

买入

火电盈利稳定提升，风光装机指引不变

华润电力 (0836.HK)

2024-09-16 星期一

投资要点

目标价: **24 港元**
现价: 18.52 港元
预计升幅: 30%

➤ 煤价下行，火电全年盈利持续修复向上：

受益煤价下行，公司上半年单位燃料成本同比下降 10.7%，带来公司火电盈利显著修复，核心利润贡献为 27.15 亿港元（2023 年上半年为 7.26 亿港元）。考虑到去年下半年煤炭价格已处于低位，公司预计 2024 年下半年单位燃料成本降幅收窄，全年成本下降 6%-7%；电价方面，根据 2024 年中长期的电价，年度中长协电量占比 80%，中长协电价包含容量电价较标杆电价上浮 18.5%，预期 2024 年电价基本稳定。因此，煤价下行趋势下，加上容量电价和辅助服务政策的不断完善，公司火电业务盈利将稳定提升。后续重点关注 2025 年中长协电价签约情况。

重要数据

日期	2024-09-13
收盘价 (港元)	18.52
总股本 (百万股)	4,810
总市值 (亿港元)	891
净资产 (百万港元)	110,617
总资产 (百万港元)	346,778
52 周高低 (港元)	24.88/12.91
每股净资产 (港元)	18.81

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 短期风电盈利承压，全年维持新能源 10GW 新增装机指引：

上半年受风况不佳，限电上升，平均上网电价下行等多种因素影响，公司可再生能源业务核心利润贡献为 55.56 亿港元（2023 年上半年为 59.54 亿港元），同比下降 6.7%；上半年公司新增新能源并网装机 930MW，到 7 月底接近 1.1GW，公司维持全年 10GW 新增装机目标不变，主要集中在三四季度并网投产。

主要股东

华润集团 (电力) 有限公司 (62.93%)

➤ 分拆新能源上市、资产减值及派息等重点事项更新：

1) 公司就分拆华润新能源 A 股上市已经向监管机构递交了全套的相关材料，尚需等待合适的窗口期；2) 公司目前资产没有大额减值迹象；3) 派发中期息 0.455 港元，符合市场预期，全年继续保持 40% 派息率，并定期检讨派息政策，确保足够的市场竞争力。

相关报告

深度报告-20210608
更新报告-20220124
更新报告-20220322
更新报告-20220818
更新报告-20230413/20230825
更新报告-20240321

➤ 维持买入评级，更新目标价 24 港元：

我们更新公司目标价 24 港元，相当于 2024 年和 2025 年 8 倍和 7.1 倍 PE，目标价较现价有 30% 上升空间，维持买入评级。

研究部

姓名: 杨义琼
SFC: AXU943
电话: 0755-21516065
Email: yangyq@gyzq.com.hk

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	103,305	103,334	104,851	107,531	109,718
变动(%)	15.0%	0.0%	1.5%	2.6%	2.0%
归属股东净利润	7,042	11,003	14,378	16,221	19,059
变动(%)	342.2%	56.2%	30.7%	12.8%	17.5%
每股盈利(港元)	1.46	2.29	2.99	3.37	3.96
PE@18.52HKD	12.7	8.1	6.2	5.5	4.7
每股股息(港元)	0.586	1.415	1.196	1.349	1.585
股息率(%)	3.16%	7.64%	6.46%	7.28%	8.56%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

煤價下行，火電全年盈利持續修復向上：

受益煤價下行，公司上半年單位燃料成本同比下降 10.7%，帶來公司火電盈利顯著修復，核心利潤貢獻為 27.15 億港元（2023 年上半年為 7.26 億港元）。考慮到去年下半年煤炭價格已處於低位，公司預計 2024 年下半年單位燃料成本降幅收窄，全年成本下降 6%-7%；

電價方面，根據 2024 年中長期的電價，年度中長協電量占比 80%，中長協電價包含容量電價較標杆電價上浮 18.5%，預期 2024 年電價基本穩定。因此，煤價下行趨勢下，加上容量電價和輔助服務政策的不斷完善，公司火電業務盈利將穩定提升。後續重點關注 2025 年中長協電價簽約情況。

短期風電盈利承压，全年維持新能源 10GW 新增裝機指引：

上半年受風況不佳，限電上升，平均上網電價下行等多種因素影響，公司可再生能源業務核心利潤貢獻為 55.56 億港元（2023 年上半年為 59.54 億港元），同比下降 6.7%；上半年公司新增新能源并網裝機 930MW，到 7 月底接近 1.1GW，公司維持全年 10GW 新增裝機目標不變，主要集中在三四季度并網投產。

分拆新能源上市、資產減值及派息等重點事項更新：

1) 公司就分拆華潤新能源 A 股上市已經向監管機構遞交了全套的相關材料，尚需等待合適的窗口期；2) 公司目前資產沒有大額減值跡象；3) 派發中期息 0.455 港元，符合市場期待，全年繼續保持 40% 派息率，並定期檢討派息政策，確保足夠的市場競爭力。

維持買入評級，更新目標價至 24 港元：

我們更新公司目標價 24 港元，相當於 2024 年和 2025 年 8 倍和 7.1 倍 PE，目標價較現價有 30% 上升空間，維持買入評級。

風險提示：

新能源新增裝機不及預期

市場化交易電價下行

分拆 A 股上市進展不及預期

表 1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	4.11	968	7.0	5.0	4.8	4.5	0.9	0.4	0.4	0.4
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.78	539	7.6	5.5	5.4	5.0	0.8	0.8	0.8	0.8
2380.HK	中国电力	HKD	3.32	411	12.1	7.5	6.0	5.1	0.7	0.7	0.6	0.6
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.81	132	4.3	5.0	4.3	4.0	0.6	0.7	0.6	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	5.37	936	6.4	5.6	5.1	4.6	0.6	0.5	0.5	0.5
0182.HK	协合新能源	HKD	0.52	42	4.0	3.4	3.2	3.0	0.5	0.5	0.5	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.07	228	5.3	4.5	3.9	3.4	0.6	0.6	0.6	0.6
0991.HK	大唐发电	HKD	1.35	413	15.7	-	-	-	-	-	-	-
平均					7.8	5.2	4.7	4.2	0.7	0.6	0.6	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	18.52	891	8.1	6.2	5.5	4.7	1.0	1.0	0.9	0.8

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	103,305	103,334	104,851	107,531	109,718
营业支出	(93,920)	(87,380)	(84,538)	(84,303)	(82,440)
其他经营收入	1,982	2,030	3,283	3,367	3,436
其他经营净收益	2,184	214	242	267	288
营业利润	13,551	18,198	23,839	26,863	31,002
财务费用	(3,890)	(4,241)	(5,293)	(5,985)	(6,554)
应占联营公司损益	(113)	1,183	381	407	442
应占共同控制实体损益	(87)	358	101	102	103
除税前溢利	9,461	15,499	19,027	21,386	24,993
所得税	(1,906)	(3,389)	(3,832)	(4,307)	(5,034)
少数股东应占利润	93	778	817	858	901
归属股东净利润	7,042	11,003	14,378	16,221	19,059
折旧及摊销	14,430	14,720	14,389	16,295	18,354
EBITDA	(23,798)	(29,441)	(32,599)	(36,824)	(42,446)
增长					
总收入 (%)	15%	0%	1%	3%	2%
净利润 (%)	342%	56%	31%	13%	17%

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	29%	35%	34%	33%	0%
EBITDA 利率 (%)	-23%	-28%	-31%	-34%	-39%
净利率 (%)	7%	11%	14%	15%	17%
营运表现					
实际税率 (%)	20%	22%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	40%	62%	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 (%)	8%	12%	13%	13%	14%
ROA (%)	2%	3%	4%	4%	4%
财务状况					
总资产负债率 (%)	65%	68%	69%	69%	69%
净负债/股本	1.3	1.6	1.5	1.6	1.6
收入/总资产	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
总资产/股本	3.1	3.4	3.5	3.5	3.5
收入对利息倍数	26.6	24.4	19.8	18.0	16.7

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	7,722	4,083	5,803	5,957	6,460
应收账款	35,616	40,467	37,903	38,872	39,663
存货	4,582	4,017	3,644	3,772	3,807
其他流动资产	712	1,050	1,103	1,158	1,216
流动资产	48,631	49,617	48,454	49,759	51,145
固定资产	191,356	215,752	288,697	321,088	351,289
其他固定资产	41,349	57,026	57,516	58,765	60,451
非流动资产	232,705	272,779	346,213	379,853	411,740
总资产	283,388	322,396	394,667	429,612	462,886
流动负债	82,671	84,062	88,798	97,716	106,886
应付帐款	30,248	36,424	33,628	34,803	35,126
短期银行贷款	38,383	33,365	40,038	48,045	57,654
其他短期负债	14,039	14,273	15,132	14,868	14,106
非流动负债	99,951	133,787	182,501	198,965	211,792
长期银行贷款	93,322	125,827	140,869	156,493	166,337
其他负债	6,629	7,959	41,632	42,472	45,455
总负债	182,834	217,849	271,299	296,681	318,678
少数股东权益	7,651	8,909	9,355	9,822	10,313
股东权益	92,903	95,638	114,014	123,109	133,894
每股账面值(港元)	20.90	21.73	25.65	27.63	29.98
营运资金	(34,040)	(34,445)	(40,344)	(47,957)	(55,740)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(23,798)	(29,441)	(32,599)	(36,824)	(42,446)
融资成本	3,890	4,241	5,293	5,985	6,554
营运资金变化	(595)	(3,402)	222	291	(272)
所得税	(1,863)	(2,998)	(3,832)	(4,307)	(5,034)
营运现金流	24,167	28,869	35,808	40,314	45,215
资本开支	(32,580)	(38,777)	(49,634)	(55,094)	(60,603)
其他投资活动	(1,267)	(5,209)	464	531	606
投资活动现金流	(33,847)	(43,986)	(49,170)	(54,563)	(59,998)
负债变化	62,229	93,904	89,209	90,993	93,723
股本变化	0	0	0	0	0
股息	2,819	6,822	5,751	6,489	7,624
其他融资活动	(54,890)	(88,897)	(79,877)	(83,079)	(86,061)
融资活动现金流	10,159	11,829	15,083	14,402	15,286
现金变化	478	(3,287)	1,720	154	503
期初持有现金	7,934	7,722	4,083	5,803	5,957
汇率变动	(691)	(351)	0	0	0
期末持有现金	7,722	4,083	5,803	5,957	6,460

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。