

买入

风光利润快速增长，水电盈利修复可期

中国电力 (2380.HK)

2024-04-15 星期一

投资要点

目标价: **4.26 港元**
现价: 3.23 港元
预计升幅: 32%

➤ 2023 年业绩低于预期，派息率提升至 60%:

2023 年公司实现收入 442.62 亿元，同比增长 1.31%；实现权益所有人应占利润 30.84 亿元，同比增长 16.48%；实现普通股股东应占利润 26.6 亿元，同比增长 7.23%，基本每股盈利 0.22 元。公司业绩低于预期主要因为来水偏枯带来水电亏损以及收购风光资产中少数股东占比较高，使得归母净利润占比降低所致。2023 年公司每股股息 0.132 元，同比增长 20%，派息率 60%，较 2022 年 50%派息率提升 10 个百分点。

重要数据

日期	2024-04-12
收盘价 (港元)	3.23
总股本 (亿股)	124
总市值 (亿港元)	400
净资产 (百万元)	95,020
总资产 (百万元)	305,807
52 周高低 (港元)	3.54 / 2.64
每股净资产 (港元)	4.79

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 风光利润快速增长，水电盈利恢复值得期待:

2023 年风光实现净利润合计约 46.2 亿元，权益应占利润 32.21 亿元，2024 年公司规划新增风光装机 7GW，全年资本开支约 300 亿左右。基于 2023 年收购集团风光资产的全年贡献，预计 24 年风光仍将是公司核心利润增长的重要来源；公司水电主要位于福建、湖南、贵州和广西。2024 年前 2 月来水已经明显改善，公司总售电量同比+35.92%，其中水电大幅增长 84.34%。预期 24 年全年来水改善，水电盈利恢复值得期待。

➤ 煤价仍有下行空间，容量电价提升火电盈利稳定性:

2023 年公司综合标煤单价是 943.79 元/吨，同比下降 11.79%，带来火电盈利显著恢复实现净利润 13.15 亿元，较 2022 年亏损 13.91 亿元显著修复。目前公司容量电价回收率 96%左右，2024 年前 2 月回收容量电费约 4 亿元左右。预计 2024 年煤价仍有小幅下行空间，叠加容量电价兑现后，将进一步提升公司火电厂盈利稳定性。

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 (13.46%)

➤ 维持买入评级，目标价 4.26 港元:

我们更新公司目标价 4.26 港元，相当于 2024 年和 2025 年 9 倍和 7 倍 PE，目标价较现价有 32%上升空间，维持买入评级。

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

研究部

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

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	43,689	44,262	52,190	58,544	64,105
同比增长(%)	25.8%	1.3%	17.9%	12.2%	9.5%
净利润	2,481	2,660	5,232	6,613	7,628
同比增长(%)	581.1%	7.2%	96.7%	26.4%	15.3%
每股盈利 (元)	0.22	0.22	0.42	0.53	0.62
PE@3.23HKD	13.3	13.6	6.9	5.5	4.7
每股股息 (元)	0.11	0.132	0.21	0.27	0.31
股息率	3.8%	4.5%	7.2%	9.1%	10.5%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2023 年业绩低于预期，派息率提升至 60%：

2023 年公司实现收入 442.62 亿元，同比增长 1.31%；实现权益所有人应占利润 30.84 亿元，同比增长 16.48%；实现普通股股东应占利润 26.60 亿元，同比增长 7.23%，基本每股盈利 0.22 元。

公司业绩低于预期主要因为来水偏枯带来水电亏损以及收购风光资产中少数股东占比较高，使得归母净利润占比降低所致。2023 年公司每股股息 0.132 元，同比增长 20%，派息率 60%，较 22 年 50%派息率提升 10 个百分点。

风光利润快速增长，水电盈利恢复值得期待：

2023 年风光实现净利润合计约 46.2 亿元，权益应占利润 32.21 亿元，2024 年公司规划新增风光装机 7GW，全年资本开支约 300 亿左右。基于 2023 年收购集团风光资产的全年贡献，预计 24 年风光仍将是公司核心利润增长的重要来源；

公司水电主要位于福建、湖南、贵州和广西。2024 年前 2 月来水已经明显改善，公司总售电量同比+35.92%，其中水电大幅增长 84.34%。预期 24 年全年来水改善，水电盈利恢复值得期待。

煤价仍有下行空间，容量电价提升火电盈利稳定性：

2023 年公司综合标煤单价是 943.79 元/吨，同比下降 11.79%，带来火电盈利显著恢复实现净利润 13.15 亿元，较 2022 年亏损 13.91 亿元显著修复。目前公司容量电价回收率 96%左右，2024 年前 2 月回收容量电费约 4 亿元左右。预计 2024 年煤价仍有小幅下行空间，叠加容量电价兑现后，将进一步提升公司火电厂盈利稳定性。

维持买入评级，目标价 4.26 港元：

我们更新公司目标价 4.26 港元，相当于 2024 年和 2025 年 9 倍和 7 倍 PE，目标价较现价有 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

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
平均					6.6	5.2	4.7	3.8	0.8	0.7	0.7	0.5
2380.HK	中国电力	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
收入	43,689	44,262	52,190	58,544	64,105
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)	(5,459)	(6,155)	(6,764)
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)
税前盈利	3,344	5,427	8,384	10,598	12,224
所得税	(659)	(893)	(1,677)	(2,120)	(2,445)
少数股东应占利润	37	1,449	1,030	1,398	1,660
归属股东净利润	2,481	2,660	5,232	6,613	7,628
折旧及摊销	(7,661)	(9,081)	(9,989)	(10,987)	(12,086)
EBITDA	14,521	15,677	20,866	24,627	27,805
增长					
总收入 (%)	26%	1%	18%	12%	9%
EBITDA (%)	44%	8%	33%	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	6,113	5,846	4,617
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
流动资产	30,886	45,642	46,815	47,361	46,963
固定资产	142,306	202,556	209,402	220,291	233,508
其他固定资产	38,213	57,609	58,752	59,928	61,136
非流动资产	180,519	260,165	268,154	280,219	294,645
总资产	211,405	305,807	314,969	327,580	341,607
流动负债	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
非流动负债	96,890	135,615	136,310	138,009	139,108
长期银行贷款	62,212	99,652	101,645	103,678	105,751
其他负债	34,678	35,963	34,665	34,331	33,357
总负债	142,815	210,786	214,978	221,307	228,088
少数股东权益	21,621	41,381	41,381	41,381	41,381
股东权益	46,969	53,640	58,610	64,892	72,139
每股账面值(人民币元)	3.40	3.41	3.85	4.41	5.05
营运资金	(15,039)	(29,528)	(31,854)	(35,936)	(42,017)

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率	33%	35%	40%	42%	43%
净利率 (%)	6%	6%	10%	11%	12%
营运表现					
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%	9%	10%	11%
ROA (%)	1%	1%	2%	2%	2%
财务状况					
净负债/股本	1.6	2.1	2.0	1.8	1.7
收入/总资产	0.21	0.14	0.17	0.18	0.19
总资产/股本	4.50	5.70	5.37	5.05	4.74
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
EBITDA	14,521	15,677	20,866	24,627	27,805
融资成本	(20,062)	9,607	(7,676)	(6,402)	(4,790)
营运资金变化	11,926	(14,489)	(2,325)	(4,082)	(6,081)
所得税	(659)	(893)	(1,677)	(2,120)	(2,445)
营运现金流	5,726	9,903	9,188	12,023	14,488
资本开支	(19,782)	(27,585)	(25,748)	(28,213)	(30,924)
其他投资活动	(293)	741	397	423	453
投资活动现金	(20,075)	(26,844)	(25,351)	(27,790)	(30,471)
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)	(2,616)	(3,307)
其他融资活动	19,779	14,368	3,492	3,491	3,490
融资活动现金	16,808	18,452	16,543	15,506	14,759
现金变化	2,459	1,512	381	(262)	(1,223)
期初持有现金	1,767	4,228	5,739	6,113	5,846
汇率变动	3	(1)	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	4,228	5,739	6,113	5,846	4,617

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