

买入

风光水火协同发展，支撑业绩稳定增长

中国电力 (2380.HK)

2024-09-26 星期四

投资要点

目标价: **4.50 港元**  
现价: 3.58 港元  
预计升幅: 26%

重要数据

日期	2024-09-25
收盘价 (港元)	3.58
总股本 (亿股)	124
总市值 (亿港元)	443
净资产 (百万元)	100,271
总资产 (百万元)	325,581
52 周高低 (港元)	4.27 / 2.62
每股净资产 (港元)	4.93

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 (22.91%)  
中国电力发展有限公司 (21.52%)  
中国电力(新能源)控股有限公司 (14.85%)

相关报告

深度报告-20200521/1117  
更新报告-20210909/0917  
更新报告-20220123/20220319  
更新报告-20220830/20221010  
更新报告-20230418/20230718  
更新报告-20230906/20240415

研究部

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

➤ 2024 年前 8 月风光售电量强劲增长，全年利润高增长可期:

经初步统计，公司 2024 年 8 月总售电量为 11,186,433 兆瓦时，同比增长 22.30%；2024 年前 8 月总售电量为 87,773,648 兆瓦时，同比增长 31.24%。其中公司风电和光伏售电量增长强劲，分别同比增长 70.22%和 78.13%，前 8 月风电和光伏累计售电量分别同比增长 57.74%和 92.67%，上半年公司风光板块净利润分别同比增长 34.87%和 46.47%，主要受益去年收购母公司资产包增量利润贡献，预计全年风光利润保持高增长。

➤ 8 月火电同比实现正增长，受益煤价下行，预期火电利润表现良好:

8 月公司控股和合联营燃煤电厂售电量均实现正增长，分别同比增长 6.11%和 1.87%（7 月分别同比下降 16.31%和 13.46%）；前 8 月公司控股和合联营燃煤电厂售电量分别同比下降 1.33%和 7.66%，但下降幅度较前 7 月已有所收窄（前 7 月累计分别同比下降 2.51%和 9.17%）。受益煤价上行，上半年公司燃煤成本下降 8.01%，上半年火电实现净利润为人民币 11.08 亿元，同比增长 97.23%，随着水电出力减弱，预计下半年火电利用小时数将回升，全年火电业绩将持续改善。

➤ 8 月水电售电量环比回落，预计全年水电发电量增长 80%左右:

今年二季度以来，公司水电所在的沿江区域来水颇丰，6 月和 7 月达到历史最高水平。上半年公司水电扭亏为盈利，实现净利润为人民币 7.66 亿元，同比增长 621.90%；虽然 8 月环比回落，但预计 2024 年全年水电发电量 210-220 亿，同比增长 76%-85%。

➤ 维持买入评级，提升目标价至 4.50 港元:

我们更新公司盈利预测并提升公司目标价至 4.50 港元，对应 2024 年和 2025 年 10 倍和 8 倍 PE，目标价较现价+32%上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	43,689	44,262	51,673	58,027	63,588
同比增长(%)	25.8%	1.3%	16.7%	12.3%	9.6%
净利润	2,481	2,660	4,944	6,326	7,340
同比增长(%)	581.1%	7.2%	85.9%	27.9%	16.0%
每股盈利 (元)	0.22	0.22	0.40	0.51	0.59
PE@3.58HKD	14.7	15.0	8.1	6.3	5.5
每股股息 (元)	0.11	0.13	0.20	0.26	0.30
股息率	3.4%	4.1%	6.2%	7.9%	9.2%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2024 年前 8 月风光售电量强劲增长，全年利润高增长可期：

经初步统计，公司 2024 年 8 月总售电量为 11,186,433 兆瓦时，同比增长 22.30%；2024 年前 8 月总售电量为 87,773,648 兆瓦时，同比增长 31.24%。其中公司风电和光伏售电量增长强劲，分别同比增长 70.22%和 78.13%，前 8 月风电和光伏累计售电量分别同比增长 57.74%和 92.67%。

上半年公司风光板块净利润分别同比增长 34.87%和 46.47%，主要受益去年收购母公司资产包增量利润贡献，预计全年风光利润保持高增长。

### 8 月火电同比实现正增长，受益煤价下行，预期火电利润表现良好：

8 月公司控股和合联营燃煤电厂售电量均实现正增长，分别同比增长 6.11%和 1.87%（7 月分别同比下降 16.31%和 13.46%）；前 8 月公司控股和合联营燃煤电厂售电量分别同比下降 1.33%和 7.66%，但下降幅度较前 7 月已有所收窄（前 7 月累计分别同比下降 2.51%和 9.17%）。受益煤价上行，上半年公司燃煤成本下降 8.01%，上半年火电实现净利润为人民币 11.08 亿元，同比增长 97.23%，随着水电出力减弱，预计下半年火电利用小时数将回升，全年火电业绩将持续改善。

### 8 月水电售电量环比回落，预计全年水电发电量增长 80%左右：

今年二季度以来，公司水电所在的沿江区域来水颇丰，6 月和 7 月达到历史最高水平。上半年公司水电扭亏为盈利，实现净利润为人民币 7.66 亿元，同比增长 621.90%；虽然 8 月环比回落，但预计 2024 年全年水电发电量 210-220 亿，同比增长 76%-85%。

### 维持买入评级，提升目标价至 4.50 港元：

我们更新公司盈利预测并提升公司目标价至 4.50 港元，对应 2024 年和 2025 年 10 倍和 8 倍 PE，目标价较现价+32%上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

煤价上涨超出预期

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

限电率上升

电价下调

**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
0836.HK	华润电力	HKD	19.32	929	8.4	6.4	5.5	4.8	1.1	1.0	0.9	0.8
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.30	99	4.7	-	-	-	0.8	-	-	-
0182.HK	协合新能源	HKD	0.62	50	4.7	4.1	3.8	3.6	0.6	0.6	0.5	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.29	289	5.7	4.8	4.2	3.6	0.6	0.6	0.6	0.6
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.67	121	4.0	4.7	4.3	3.9	0.6	0.6	0.5	0.5
0916.HK	龙源电力	HKD	5.79	1,198	6.9	4.9	4.2	4.3	0.6	0.5	0.7	0.0
0902.HK	华能国际	HKD	5.21	1,472	8.9	4.6	4.3	0.0	1.3	0.5	0.5	0.0
1071.HK	华电国际	HKD	4.72	786	9.5	6.8	6.6	6.2	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>平均</b>					<b>6.6</b>	<b>5.2</b>	<b>4.7</b>	<b>3.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>
<b>2380.HK</b>	<b>中国电力</b>	HKD	3.23	400	13.6	6.9	5.5	4.7	0.7	0.7	0.7	0.6

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	43,689	44,262	51,673	58,027	63,588
经营成本	(22,726)	(16,801)	(20,497)	(22,547)	(24,351)
其他收入	747	2,320	2,436	2,557	2,685
行政费用	(3,840)	(4,639)	(5,010)	(5,411)	(5,843)
财务开支	(4,107)	(3,995)	(5,402)	(6,098)	(6,707)
应占联营公司利润	(155)	505	530	557	584
其他开支	(2,841)	(4,145)	(4,228)	(4,313)	(4,399)
<b>税前盈利</b>	3,344	5,427	7,924	10,138	11,763
所得税	(659)	(893)	(1,585)	(2,028)	(2,353)
少数股东应占利润	37	1,449	949	1,317	1,579
<b>归属股东净利润</b>	2,481	2,660	4,944	6,326	7,340
折旧及摊销	(7,661)	(9,081)	(9,989)	(10,987)	(12,086)
<b>EBITDA</b>	14,521	15,677	20,349	24,109	27,287
<b>增长</b>					
总收入 (%)	26%	1%	17%	12%	10%
EBITDA (%)	44%	8%	30%	18%	13%

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	4,228	5,739	6,467	5,675	6,272
应收账款	12,635	25,235	25,740	26,255	26,780
存货	1091	2380	2428	2476	2526
其他流动资产	12,932	12,288	12,534	12,784	13,040
<b>流动资产</b>	30,886	45,642	47,169	47,190	48,618
固定资产	142,306	202,556	209,402	220,291	231,306
其他固定资产	38,213	57,609	58,752	59,928	61,136
<b>非流动资产</b>	180,519	260,165	268,154	280,219	292,442
<b>总资产</b>	211,405	305,807	315,323	327,409	341,060
<b>流动负债</b>	45,925	75,171	78,669	83,297	88,980
应付账款	2,566	3,823	3,900	3,978	4,057
短期银行贷款	16,727	19,629	19,236	18,851	18,474
其他短期负债	26632	51719	55533	60468	66448
<b>非流动负债</b>	96,890	135,615	136,937	138,384	139,379
长期银行贷款	62,212	99,652	101,645	103,678	105,751
其他负债	34,678	35,963	35,292	34,706	33,628
<b>总负债</b>	142,815	210,786	215,605	221,681	228,359
少数股东权益	21,621	41,381	41,381	41,381	41,381
<b>股东权益</b>	46,969	53,640	58,337	64,346	71,320
每股账面值(人民币元)	3.40	3.41	3.82	4.36	4.98
营运资金	(15,039)	(29,528)	(31,500)	(36,107)	(40,362)

**财务分析**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率	33%	35%	39%	42%	43%
净利率 (%)	6%	6%	10%	11%	12%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	9%	10%	10%	9%	9%
实际税率 (%)	20%	16%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	75%	75%	175%	275%	375%
营业周期	60	60	61	62	63
应付账款天数	234	441	369	342	0
应收账款天数	60	60	61	62	63
ROE (%)	5%	5%	8%	10%	10%
ROA (%)	1%	1%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.6	2.1	2.0	1.8	1.7
收入/总资产	0.21	0.14	0.16	0.18	0.19
总资产/股本	4.50	5.70	5.41	5.09	4.78
收入对利息倍	10.6	11.1	9.6	9.5	9.5

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBITDA</b>	14,521	15,677	20,349	24,109	27,287
融资成本	(19,800)	9,848	(3,158)	(1,551)	(1,598)
营运资金变化	11,926	(14,489)	(1,971)	(4,607)	(4,255)
所得税	(659)	(1,134)	(1,585)	(2,028)	(2,353)
<b>营运现金流</b>	5,988	9,903	13,634	15,924	19,081
资本开支	(19,782)	(27,585)	(26,648)	(29,113)	(31,224)
其他投资活动	(293)	741	(2,795)	(3,247)	(2,157)
<b>投资活动现金</b>	(20,075)	(26,844)	(29,443)	(32,360)	(33,381)
负债变化	(2,866)	5,469	14,685	14,630	14,575
股本变化	452	0	0	1	2
股息	(557)	(1,385)	(1,633)	(2,472)	(3,163)
其他融资活动	19,779	14,368	3,492	3,491	3,490
<b>融资活动现金</b>	16,808	18,452	16,543	15,649	14,903
<b>现金变化</b>	2,459	1,512	735	(787)	604
期初持有现金	1,767	4,228	5,739	6,467	5,675
汇率变动	3	(1)	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	4,228	5,739	6,467	5,675	6,272

## 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