

电力	收盘价 港元 3.24	目标价 港元 3.90↓	潜在涨幅 +20.4%
----	----------------	-----------------	----------------

2024年3月25日

中国电力 (2380 HK)

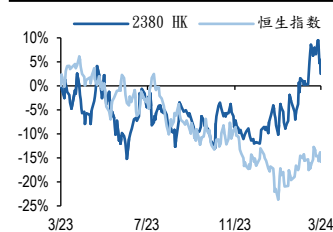
大幅新增风光装机后，今年盈利释放显著，维持买入

- ⊕ **2023年盈利低于预期，但分红有惊喜。**公司2023年权益持有人应占利润同比上升7%至26.6亿元(人民币，下同)，低于我们预期/市场预期31%/22%，主因是经营成本高于预期所致，当中因素包括：(1) 因来水为近15年最低，水电板块2H23录得3亿元经营亏损(vs 预期约2亿盈利)；(2) 人工成本高于预期约40%；以及(3) 其它开支因无形资产摊销，发电相关营运成本等高于预期约48%。虽然盈利增长不及预期，因管理层预计2024年盈利增长较快，公司仍增加每股派息至0.132元(同比增20%)，派息率从2022年55%增加至2023年的61%。
- ⊕ **新增自建项目略为放慢，留有空间作收购。**公司在去年清洁能源装机大增13吉瓦后，今年预期自建新增装机减慢至7吉瓦(风/光分别为4.5/2.5吉瓦)，资本开支预期控制在300亿元以下。另外，管理层表示较倾向保留的并表的煤电装机。对于在2025年底达到清洁能源装机90%的目标，管理层仍希望实现。分析以上因素，我们认为公司仍预留了收购母公司再生能源资产的空间。预期没有收购项目的情况下，公司净负债/总股本比将同比上升3个百分点至170%，低于2021年峰值的190%，估计公司仍有可能在不使用股本融资下进行收购。
- ⊕ **预计2024年风光板块盈利释放显著，水电板块有望扭亏。**展望2024，管理层对去年大幅新增的风光项目能显著释放盈利，我们估计风/光板块经营利润将同比上升61%。对于水电板块的盈利复苏，管理层认为目前1季度内来水的恢复进展良好，我们估计利用小时将从去年2166小时上升至今年2750小时(2020-22年间均值为3917小时)，回复至约1亿元的盈利水平(相对2023年5亿的净亏损)。综上，我们考虑了目前经营成本及水电板块的利用小时后，下调了2024/2025盈利预测41%/36%，预期公司2024/2025年纯利同比上升70%/44%。
- ⊕ **2024年每股派息增长仍有清晰，月度数据将对估值提升起关键作用。**关于2024年的派息率，管理层预期将从2023年的61%下调至约50%，但2024年每股派息仍预期增长38%至0.182元。我们的分部估值作出了以下调整：(1) 基准年转至2024年；(2) 下调风/光板块估值基准至8.5倍2024年市盈率，因考虑到港股运营商板块估值在近6个月有所下调。我们的目标价略为下调至3.90港元(前4.06港元)。维持买入评级。我们认为公司目前月度运营数据能对水电板块复苏，以及风光板限制电率的变化有较好掌握，将对估值提升起关键作用。同时，预期2024年派息的增长亦对股价有一定支持作用。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	3.46
52周低位(港元)	2.68
市值(百万港元)	40,079.45
日均成交量(百万)	47.13
年初至今变化(%)	12.89
200天平均价(港元)	2.98

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	43,689	44,262	51,544	57,088	62,566
同比增长(%)	23.1	1.3	16.5	10.8	9.6
净利润(百万人民币)	2,648	3,084	4,937	6,900	8,763
每股盈利(人民币)	0.20	0.22	0.36	0.52	0.67
同比增长(%)	-656.4	7.2	69.6	43.5	28.8
前EPS预测值(人民币)			0.62	0.81	
调整幅度(%)			-41.4	-35.6	
市盈率(倍)	14.9	13.9	8.2	5.7	4.4
每股账面净值(人民币)	3.10	3.11	3.29	3.55	3.89
市账率(倍)	0.97	0.96	0.91	0.84	0.77
股息率(%)	3.7	4.4	6.1	8.7	11.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年业绩概览

年结 12 月 (百万人民币)	2022	2023	2023E	同比变动 (%)	差异 (%)
收入	43,689	44,262	43,078	1.3	2.7
经营开支	(39,348)	(38,545)	(34,078)	(2.0)	13.1
其他收入	747	2,320	762	210.5	204.3
其他收益及亏损	2,516	679	728	(73.0)	(6.8)
经营利润	7,604	8,715	10,491	14.6	(16.9)
财务收入	154	279	156	81.7	79.0
财务费用	(4,261)	(4,274)	(4,501)	0.3	(5.0)
应占联营公司业绩	(155)	505	568	(425.2)	(11.1)
应占合营公司业绩	2	201	153	8375.5	31.3
除税前利润	3,344	5,427	6,867	62.3	(21.0)
所得税支出	(659)	(893)	(1,099)	35.5	(18.8)
非控股权益	(37)	(1,449)	(1,557)	3787.4	(6.9)
永续票据持有人	(167)	(424)	(340)	154.0	24.7
净利润	2,481	2,660	3,401	7.2	(21.8)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 2023 年经营数据概览

年结 12 月	2022	2023	同比变动 (%)
装机			
煤电	11,080	11,080	0.0
水电	5,451	5,951	9.2
风电	7,189	12,016	67.1
光伏	7,207	15,149	110.2
气电	475	505	6.4
生物质	197	317	60.9
合并装机 (兆瓦)	31,599	45,019	42.5
平均煤电电价 (人民币/千瓦时)	0.4081	0.3968	-2.8
单位燃料成本 (人民币/千瓦时)	0.3262	0.2855	-12.5
煤电点火价差 (人民币/千瓦时)	0.0703	0.1048	35.9
平均水电电价 (人民币/千瓦时)	0.2581	0.2607	1.0
平均风电电价 (人民币/千瓦时)	0.4787	0.4714	-1.5
平均光伏电价 (人民币/千瓦时)	0.4391	0.4116	-6.3

资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 装机及发电量预测 (按全资拥有或控股的发电厂)

年结 12 月	2022	2023	2024E	2025E	2026E
归属装机容量 (兆瓦)					
煤电	11,080	11,080	11,080	11,080	11,080
水电	5,451	5,951	5,951	5,951	5,951
风电	7,189	12,016	16,516	20,016	23,516
光伏发电	7,207	15,149	17,649	21,649	25,649
燃气发电	475	505	505	505	505
生物质发电	197	317	317	317	317
总计	31,599	45,019	52,019	59,519	67,019
可再生能源装机的权重(%)	64.9	75.4	78.7	81.4	83.5
售电量 (吉瓦时)					
煤电	67,863	58,126	57,835	57,835	57,835
水电	18,154	12,132	16,365	16,663	17,258
风电	10,930	18,947	29,927	39,645	47,996
光伏发电	9,775	14,622	24,686	29,770	36,877
燃气发电	1,136	2,124	2,185	2,185	2,185
生物质发电	313	1,394	2,243	2,243	2,243
总计	108,171	107,344	133,241	148,341	164,394
增长 (%)	8.1	-0.8	24.1	11.3	10.8

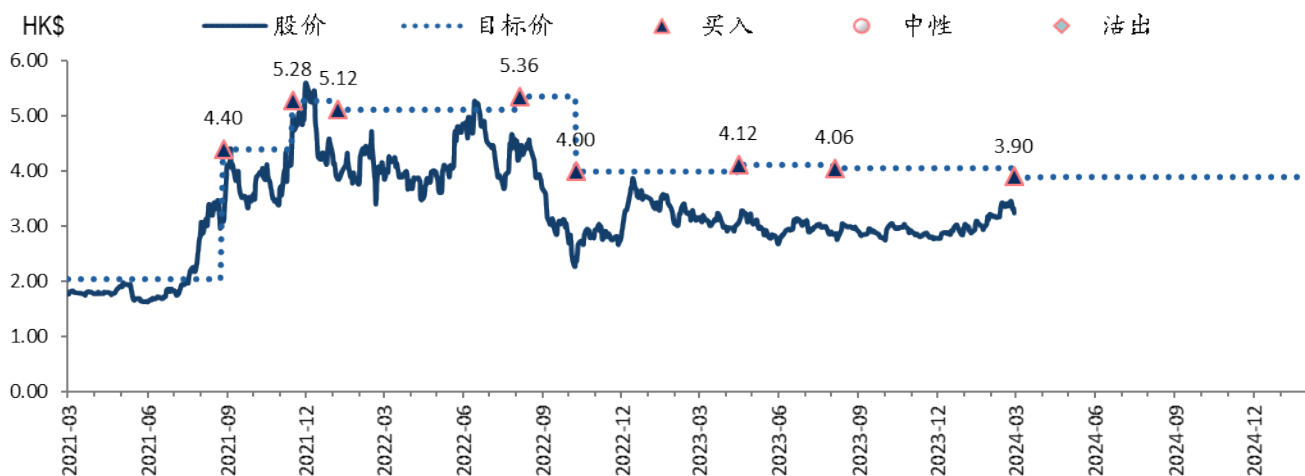
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 分部加总估值法

年结 12 月	估值基准	估值 (人民币百万)	每股价值 (港元)
燃煤和燃气发电	0.70x 2024E 市净率	8,103	0.72
水电	0.75x 2024E 市净率	5,825	0.51
风电	8.5x 2024E 市盈率	30,193	2.67
光伏发电	8.5x 2024E 市盈率	18,497	1.63
储能业务	10.0x 2024E 市盈率	409	0.04
未分配	1.00x 2024E 市净率	(18,866)	(1.67)
加总		44,161	3.90

资料来源：交银国际预测

图表 5: 中国电力 (2380 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
2380 HK	中国电力	买入	3.24	3.90	20.4%	2024年03月24日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.94	22.70	26.5%	2024年03月20日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	1.69	2.20	30.2%	2024年01月25日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.61	1.94	20.5%	2024年01月11日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.25	8.57	63.2%	2023年08月31日	运营商
688390 CH	固德威	买入	103.88	135.60	30.5%	2024年03月11日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	102.97	125.50	21.9%	2024年03月11日	光伏制造 (逆变器)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.38	1.67	21.0%	2024年03月18日	光伏制造 (多晶硅)
1799 HK	新特能源	买入	10.04	13.50	34.5%	2024年01月25日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	6.31	5.93	-6.0%	2024年02月29日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	19.52	19.00	-2.7%	2023年11月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	买入	5.40	5.71	5.7%	2023年10月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.12	1.16	3.6%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 3 月 22 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	43,689	44,262	51,544	57,088	62,566
主营业务成本	(22,726)	(16,801)	(15,322)	(15,018)	(14,721)
毛利	20,964	27,461	36,222	42,070	47,845
销售及管理费用	(13,359)	(18,745)	(22,773)	(24,483)	(26,422)
经营利润	7,604	8,715	13,449	17,587	21,424
财务成本净额	(4,107)	(3,995)	(4,262)	(4,522)	(4,702)
应占联营公司利润及亏损	(153)	706	807	902	1,016
税前利润	3,344	5,427	9,994	13,968	17,738
税费	(659)	(893)	(2,399)	(3,352)	(4,257)
非控股权益	(37)	(1,449)	(2,659)	(3,715)	(4,718)
净利润	2,648	3,084	4,937	6,900	8,763
归于权益的分派	(167)	(424)	(424)	(424)	(424)
作每股收益计算的净利润	2,481	2,660	4,513	6,476	8,338

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,228	5,739	6,138	6,259	7,049
应收账款及票据	19,229	33,203	37,521	41,558	45,545
存货	1,091	2,380	2,386	2,474	2,576
其他流动资产	6,337	4,320	4,320	4,320	4,320
总流动资产	30,886	45,642	50,366	54,611	59,491
物业、厂房及设备	142,306	202,556	217,825	233,613	247,820
无形资产	9,119	17,376	16,727	16,078	15,429
合资企业/联营公司投资	6,656	10,261	11,068	11,970	12,986
其他长期资产	22,438	29,972	29,545	29,118	28,691
总长期资产	180,519	260,165	275,165	290,780	304,926
总资产	211,405	305,807	325,531	345,390	364,417
短期贷款	23,461	37,134	39,422	40,711	41,609
应付账款	18,164	25,841	27,247	28,049	28,982
其他短期负债	4,300	12,196	12,915	13,921	15,198
总流动负债	45,925	75,171	79,584	82,681	85,789
长期贷款	89,439	127,448	137,420	146,805	153,413
其他长期负债	7,451	8,167	8,167	8,167	8,167
总长期负债	96,890	135,615	145,587	154,972	161,580
总负债	142,815	210,786	225,171	237,653	247,368
股本	24,509	24,509	24,509	24,509	24,509
储备及其他资本项目	13,820	13,956	16,213	19,451	23,620
股东权益	38,329	38,465	40,722	43,960	48,129
记作权益的金融工具	8,639	15,175	15,599	16,023	16,447
非控股权益	21,621	41,381	44,039	47,755	52,473
总权益	68,590	95,021	100,360	107,737	117,049

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,344	5,427	9,994	13,968	17,738
合资企业/联营公司收入调整	153	(706)	(807)	(902)	(1,016)
折旧及摊销	7,285	8,654	11,748	12,416	13,316
营运资本变动	(2,676)	88	(2,919)	(3,322)	(3,157)
税费	(545)	(625)	(1,679)	(2,347)	(2,980)
其他经营活动现金流	(1,835)	(2,934)	1,076	1,076	1,076
经营活动现金流	5,726	9,903	17,414	20,889	24,977
资本开支	(17,596)	(24,648)	(27,018)	(28,204)	(27,523)
投资活动	(2,631)	(1,971)	0	0	0
其他投资活动现金流	151	(225)	0	0	0
投资活动现金流	(20,075)	(26,844)	(27,018)	(28,204)	(27,523)
负债净变动	9,442	9,198	12,260	10,674	7,505
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(3,325)	(3,230)	(2,257)	(3,238)	(4,169)
其他融资活动现金流	10,692	12,485	0	0	0
融资活动现金流	16,808	18,452	10,004	7,436	3,336
汇率收益/损失	3	(1)	0	0	0
年初现金	1,767	4,228	5,739	6,138	6,259
年末现金	4,228	5,739	6,138	6,259	7,049

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.201	0.215	0.365	0.524	0.674
全面摊薄每股收益	0.201	0.215	0.365	0.524	0.674
每股股息	0.110	0.132	0.182	0.262	0.337
每股账面值	3.099	3.110	3.292	3.554	3.891
利润率分析 (%)					
毛利率	48.0	62.0	70.3	73.7	76.5
净利率	6.1	7.0	9.6	12.1	14.0
盈利能力 (%)					
ROA	1.2	0.9	1.4	1.9	2.3
ROE	3.6	2.8	4.5	6.0	7.1
其他					
净负债权益比 (%)	158.4	167.2	170.1	168.2	160.6
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转天数	10.1	22.5	21.0	21.0	21.0
应收账款周转天数	105.6	208.1	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	23.8	36.2	36.2	36.2	36.2

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。