

买入

2024年4月18日

煤电盈利持续修复，新能源装机加速

- 2023 年来水偏枯影响业绩：**2023 年公司实现收入 442.62 亿人民币，同比增长 1.3%，归母净利润为 26.6 亿元，同比增长 7.2%。分部归母净利润拆分：煤电板块盈利 9.28 亿元，风电盈利 22.22 亿元，光伏盈利 9.99 亿元，水电亏损 5.32 亿元。公司拟派息 0.132 元人民币，分红比例提升至 61%，保持高比例派息。
- 煤电扭亏成效显著，水电预期修复：**2023 年公司出表了部分亏损煤电厂，大幅改善了煤电的盈利水平。单位燃料成本同比下降 12.46%，供电煤耗同比下降 1.21%，煤电归母净利润盈利 9.28 亿，去年同期亏损 5.92 亿。2023 年公司水电流域受来水偏枯的影响，售电量同比下降 35.5%，导致亏损 5.3 亿元。2024 年公司水电受厄尔尼诺气候影响，来水预计有所恢复；煤炭供需仍偏宽松，全年煤价预计仍将小幅下降，叠加容量电价政策落地回收部分煤电固定成本，预计公司煤电、水电业务全年盈利持续修复。
- 新能源装机加速发展：**公司 2023 年新投产新能源装机 13GW，其中为收购 9GW 的集团发电资产，拉动风电售电量同比增长 69.23%，光伏售电量同比增长 49.43%，公司风光归母净利润分别同比增长 82.5%/46.9%。但由于新增装机以平价项目为主，公司风电/光伏 2023 年平均上网电价同比减少 1.5%/6.3%。截至 2023 年底，公司共计清洁能源装机占比达到 75.4%，并计划 2024 年新增装机约 7GW，目标 2025 年清洁能源装机占比达到 90%。新能源新增项目加速发展以及去年收购的集团资产包将为公司带来持续稳定的利润增长。
- 目标价 4.64 港元，维持买入评级：**公司 2024 年盈利增长确定性较高，集团项目注入将全额贡献利润，以及当前低造价趋势下自投项目的回报增厚；水电盈利受益于来水恢复，煤电得益于成本控制保持领先，叠加容量电价政策落地。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 45/61/76 亿元，同比增长 70/35/25%。由于新能源消纳及市场化交易比例提升导致电价有所下降，以及港股新能源运营商整体估值中枢下降，我们下调新能源板块估值至 9X PE，公司 2024 年合理市值在 574 亿港元，对应目标价 4.64 港元，煤电/水电/新能源板块分别 1XPB/8XPE/9XPE 估值，较现价有 44% 的上升空间，维持买入评级。
- 风险因素：**新增装机不及预期、电力需求不及预期、上网电价大幅下降。

李羚玮
+ 852-25321539

David.li@firstshanghai.com.hk

黄佳杰
+ 852-25321955

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

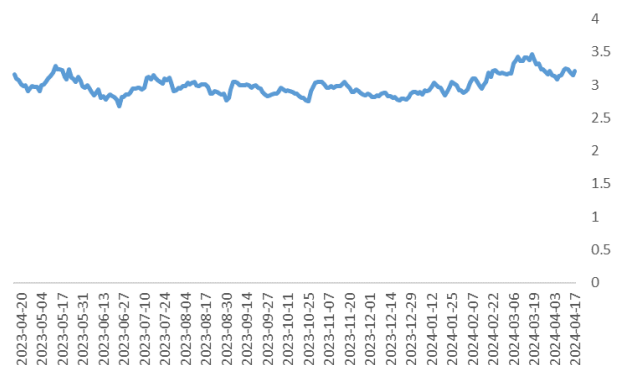
主要数据

行业	电力
股价	3.21 港元
目标价	4.64 港元 (+44%)
股票代码	2380.HK
已发行股本	124 亿股
市值	398 亿港元
52 周高/低	3.54/2.64 港元
每股净资产	4.34 元
主要股东	国家电力投资集团有限公司 56.85%

盈利摘要

截止 12 月31 日	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
营业额(百万元)	43,689	44,262	49,893	53,689	59,214
变动(%)	25.8%	1.3%	12.7%	7.6%	10.3%
归母净利润(百万元)	2,481	2,660	4,523	6,081	7,611
基本每股盈利(元)	0.22	0.22	0.37	0.49	0.62
变动(%)	450.0%	-2.2%	70.0%	34.5%	25.2%
市净率@3.21港元(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
市盈率@3.21港元(倍)	13.5	13.8	8.1	6.0	4.8
每股股息(元)	0.11	0.13	0.18	0.25	0.31
股息现价比率(%)	3.43%	4.11%	5.69%	7.66%	9.58%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
百万元 财务年度截止12月31日											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	43,689	44,262	49,893	53,689	59,214	盈利能力					
毛利	13,303	18,380	23,811	28,212	35,809	毛利率 (%)	30.4%	41.5%	47.7%	52.5%	60.5%
销售及管理费用	(5,751)	(9,840)	(11,231)	(12,495)	(15,303)	EBITDA 利率 (%)	36.5%	45.1%	49.8%	53.2%	58.4%
其他业务收入	747	2,320	1,630	1,577	1,501	EBIT 利率 (%)	19.0%	24.5%	28.5%	32.2%	37.2%
经营利润	8,298	10,860	14,210	17,294	22,007	净利率 (%)	5.7%	6.0%	9.1%	11.3%	12.9%
财务开支	(4,261)	(4,274)	(3,966)	(3,915)	(3,781)	营运表现					
联营公司	(153)	706	706	699	706	SG&A/收入 (%)	13.2%	22.2%	22.5%	23.3%	25.8%
其他收益	154	279	279	279	279	实际税率 (%)	16.3%	11.8%	13.9%	12.6%	12.0%
税前盈利	4,038	7,571	11,229	14,357	19,211	股息支付率 (%)	50.0%	61.4%	50.0%	50.0%	50.0%
所得税	(659)	(893)	(1,560)	(1,811)	(2,297)	库存周转	34	16	16	16	16
少数股东应占利润	(37)	(1,449)	(2,180)	(3,251)	(5,595)	应付账款周转率	14.4	9.9	9.9	9.9	9.9
公司权益持有人	2,481	2,660	4,523	6,081	7,611	应收账款周转率	3.5	1.8	1.8	1.8	1.8
折旧及摊销	(7,661)	(9,081)	(10,616)	(11,287)	(12,581)	财务状况					
EBITDA	15,959	19,940	24,825	28,581	34,588	ROE	5.3%	5.0%	8.6%	11.1%	13.5%
增长						ROA	1.2%	0.9%	1.4%	1.9%	2.2%
总收入 (%)	25.8%	1.3%	12.7%	7.6%	10.3%	负债率	67.6%	68.9%	70.7%	68.2%	68.4%
EBITDA (%)	52.5%	24.9%	24.5%	15.1%	21.0%						
归母净利润 (%)	481.7%	7.2%	70.0%	34.5%	25.2%						
资产负债表						现金流量表					
百万元 财务年度截止12月31日						百万元 财务年度截止12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	4,228	5,739	7,014	4,251	5,049	税前利润	3,344	5,427	8,262	11,144	15,503
应收账款	12,635	25,235	28,446	30,610	33,760	营运资金变化	(2,568)	(13,851)	(3,323)	(2,183)	(3,189)
存货	1,091	2,380	2,532	2,589	2,666	所得税	(545)	(893)	(1,560)	(1,811)	(2,297)
其他流动资产	12,932	12,288	12,288	12,288	12,288	其他	5,494	19,220	8,758	10,053	10,301
总流动资产	30,886	45,642	50,280	49,738	53,764	营运现金流	5,726	9,903	12,138	17,202	20,319
固定资产	142,306	202,556	221,298	212,835	232,594	资本开支	(17,596)	(24,648)	(29,358)	(25,366)	(32,340)
联营公司权益	5,455	7,813	7,813	7,813	7,813	其他投资活动	(2,479)	(2,196)	(1,048)	22,993	0
其他资产	32,758	49,796	49,796	49,796	49,796	投资活动现金流	(20,075)	(26,844)	(30,406)	(2,373)	(32,340)
总资产	211,405	305,807	329,186	320,182	343,967	银行贷款	45,459	61,664	73,000	36,000	69,000
短期银行贷款	16,727	19,629	19,629	19,629	19,629	股本变化	0	0	0	0	1
应付帐款	2,566	3,823	4,067	4,159	4,283	股息	(557)	(1,385)	(2,261)	(3,041)	(3,806)
其他短期负债	26,632	51,719	51,719	51,719	51,719	其他融资活动	(28,094)	(41,827)	(51,195)	(50,553)	(52,376)
总短期负债	45,925	75,171	75,414	75,506	75,630	融资活动现金流	16,808	18,452	19,543	(17,593)	12,820
长期银行贷款	62,212	99,652	121,457	106,904	123,530	现金变化	2,459	1,512	1,275	(2,763)	799
其他负债	34,678	35,963	35,963	35,963	35,963	汇兑变化	3	(1)	0	0	0
总负债	142,815	210,786	232,834	218,373	235,123	期初持有现金	1,767	4,228	5,739	7,014	4,251
少数股东权益	21,621	41,381	43,561	46,812	52,407	期末持有现金	4,228	5,739	7,014	4,251	5,049
股东权益	46,969	53,640	52,791	54,996	56,437						
负债权益合计	211,405	305,807	329,186	320,182	343,967						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。