部收入及增速(亿美元)



数据来源:公司公告、国元证券经纪(香港)整理

### 2021年8月风电发电量同比增长57.3%:

根据公司初步统计，2021年8月按合并报表口径完成发电量1,403吉瓦时，同比增长21.8%。其中，中国风电项目增加57.3%，中国太阳能项目增加5.5%，中国燃煤、热电联产及燃气项目减少27.6%，中国水电项目增加1.5%及韩国燃气项目增加11.1%。截至2021年8月止8个月，公司累计完成发电量12,221.8吉瓦时，比2020年同期增加35.2%。其中，中国风电项目增加72.8%，中国太阳能项目增加20.9%，中国燃煤、热电联产及燃气项目增加14.5%，中国水电项目减少6.7%及韩国燃气项目增加20.2%。

**表1：公司2021年1-8月发电量及同比增长**

	2021年8月 发电量 (吉瓦时)	2020年8月 发电量 (吉瓦时)	8月同比 变化率 (%)	2021年1-8月 累计发电量 (吉瓦时)	2020年1-8月 累计发电量 (吉瓦时)	年累计发电量 同比变化率 (%)
中国风电项目	560.3	356.2	57.3	4,992.2	2,889.6	72.8
中国太阳能项目	151.6	143.7	5.5	1,092.9	904.3	20.9
中国燃煤、热电联产及燃气项目	45.3	62.6	(27.6)	312.4	272.9	14.5
中国水电项目	97.8	96.4	1.5	542.8	581.5	(6.7)
韩国项目	548.0	493.3	11.1	5,281.5	4,392.9	20.2
总计	1,403.0	1,152.2	21.8	12,221.8	9,041.2	35.2

数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 公司首次绿色电力交易占比25%:

9月7日，绿色电力交易试点启动会在北京召开，公司在本次绿电交易中，先后与扬子石化-巴斯夫、万国数据、林德、阳光电源、壳牌中国、广东伊利等20余家电力用户签署绿电交易协议，绿电交易总量达19.72亿kW·h，占全国总交易量的25%，出清电量位居全国首位。其中，在安徽、河北、江苏、吉林等区域交易量占比分别为100%、97%、68%、50%。在南网区域交易电量7.27亿kW·h，占总交易量的70%，并完成南网区域内首笔跨省绿电交易。通过积极参与绿色电力交易，将有效提升公司经营收益。

### 维持买入评级，提高目标价至 6.82 港元：

我们看好未来 CCER 重启、绿电市场化交易以及未来综合电价提升对新能源运营商业绩增厚的利好，并将进一步提升新能源运营商的估值水平。我们亦期待公司资产重组方案的顺利开展，带来业绩的增长。我们提高公司目标价至 6.82 港元，相当于 2021 年和 2022 年 16.5 倍和 13.8 倍 PE，目标价较现价有 22% 上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

资产注入延迟，新增装机不及预期，补贴回款滞后

表 2：行业估值

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	37.95	1,170	42.1	29.5	23.5	17.7	6.2	6.6	5.8	4.4
	0968.HK	信义光能	HKD	17.50	1,556	34.1	28.3	23.1	18.5	5.5	4.8	4.2	4.1
	3868.HK	信义能源	HKD	4.87	346	37.6	26.8	22.8	19.6	2.8	2.7	2.5	2.3
	3800.HK	保利协鑫能源	HKD	1.98	496	-	44.5	21.5	-	2.5	0.0	0.0	0.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.36	76	-	28.3	22.3	22.9	1.1	1.0	1.0	0.9
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	1.92	48	13.5	-	-	-	0.9	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.33	73	25.5	-	-	-	1.1	-	-	-
	平均					30.5	31.5	22.7	19.7	2.9	3.0	2.7	2.4
风电	2208.HK	金风科技	HKD	17.46	848	21.0	16.1	14.2	12.7	1.8	1.7	1.5	1.4
	0916.HK	龙源电力	HKD	17.32	1,392	24.8	20.5	17.8	15.2	1.9	1.9	1.7	1.6
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.77	65	8.1	6.4	5.1	4.1	0.8	0.7	0.7	0.6
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.85	207	14.7	-	-	-	0.6	-	-	-
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	6.48	513	13.9	11.1	10.1	8.9	1.4	1.4	1.3	1.2
		平均					16.5	13.5	11.8	10.2	1.3	1.4	1.3
	1811.HK	中广核新能源	HKD	5.60	240	19.1	16.5	13.8	12.4	2.4	2.9	2.5	2.2

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**
**损益表**

百万美元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	1,276	1,150	1,499	1,704	1,886
经营成本	1,045	862	1,085	1,232	1,367
<b>经营利润</b>	232	287	414	472	519
其他收入	23	26	32	32	33
财务费用	(122)	(145)	(171)	(173)	(181)
应占联营公司利润	33	29	32	33	34
其他开支	33	29	32	33	34
<b>税前盈利</b>	141	205	295	354	392
所得税	(42)	(38)	(59)	(71)	(78)
少数股东应占利润	(12)	5	7	8	9
<b>归属股东净利润</b>	111	163	229	274	305
折旧及摊销	160	193	251	326	424
<b>EBITDA</b>	103	157	216	200	150
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-6%	-10%	30%	14%	11%
EBITDA (%)	14%	52%	37%	-7%	-25%

**资产负债表**

百万美元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	384	399	474	552	636
应收账款	327	430	452	474	498
存货	29	24	26	27	28
其他流动资产	255	381	400	420	442
<b>流动资产</b>	995	1,235	1,352	1,474	1,604
固定资产	3,492	4,747	5,222	5,744	6,319
其他固定资产	892	994	750	580	519
<b>非流动资产</b>	4,384	5,742	5,972	6,324	6,838
<b>总资产</b>	5,379	6,977	7,324	7,798	8,441
<b>流动负债</b>	1,559	2,039	2,106	2,169	2,234
应付帐款	243	71	78	80	83
短期银行贷款	576	722	743	766	788
其他短期负债	740	1247	1285	1323	1363
<b>非流动负债</b>	2,810	3,640	3,822	4,013	4,348
长期银行贷款	2,022	2,889	3,034	3,185	3,345
其他负债	789	750	788	827	1,003
<b>总负债</b>	4,370	5,679	5,927	6,182	6,582
少数股东权益	79	84	91	105	121
<b>股东权益</b>	930	1,213	1,306	1,511	1,739
每股账面值(美元)	0.22	0.28	0.30	0.35	0.41
营运资金	(564)	(804)	(754)	(695)	(630)

**财务分析**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	18%	25%	28%	28%	27%
EBITDA 利率 (%)	8%	14%	14%	12%	8%
净利率 (%)	9%	14%	15%	16%	16%
<b>营运表现</b>					
实际税率 (%)	29%	18%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	18%	25%	25%	25%	25%
库存周转	11	11	11	11	11
应付账款天数	30	33	32	32	32
应收账款天数	121	110	59	51	49
ROE (%)	12%	13%	18%	18%	18%
ROA (%)	2%	3%	3%	4%	4%
<b>财务状况</b>					
总资产负债率 (%)	81%	81%	81%	79%	78%
净负债/股本	2.4	2.6	2.5	2.2	2.0
收入/总资产	0.24	0.16	0.20	0.22	0.22
总资产/股本	5.78	5.75	5.61	5.16	4.85
收入对利息倍数	10.5	7.9	8.8	9.9	10.4

**现金流量表**

百万美元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	103	157	216	200	150
融资成本	122	145	171	173	181
营运资金变化	(126)	(262)	(75)	(93)	(102)
所得税	(40)	(34)	(59)	(71)	(78)
<b>营运现金流</b>	289	257	599	687	781
资本开支	(1,074)	(1,323)	(1,389)	(1,459)	(1,532)
其他投资活动	(35)	55	67	70	73
<b>投资活动现金流</b>	(1,109)	(1,268)	(1,323)	(1,389)	(1,458)
负债变化	767	805	600	600	600
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	(68)	(57)	(69)	(76)
其他融资活动	196	267	236	229	221
<b>融资活动现金流</b>	963	1,003	779	761	745
<b>现金变化</b>	143	(8)	55	59	67
期初持有现金	247	384	399	474	552
汇率变动	(5)	23	21	19	17
期末持有现金	384	399	474	552	636



## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>