

买入

加速清洁能源转型，2022 年盈利改善

中国电力 (2380.HK)

2022-01-24 星期一

投资要点

目标价: **5.88 港元**
 现价: 4.50 港元
 预计升幅: 31%

➤ 出售中电神头火电资产，加速清洁能源转型：

2021 年 11 月 26 日，公司全资子公司山西神头以 2.06 亿元对价将旗下中电神头 40% 股权出售给新成立的天津东富增效投资管理中心（有限合伙）。出售事项完成后，公司不再拥有中电神头的控制权。中电神头持有两台位于山西省的燃煤发电机组 1,200 兆瓦，近两年处于亏损状态。公司通过处置火电资产，有利盈利改善并实现加速向清洁能源转型。

➤ 电价上涨空间逐渐打开，利好发电企业：

自《电价市场化改革通知》以来，全国已有广东、江苏、浙江等 10 余个省份对明年电力市场化交易工作进行部署。目前江苏 2022 年度电力交易均价 466.69 元/MWh，上浮 18.38%。广东 2022 年度双边电力交易均价 497.04 元/MWh，上浮 10.99%。随着电价市场化改革的持续推进，市场化电量交易规模的扩大，电价上浮空间逐渐打开，发电企业将受益。

➤ 预期 2022 年火电盈利改善：

2022 年动力煤长协价格实行每月调整的机制，下水煤合同基准价暂按 5500 大卡动力煤 700 元/吨签订，波动区间扩大至 550—850 元/吨，较 2021 年的价格中枢明显下移。此外，长协范围进一步扩大，其中需求端要求发电供热企业除进口煤以外的用煤，100% 签订长协。随着煤炭长协机制的完善，煤炭成本波动将减少，有利于公司火电板块扭亏为盈。

➤ 维持买入评级，目标价 5.88 港元：

受益更高的的市场电价和较低的单位煤炭成本，预计 2022 年公司火电板块盈利将改善。我们更新公司盈利预测，并给予公司目标价 5.88 港元，相当于 2022 年 23 倍 PE 和 1.4 倍 PB 水平，目标价较现价有 31% 上升空间，维持买入评级。

重要数据

日期	2022-01-21
收盘价 (港元)	4.50
总股本 (百万股)	10,833
总市值 (百万港元)	48,749
净资产 (百万元)	46,267
总资产 (百万元)	169,187
52 周高低 (港元)	5.67 / 1.35
每股净资产 (元)	3.1

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 (26.16%)
 中国电力发展有限公司 (24.57%)
 国家电投香港财资 (3.62%)

相关报告

深度报告-20200521
 更新报告-20201117
 更新报告-20210909
 更新报告-20210917

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU937
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gzyq.com.hk

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	27,763	28,428	31,186	33,559	36,435
同比增长 (%)	19.8%	2.4%	9.7%	7.6%	8.6%
净利润	1,284	1,708	950	2,060	3,349
同比增长 (%)	16.9%	33.0%	-44.4%	116.8%	62.6%
每股盈利 (元)	0.13	0.17	0.10	0.21	0.34
PE@4.50HKD	28.3	21.6	38.2	17.6	10.8
每股股息 (港元)	0.13	0.13	0.14	0.17	0.19
股息率	3.5%	3.5%	3.8%	4.6%	5.2%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

长协机制有效平抑煤价，降低公司成本波动：

2021年年底，2022年煤炭中长期合同签订履约工作方案落地，“基准价+浮动价”的定价机制不变。新一年动力煤长协价格实行每月调整的机制。全国煤炭交易中心、中国煤炭工业协会根据价格机制，定期测算每月中长期合同价格，上报国家发改委审核确认后，于每月最后一个工作日对外发布。下水煤合同基准价暂按5500大卡动力煤700元/吨签订，虽较2021年调高31%，但波动区间扩大至550—850元/吨，较2021年的价格中枢明显下移。此外，2022年煤炭长协签订范围进一步扩大。核定产能在30万吨及以上的煤矿，原则上均被纳入供应端，需求端则要求发电供热企业除进口煤以外的用煤，100%签订长协。随着煤炭中长期合同签订范围的扩大，多数需求将由中长期合同定价，市场大幅波动的概率下降。我们认为随着煤炭长协机制的完善，煤炭成本波动将减少，有利于降低火电企业成本的波动性，增强火电企业的盈利稳定性。

电价上涨空间逐渐打开，利好发电企业：

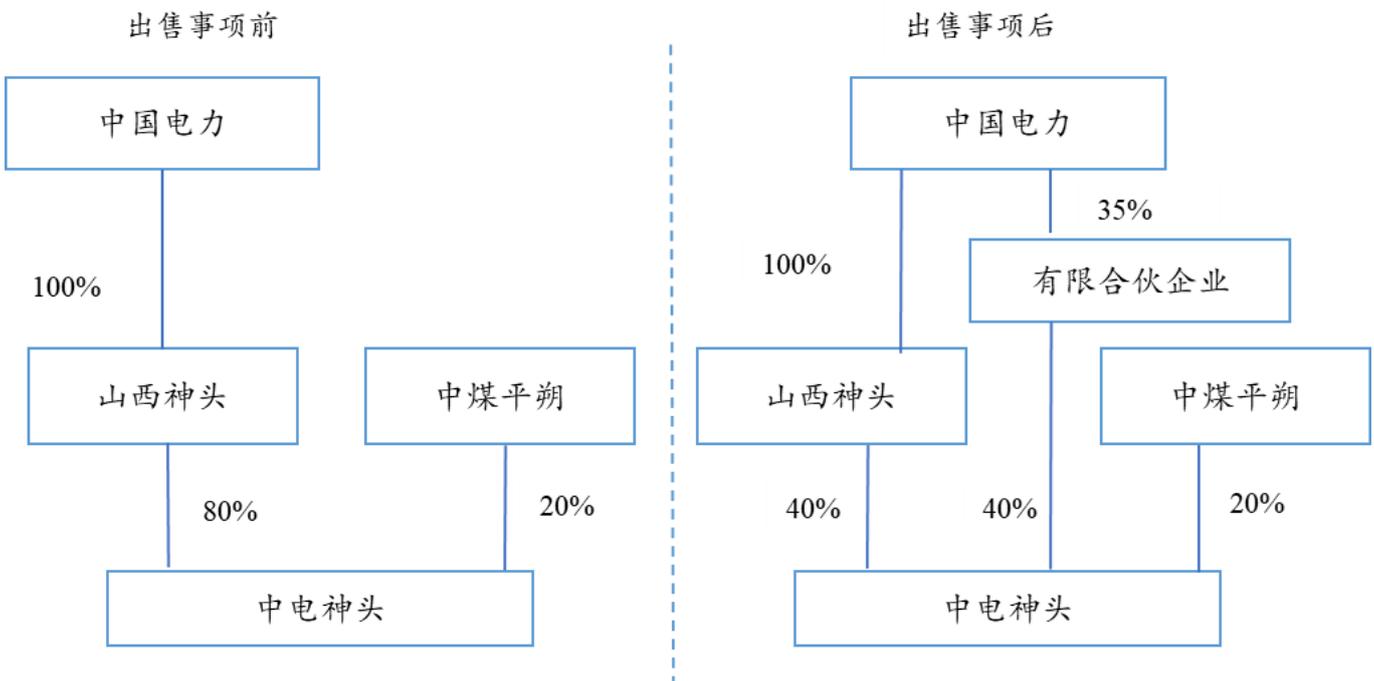
2021年10月12日，发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，明确要求将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。自《通知》以来，全国已有北京、广东、江苏、山东、陕西、宁夏、浙江等10余个省份对明年的电力市场化交易工作进行了部署。其中江苏和广东率先行动，据北极星电力网数据显示，江苏2022年度电力交易均价466.69元/兆瓦时，其中绿电交易均价462.88元/兆瓦时，上浮18.38%（0.072元）。广东2022年度双边电力交易均价497.04元/兆瓦时，可再生能源电力均价为513.89元/兆瓦时，上浮10.99%（0.051元）。我们认为，随着电价市场化改革的持续推进，市场化电量交易规模的扩大，电价上浮空间逐渐打开，发电企业将持续受益。

出售中电神头火电资产，加速清洁能源转型：

2021年11月26日，公司与东银天津、东方资管及国家电投资管签订合作协议成立有限合伙企业收购公司拥有80%权益的间接附属公司（中电神头）的股权。公司作为有限合伙人将出资约人民币2.68亿元，占比35%；公司全资子公司山西神头以2.06亿元（按中电神头9月30日净资产计算，对应PB为1.31倍，远高于同期公司整体PB）对价将旗下中电神头（持有山西省2台燃煤发电机组，装机容量1,200MW）40%股权出售给有限合伙企业。转让事项完成后，公司将透过山西神头间接持有中电神头40%股权及透过有限合伙企业间接持有中电神头14%股权。未来公

公司将不再将中电神头并入报表中而是转为合营企业，权益法计入。本次出售事项预计给公司带来人民币 1.7 亿元收益。公司通过处置低效资产，优化公司财务结构，提升公司整体资产质量，同时回笼部分现金，有利于未来新能源项目的开发建设，实现公司计划到 2021 年清洁能源装机占比接近 60%，2023 年装机占比超过 70%，收入占比超过 50%，2025 年清洁能源装机占比超过 90%，收入占比超过 70%；到 2030 年境内清洁能源装机占比超过 95%，境外电力装机 100%为清洁能源的目标。

图 1：中电神头出售前后股权变化情况



数据来源：国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 5.88 港元：

受益更高的市场电价和较低的单位煤炭成本，预计 2022 年公司火电板块盈利将改善。我们看好公司加速向清洁能源转型，更新公司盈利预测，并给予公司目标价 5.88 港元，相当于 2022 年 23 倍 PE 和 1.4 倍 PB 水平，目标价较现价有 31% 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

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
	0836.HK	华润电力	HKD	21.30	1,025	13.5	13.8	10.0	8.5	1.1	1.1	1.1	1.0
	1811.HK	中广核新能源	HKD	6.30	270	21.5	15.1	12.3	11.1	2.7	2.5	2.2	1.9
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.75	67	8.4	6.5	5.2	4.1	0.8	0.8	0.7	0.6
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	5.25	544	12.2	8.0	7.2	6.5	1.5	1.2	1.0	0.9
	1798.HK	大唐新能源	HKD	3.18	231	16.4	10.5	9.3	7.6	1.5	0.7	0.6	0.7
	0916.HK	龙源电力	HKD	16.84	562	25.1	7.5	7.0	6.4	2.1	0.4	0.4	0.3
	0902.HK	华能国际电力股份	HKD	4.54	1,320	25.2	9.3	8.8	8.2	0.9	0.4	0.4	0.4
	1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.06	509	6.1	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
	平均					16.1	8.8	7.5	6.5	1.4	0.9	0.8	0.7
	2380.HK	中国电力	HKD	4.50	488	24.0	35.8	16.5	10.2	1.2	1.1	1.0	0.9

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
收入	27,763	28,428	31,186	33,559	36,435
经营成本	(11,658)	(10,876)	(15,444)	(14,672)	(13,938)
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)	(3,084)	(3,341)	(3,654)
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)
税前盈利	2,714	3,826	2,004	4,346	7,065
所得税	(513)	(901)	(472)	(1,023)	(1,663)
少数股东应占利润	917	1,217	582	1,263	2,053
归属股东净利润	1,284	1,708	950	2,060	3,349
折旧及摊销	(4,818)	(5,321)	(5,316)	(5,582)	(5,861)
EBITDA	10,046	11,453	9,808	12,643	15,922
增长					
总收入 (%)	20%	2%	10%	8%	9%
EBITDA (%)	25%	14%	-14%	29%	26%

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	5,077	6,849	10,827
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
流动资产	8,352	14,121	16,761	18,884	23,095
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
非流动资产	127,311	137,843	140,554	143,324	146,154
总资产	140,290	155,949	157,314	162,208	169,249
流动负债	32,437	40,556	44,464	46,285	48,429
应付帐款	874	994	1,014	1,034	1,055
短期银行贷款	11,333	21,212	22,273	21,828	21,391
其他短期负债	20230	18350	21177	23424	25984
非流动负债	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
总负债	95,156	110,159	113,346	115,651	118,485
少数股东权益	14,813	12,392	12,683	13,315	14,341
股东权益	30,320	33,398	31,285	33,242	36,424
每股账面值(人民币元)	3.09	3.41	3.19	3.39	3.71
营运资金	(24,085)	(26,435)	(27,703)	(27,401)	(25,334)

财务分析

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	36%	40%	31%	38%	44%
净利率 (%)	5%	6%	3%	6%	9%
营运表现					
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	187	201	216
应收账款天数	40	68	60	60	60
ROE (%)	4%	5%	3%	6%	9%
ROA (%)	1%	1%	1%	1%	2%
财务状况					
净负债/股本	1.1	2.0	2.1	1.9	1.7
收入/总资产	0.20	0.18	0.20	0.21	0.22
总资产/股本	4.63	4.67	5.03	4.88	4.65
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
EBITDA	10,046	11,453	9,808	12,643	15,922
融资成本	2,609	(3,050)	(811)	(1,078)	(3,084)
营运资金变化	(6,866)	(2,350)	(1,268)	302	2,067
所得税	(630)	(551)	(472)	(1,023)	(1,663)
营运现金流	5,158	5,502	7,257	10,844	13,242
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
投资活动现金流	(15,817)	(15,768)	(13,126)	(13,258)	(12,511)
负债变化	10,829	11,947	3,329	507	1,035
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)	5,030	2,500	536
融资活动现金流	10,048	10,347	9,633	4,193	3,252
现金变化	(611)	80	3,764	1,779	3,983
期初持有现金	1,855	1,239	1,318	5,077	6,849
汇率变动	(5)	(1)	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	1,239	1,318	5,077	6,849	10,827

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。