

## 买入

## 资产重组方案不改长期投资逻辑

**中国电力 (2380.HK)**

2021-09-17 星期五

### 投资要点

**目标价: 4.26 港元**
**现价: 2.97 港元**
**预计升幅: 43%**

### 重要数据

日期	2021-09-16
收盘价 (港元)	2.97
总股本 (百万股)	9,807
总市值 (百万港元)	29,126
净资产 (百万元)	46,267
总资产 (百万元)	169,157
52 周高低 (港元)	3.53/1.30
每股净资产 (元)	3.40

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

中国电力国际有限公司 (28.89%)

中国电力发展有限公司 (27.14%)

国家电投香港财资 (4%)

### 相关报告

深度报告-20200521

更新报告-20201117

更新报告-20210909

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 筹划与吉电股份资产重组, 成为吉电股份直接控股股东:

9月15日, 公司收到国家电投就资产重组建议的《关于筹划重大资产重组事项的通知》, 中国电力拟以部分清洁能源资产(水电、风电、光伏)注入吉电股份, 吉电股份通过发行股份购买重组标的资产并配套募集资金, 资产重组完成后, 中国电力将成为吉电股份直接控股股东。

#### ➤ 公司仍是国家电投旗下核心的清洁能源发电平台:

中国电力和吉电股份同属国家电投旗下的多元化发电平台, 重组完成后, 中国电力仍将直接持有这些重组标的资产, 加上吉电股份现有的资产, 都属于中国电力合并资产负债表范围。除此之外, 未注入的余下资产以及未来新开发的清洁能源资产, 都属于中国电力直接持有, 公司作为国家电投旗下核心的清洁能源开发平台的地位并没有发生改变。而通过重组, 将有利于理顺国家电投旗下子公司的业务管理, 发挥各自优势。

#### ➤ 重组助力公司加速转型绿色能源企业, 并降低资产负债率:

2021 年底公司清洁能源资产占比将达到 50%, 公司规划到十四五末存量清洁能源资产占比达到 90%。通过资产重组方案, 有利降低公司资产负债率, 而且公司清洁能源资产实现 H+A 两地上市后, 进一步拓宽公司融资渠道, 改善现金流。未来通过吉电股份清洁能源资产并表, 或国家电投清洁能源资产注入等方式, 都将加快公司绿色清洁能源转型。

#### ➤ 维持买入评级, 目标价 4.26 港元:

我们认为资产重组方案不改公司长期投资逻辑, 通过资产重组, 将资产负债率控制在合理水平, 更有利于公司积极拓展综合智慧能源创新业务。我们给予公司目标价 4.26 港元, 相当于 2021 年 15 倍 PE 和 1 倍 PB 水平, 目标价较现价有 43% 上升空间, 维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	27,763	28,428	31,032	33,389	36,261
同比增长(%)	19.8%	2.4%	9.2%	7.6%	8.6%
净利润	1,284	1,708	2,329	2,772	3,403
同比增长(%)	16.9%	33.0%	36.3%	19.0%	22.8%
每股盈利 (元)	0.13	0.17	0.24	0.28	0.34
PE@2.97HKD	18.9	14.5	10.4	8.8	7.1
每股股息 (港元)	0.13	0.13	0.14	0.17	0.19
股息率	5.3%	5.3%	5.6%	6.9%	7.7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 筹划与吉电股份资产重组，成为吉电股份直接控股股东：

9月15日，公司收到国家电投就资产重组建议的《关于筹划重大资产重组事项的通知》，中国电力拟以部分清洁能源资产(水电、风电、光伏)注入吉电股份，吉电股份通过发行股份购买重组标的资产并配套募集资金，资产重组完成后，中国电力将成为吉电股份直接控股股东。

### 公司仍是国家电投旗下核心的清洁能源发电平台：

中国电力和吉电股份同属国家电投旗下的多元化发电平台，重组完成后，中国电力仍将直接持有这些重组标的资产，加上吉电股份现有的资产，都属于中国电力合并资产负债表范围。除此之外，未注入的余下资产以及未来新开发的清洁能源资产，都属于中国电力直接持有，公司作为国家电投旗下核心的清洁能源开发平台的地位并没有发生改变。而通过重组，将有利于理顺国家电投旗下子公司的业务管理，发挥各自优势。

### 重组助力公司加速转型绿色能源企业，并降低资产负债率：

2021年底公司清洁能源资产占比将达到50%，公司规划到十四五末存量清洁能源资产占比达到90%。通过资产重组方案，有利降低公司资产负债率，而且公司清洁能源资产实现H+A两地上市后，进一步拓宽公司融资渠道，改善现金流。未来通过吉电股份清洁能源资产并表，或国家电投清洁能源资产注入等方式，都将加快公司绿色清洁能源转型。

### 维持买入评级，目标价4.26港元：

我们认为资产重组方案不改公司长期投资逻辑，通过资产重组，将资产负债率控制在合理水平，更有利于公司积极拓展综合智慧能源创新业务。我们给予公司目标价4.26港元，相当于2021年15倍PE和1倍PB水平，目标价较现价有43%上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

资产重组方案存在不确定性

煤价持续上涨

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

**表1：行业估值**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
0916.HK	龙源电力	HKD	15.70	1,262	22.5	18.3	15.9	13.6	1.7	1.7	1.6	1.4
0836.HK	华润电力	HKD	19.04	916	12.1	10.9	9.0	7.6	1.0	1.0	0.9	0.9
1811.HK	中广核新能源	HKD	5.02	215	17.1	14.3	12.4	11.0	2.1	2.1	1.9	1.7
0182.HK	协合新能源	HKD	0.75	63	7.9	6.3	5.0	4.0	0.8	0.7	0.7	0.6
0956.HK	新天绿色能源	HKD	6.06	519	13.0	10.0	9.1	8.0	1.3	1.3	1.2	1.1
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.70	196	13.9	9.1	8.0	6.6	0.6	0.6	0.6	0.6
0991.HK	大唐发电	HKD	1.33	509	6.9	7.5	7.0	6.4	0.5	0.4	0.4	0.3
0902.HK	华能国际	HKD	3.72	1,010	20.7	7.2	7.0	6.5	0.4	0.4	0.4	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	2.79	472	5.6	4.7	3.9	4.1	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>平均</b>					<b>13.3</b>	<b>9.8</b>	<b>8.6</b>	<b>7.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
2380.HK	中国电力	HKD	2.97	291	14.5	10.4	8.8	7.1	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**
**损益表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	27,763	28,428	31,032	33,389	36,261
经营成本	(11,658)	(10,876)	(12,399)	(13,019)	(13,670)
其他收入	279	284	298	313	329
行政费用	(2,454)	(2,943)	(2,796)	(3,020)	(3,261)
财务开支	(3,017)	(2,873)	(3,067)	(3,322)	(3,635)
应占联营公司利润	225	284	298	313	329
其他开支	(2,500)	(2,128)	(2,170)	(2,214)	(2,258)
<b>税前盈利</b>	2,714	3,826	4,913	5,848	7,179
所得税	(513)	(901)	(1,156)	(1,376)	(1,690)
少数股东应占利润	917	1,217	1,427	1,699	2,086
<b>归属股东净利润</b>	1,284	1,708	2,329	2,772	3,403
折旧及摊销	(4,818)	(5,321)	(5,316)	(5,582)	(5,861)
<b>EBITDA</b>	10,046	11,453	12,699	14,126	16,017
<b>增长</b>					
总收入 (%)	20%	2%	9%	8%	9%
EBITDA (%)	25%	14%	11%	11%	13%

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金	1,238	1,316	2,088	2,546	3,792
应收账款	3,413	7,286	5,829	5,945	6,064
存货	690	698	712	726	740
其他流动资产	3,011	4,821	5,144	5,364	5,464
<b>流动资产</b>	8,352	14,121	13,773	14,581	16,060
固定资产	99,045	112,955	115,214	117,518	119,869
其他固定资产	28,266	24,888	25,340	25,805	26,286
<b>非流动资产</b>	127,311	137,843	140,554	143,324	146,154
<b>总资产</b>	140,290	155,949	154,326	157,905	162,214
<b>流动负债</b>	32,437	40,556	39,743	39,355	38,700
应付帐款	874	994	1,014	1,034	1,055
短期银行贷款	11,333	21,212	19,091	17,182	15,464
其他短期负债	20,230	18,350	19,639	21,139	22,181
<b>非流动负债</b>	59,621	66,881	68,882	69,366	70,055
长期银行贷款	22,547	45,359	47,627	48,580	49,551
其他负债	37,074	21,522	21,255	20,786	20,504
<b>总负债</b>	95,156	110,159	108,626	108,721	108,755
少数股东权益	14,813	12,392	13,106	13,955	14,998
<b>股东权益</b>	30,320	33,398	32,595	35,228	38,461
每股账面值(人民币元)	3.09	3.41	3.32	3.59	3.92
营运资金	(24,085)	(26,435)	(25,971)	(24,774)	(22,640)

**财务分析**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	36%	40%	41%	42%	44%
净利率 (%)	5%	6%	8%	8%	9%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	9%	10%	9%	9%	9%
实际税率 (%)	19%	24%	24%	24%	24%
股息支付率 (%)	98%	75%	75%	75%	75%
营业周期	40	68	60	60	60
应付账款天数	221	261	233	227	220
应收账款天数	40	68	60	60	60
ROE (%)	4%	5%	7%	8%	9%
ROA (%)	1%	1%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.1	2.0	2.0	1.8	1.6
收入/总资产	0.20	0.18	0.20	0.21	0.22
总资产/股本	4.63	4.67	4.73	4.48	4.22
收入对利息倍数	9.2	9.9	10.1	10.0	10.0

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	10,046	11,453	12,699	14,126	16,017
融资成本	2,609	(3,050)	(2,526)	(1,954)	(3,133)
营运资金变化	(6,866)	(2,350)	464	1,197	2,135
所得税	(630)	(551)	(1,156)	(1,376)	(1,690)
<b>营运现金流</b>	5,158	5,502	9,481	11,993	13,329
资本开支	(16,202)	(16,221)	(13,800)	(14,000)	(13,335)
其他投资活动	385	453	674	742	824
<b>投资活动现金流</b>	(15,817)	(15,768)	(13,126)	(13,258)	(12,511)
负债变化	10,829	11,947	147	(957)	(247)
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(1,079)	(1,272)	1,275	1,186	1,680
其他融资活动	298	(328)	3,000	1,500	(1,001)
<b>融资活动现金流</b>	10,048	10,347	4,422	1,729	433
<b>现金变化</b>	(611)	80	776	464	1,251
期初持有现金	1,855	1,239	1,318	2,088	2,546
汇率变动	(5)	(1)	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	1,239	1,318	2,088	2,546	3,792

### 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。