

买入

火电盈利弹性可期，分拆绿电回 A 提升估值

华润电力 (0836.HK)

2023-04-13 星期四

投资要点

目标价: **24 港元**
 现价: 17.1 港元
 预计升幅: 40%

➤ 2023 年火电盈利反转，弹性可期：

2022 年，公司可再生能源业务核心利润贡献为 86.45 亿港元（2021 年：89.26 亿港元），火电业务核心亏损为 25.82 亿港元（2021 年：亏损 59.42 亿港元）。公司 2022 年已签中长协煤 9,088 万吨，2022H1 兑现率 76%，2022H2 提升到 86%。2023 年公司长协煤签订超过 1 亿吨，覆盖率达到 105%，同时公司通过多种组合拳采购策略，将有效控制电煤成本，预期 23 年公司盈利反转弹性可期。

重要数据

日期	2023-04-13
收盘价 (港元)	17.1
总股本 (百万股)	4,810
总市值 (亿港元)	732
净资产 (百万元)	82,251
总资产 (百万元)	283,388
52 周高低 (港元)	18.06/11.22
每股净资产 (港元)	17.1

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 2023 年目标新增风光装机 7GW，显著提速：

2022 年，公司新增风光并网装机量 3,252MW，新投产风电和光伏权益装机量分别为 1,175MW 和 387MW；新投产火电权益装机 3,021MW。2022 年公司新核准/备案约 6.67GW 风电和 18.26GW 光伏项目。2023 年目标新增风光装机 7GW，火电 1544.2MW。2023 年全年总资本开支约 450 亿港元，其中约 306 亿港元用于风光电站的建设；约 70 亿港元用于火电机组建设，约 55 亿港元用于综合能源及其他项目的建设。

➤ 分拆绿电回 A，有利提升公司整体估值：

公司公告将分拆华润新能源于国内 A 股上市，是在充分考虑十四五新能源增长目标，融资规模，估值以及股东利益最大化等做出的最优选方案。预期绿电板块回 A 后，将开启快速增长通道，华润电力 (836 HK) 作为控股公司，将享有绿电板块高成长和高估值红利；同时保留的核心火电以及具增长潜力的综合能源业务也有望迎来价值重估。

主要股东

华润集团 (电力) 有限公司 (62.93%)

相关报告

深度报告-20210608

更新报告-20220124

更新报告-20220322

更新报告-20220818

➤ 维持买入评级，提高目标价至 24 港元：

我们提高公司目标价至 24 港元，相当于 2023 年和 2024 年 10 倍和 8.4 倍 PE，目标价较现价有 40% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	89,800	103,305	109,560	117,065	126,704
变动(%)	29.1%	15.0%	6.1%	6.8%	8.2%
归属股东净利润	1,593	7,042	11,523	13,728	16,216
变动(%)	-79.0%	342.2%	63.6%	19.1%	18.1%
每股盈利(港元)	0.33	1.46	2.40	2.85	3.37
PE@17.1HKD	51.6	11.7	7.1	6.0	5.1
每股股息(港元)	0.295	0.586	0.959	1.142	1.349
股息率(%)	1.73%	3.43%	5.61%	6.68%	7.89%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

報告正文

2023 年火电盈利反转，弹性可期：

2022 年，公司可再生能源业务核心利润贡献为 86.45 亿港元（2021 年：89.26 亿港元），火电业务核心亏损为 25.82 亿港元（2021 年：亏损 59.42 亿港元）。受益煤电市场化交易占比提升，电价上浮以及政府电煤价格管控，预期 23 年火电行业盈利将逐步恢复。

公司 2022 年已签中长协煤 9,088 万吨，2022H1 兑现率 76%，2022H2 提升到 86%。2023 年公司长协煤签订超过 1 亿吨，覆盖率达到 105%，同时公司通过多种组合拳采购策略，将有效控制电煤成本，预期 23 年公司盈利反转弹性可期。

2023 年目标新增风光装机 7GW，显著提速：

2022 年，公司新增风光并网装机量 3,252MW，新投产风电和光伏权益装机量分别为 1,175MW 和 387MW；新投产火电权益装机 3,021MW。2022 年公司新核准/备案约 6.67GW 风电和 18.26GW 光伏项目。

2023 年目标新增风光装机 7GW，火电 1544.2MW。2023 年全年总资本开支约 450 亿港元，其中约 306 亿港元用于风光电站的建设；约 70 亿港元用于火电机组建设，约 55 亿港元用于综合能源及其他项目的建设。

分拆绿电回 A，有利提升公司整体估值：

公司公告将分拆华润新能源于国内 A 股上市，是在充分考虑十四五新能源增长目标，融资规模，估值以及股东利益最大化等做出的最优选方案，预期绿电板块回 A 后，将开启快速增长通道，公司作为控股公司，将享有绿电板块高成长高估值红利；而保留的核心火电以及具增长潜力的综合能源业务也有望迎来价值重估。

维持买入评级，提高目标价至 24 港元：

我们更新公司盈利预期，并提高公司目标价至 24 港元，相当于 2023 年和 2024 年 10 倍和 8.4 倍 PE，目标价较现价有 40% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

新能源新增装机不及预期

煤炭价格大幅上涨

分拆 A 股上市进展不及预期

表 1: 行业估值

发电行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
火电	0991.HK	大唐发电	HKD	1.46	508	-73.2	-	-	-	0.9	-	-	-
	0902.HK	华能国际电力股份	HKD	4.29	1,296	-7.5	6.6	5.4	5.2	0.5	0.5	0.5	0.4
	1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.32	604	-952.9	5.1	5.1	5.0	0.8	0.4	0.4	0.4
	2380.HK	中国电力	HKD	3.11	385	13.0	8.5	8.5	5.3	0.7	0.7	0.6	0.5
平均						-255.2	6.7	6.3	5.2	0.7	0.5	0.5	0.4
风电	2208.HK	金风科技	HKD	6.67	488	10.6	7.6	6.5	6.4	0.7	0.6	0.6	0.6
	0916.HK	龙源电力	HKD	8.74	1,297	12.8	7.1	5.9	5.8	1.0	0.9	0.9	0.8
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.70	60	6.2	4.4	3.4	2.5	0.7	0.6	0.6	0.5
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.38	307	5.5	4.4	3.9	3.2	0.7	0.5	0.5	0.4
平均						8.8	5.9	4.9	4.5	0.8	0.6	0.6	0.6
	0836.HK	华润电力	HKD	17.10	823	51.6	11.7	7.1	6.0	1.0	0.9	0.8	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

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	89,800	103,305	109,560	117,065	126,704
营业支出	(87,041)	(93,920)	(94,486)	(98,918)	(105,027)
其他经营收入	2,812	1,982	3,431	3,666	3,968
其他经营净收益	(92)	2,184	147	231	254
营业利润	5,479	13,551	18,652	22,043	25,899
财务费用	(3,760)	(3,890)	(4,406)	(5,043)	(5,777)
应占联营公司损益	241	(113)	206	218	217
应占共同控制实体损益	(119)	(87)	100	101	102
除税前溢利	1,842	9,461	14,552	17,319	20,440
所得税	(958)	(1,906)	(2,931)	(3,488)	(4,117)
少数股东应占利润	(1,172)	93	98	103	108
归属股东净利润	1,593	7,042	11,523	13,728	16,216
折旧及摊销	14,598	14,430	18,031	20,556	23,279
EBITDA	(17,611)	(23,798)	(32,485)	(37,772)	(43,611)
增长					
总收入 (%)	29%	15%	6%	7%	8%
净利润 (%)	-79%	342%	64%	19%	18%

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
毛利率 (%)	2%	29%	29%	32%	32%
EBITDA 利率 (%)	-20%	-23%	-30%	-32%	-34%
净利率 (%)	2%	7%	11%	12%	13%
营运表现					
实际税率 (%)	52%	20%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	89%	40%	40%	40%	40%
库存周转	19	19	19	19	19
应付账款天数	221	221	221	221	221
应收账款天数	165	165	165	165	165
ROE (%)	2%	8%	11%	12%	13%
ROA (%)	1%	2%	3%	4%	4%
财务状况					
总资产负债率 (%)	63%	65%	69%	69%	69%
净负债/股本	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6
收入/总资产	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
总资产/股本	3.3	3.1	3.5	3.5	3.5
收入对利息倍数	23.9	26.6	24.9	23.2	21.9

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	7,934	7,721	7,898	8,645	10,055
应收账款	37,769	35,616	49,507	52,898	57,254
存货	6,748	4,582	4,055	4,172	4,547
其他流动资产	1,490	712	747	785	824
流动资产	53,941	48,631	62,206	66,500	72,680
固定资产	192,953	191,356	247,237	273,948	307,683
其他固定资产	40,461	41,349	42,066	42,897	43,829
非流动资产	233,415	232,705	289,303	316,846	351,512
总资产	287,355	283,388	351,509	383,346	424,192
流动负债	68,059	82,671	129,089	137,994	152,663
应付帐款	34,136	30,248	37,414	38,500	41,960
短期银行贷款	23,186	38,383	46,060	55,272	66,327
其他短期负债	10,737	14,039	45,616	44,221	44,377
非流动负债	112,245	99,951	113,677	126,987	141,782
长期银行贷款	105,310	93,322	104,521	117,063	131,111
其他负债	6,935	6,629	9,157	9,923	10,671
总负债	180,304	182,834	242,767	264,980	294,445
少数股东权益	18,663	7,651	8,033	8,435	8,857
股东权益	88,388	92,903	100,710	109,931	120,890
每股账面值(港元)	22.25	20.90	22.61	24.61	26.97
营运资金	(14,119)	(34,040)	(66,883)	(71,493)	(79,983)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	(17,611)	(23,798)	(32,485)	(37,772)	(43,611)
融资成本	3,760	3,890	4,406	5,043	5,777
营运资金变化	(10,587)	(595)	(6,142)	(2,205)	(963)
所得税	(2,285)	(1,863)	(2,931)	(3,488)	(4,117)
营运现金流	7,400	24,167	25,714	35,022	42,213
资本开支	(25,118)	(32,580)	(34,209)	(37,630)	(37,253)
其他投资活动	5,719	(1,267)	(568)	(553)	(534)
投资活动现金流	(19,398)	(33,847)	(34,776)	(38,182)	(37,788)
负债变化	27,920	62,229	57,251	56,106	50,495
股本变化	(0)	0	0	0	0
股息	1,419	2,819	4,612	5,495	6,491
其他融资活动	(14,612)	(54,890)	(52,625)	(57,694)	(60,002)
融资活动现金流	14,727	10,159	9,238	3,907	(3,015)
现金变化	2,728	478	176	747	1,410
期初持有现金	5,036	7,934	7,721	7,898	8,645
汇率变动	169	(691)	0	0	0
期末持有现金	7,934	7,721	7,898	8,645	10,055

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。