



## Company Report: China Power International (02380 HK) 中文版

公司报告：中国电力 (02380 HK)

Chinese version

Peter Shao 邵俊樾

(852) 2509 5464

peter.shao@gtjas.com.hk

17 April 2024

### 2024年盈利前景稳健，“买入”

- 2023年盈利不及预期。**中国电力（“公司”）公布2023年利润为人民币26.6亿元，低于我们预期，主要是由于录得人民币6.5亿元的资产摊销以及水电部门亏损人民币8.26亿元所致，两者均高于我们预期。公司宣布2023年每股股息DPS为人民币0.13元（2022年为人民币0.11元）。中国电力将2023年派息率提高至61%（高于2022年的55%），每股股息为人民币0.13元（高于2022年的人民币0.11元）。我们认为，这反映了管理层对2024年盈利增长的信心及其维持稳定派息的意图。
- 火电业务成现金牛：**2023年，中国电力火电业务扭亏为盈，实现盈利人民币13.15亿元（2022年亏损人民币13.91亿元）。在单位燃料成本加速下跌的推动下，2023年平均点电价差从2022年的人民币82元/兆瓦时提高至人民币111元/兆瓦时。中国电力管理层认为，受益于单位燃料成本进一步下降3-5%，2024年点电价差有望进一步改善。继扭亏为盈之后，中国电力的火电业务应能在新能源扩张和派息方面成为现金牛。
- 审慎而稳健的可再生能源扩张：**2023年，中国电力共新增13.4吉瓦的可再生能源装机（含7.5吉瓦的资产注入）。公司的目标是2024年新能源装机实现7吉瓦的有机增长，意味着到年底清洁能源将占总发电量的78.7%。得益于新能源设备成本的下降，2024年资本开支预算设定在人民币300亿元以内，同比持平。中国电力的管理层仍然致力于绿色转型计划，目标是到2025年清洁能源占公司总合并装机的90%以上。
- 水电业务在2024年第一季度出现改善迹象。**由于公司水电站所在流域降雨量持续偏低，公司水电板块在2023年录得人民币8.26亿元亏损。我们目前认为公司的水电业务有望在2024年实现正常化。在2024年1-2月，由于来水显著改善，公司的水电销售强劲反弹，同比增长83%。
- 维持“买入”：**鉴于新能源业务扩张更为谨慎以及可再生能源电价下行压力较大，我们将2024-2025年盈利预测分别下调9%和14%至人民币55.18亿元和人民币70.78亿元。我们引入2026年盈利预测为人民币88.44亿元。我们将分部加总估值法得出的目标价从4.10港元下调至3.70港元（火电：1.2倍2024年市净率；新能源：8.5倍2024年市盈率；水电：12.0倍2024年市盈率）。**下行风险：**极端天气条件；电价低于预期；项目进展延迟。

Rating:

**Buy**

Maintained

评级:

**买入 (维持)**

6-18m TP 目标价:

**HK\$3.70**

Revised from 原目标价:

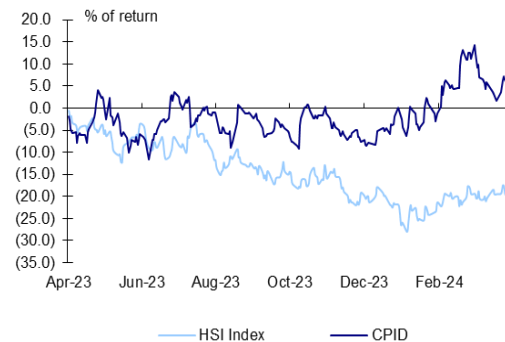
HK\$4.10

Share price 股价:

HK\$3.140

### Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(6.8)	4.3	(3.1)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(4.0)	1.9	17.4
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	3.2	3.1	3.0

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2022A	43,689	2,648	0.220	(100.0)	12.6	3.234	0.9	0.055	2.0	5.6
2023A	44,262	3,084	0.215	(2.3)	13.3	3.797	0.8	0.122	4.3	5.8
2024F	52,223	5,518	0.412	91.6	7.0	4.336	0.7	0.132	4.6	9.5
2025F	57,587	7,076	0.538	30.6	5.4	4.719	0.6	0.165	5.7	11.1
2026F	64,506	8,844	0.681	26.6	4.3	5.191	0.6	0.215	7.4	12.7

Shares in issue (m) 总股数 (m)	12,370,151.0	Major shareholder 大股东	SPIC 54.3%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	38,842,274.1	Free float (%) 自由流通比率 (%)	45.7
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	36,751.1	FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)	169.1
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	3.540/ 2.640	FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)	3.7

Source: the Company, Guotai Junan International.

**财务报表和比率**

损益表						资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Total revenue	43,689	44,262	52,223	57,587	64,506	PPE	142,306	202,556	221,017	262,444	301,842
Other income	747	2,320	2,320	2,320	2,320	Intangible assets	16,013	25,871	26,083	26,286	26,478
Fuel costs	(22,726)	(16,801)	(14,143)	(12,056)	(10,262)	Interests in associates and JVs	6,656	10,261	11,108	11,908	12,557
DEPN	(7,661)	(9,081)	(11,059)	(12,572)	(14,610)	Prepayments	4,951	6,194	6,194	6,194	6,194
Staff costs	(3,840)	(4,639)	(5,473)	(6,035)	(6,760)	Other non-current assets	10,593	15,283	15,283	15,283	15,283
Repairs and maintenance	(965)	(1,096)	(1,345)	(1,527)	(1,743)	Total non-current assets	180,519	260,165	279,685	322,114	362,354
Subcontracting costs	(754)	(2,249)	(2,820)	(3,091)	(3,390)	Cash & cash equivalents	4,228	5,739	4,284	5,572	8,128
Consumables	(561)	(534)	(630)	(695)	(779)	Inventories	1,091	2,380	2,380	2,380	2,380
Other gains and losses, net	2,516	679	826	826	826	Trade receivables	12,635	25,235	25,067	27,066	29,028
Other operating expenses	(2,841)	(4,145)	(4,605)	(4,967)	(5,401)	Prepayments	6,594	7,968	7,968	7,968	7,968
Operating profit	7,604	8,715	15,294	19,790	24,708	Amounts due from related parties	6,098	4,111	4,111	4,111	4,111
Finance costs, net	(4,107)	(3,995)	(5,415)	(6,192)	(7,367)	Others current assets	239	209	213	216	220
Share of results of associates and JVs	(153)	706	412	480	478	Total current assets	30,886	45,642	44,023	47,313	51,835
Profit before tax	3,344	5,427	10,291	14,078	17,819	Total assets	211,405	305,807	323,708	369,427	414,189
Income Tax	(659)	(893)	(2,573)	(3,520)	(4,455)	Short-term debts	16,727	19,629	35,854	55,733	77,317
Profit after tax	2,685	4,534	7,718	10,559	13,365	Borrowings from related parties	4,719	10,441	10,441	10,441	10,441
Non-controlling interest	(37)	(1,449)	(2,200)	(3,483)	(4,521)	Trade and other payables	18,164	25,841	27,061	27,710	28,482
Shareholders' profit / loss	2,648	3,084	5,518	7,076	8,844	Other current liabilities	6,315	19,259	19,284	19,310	19,338
Basic EPS	0.220	0.215	0.412	0.538	0.681	Total current liabilities	45,925	75,171	92,641	113,195	135,578
						Long-term debts	62,212	99,652	92,153	108,749	120,835
						Borrowings from related parties	10,415	16,583	17,578	17,753	17,931
						Other non-current liabilities	24,262	19,381	20,043	20,161	20,280
						Total non-current liabilities	96,890	135,615	129,774	146,664	159,046
						Total liabilities	142,815	210,786	222,416	259,859	294,624
						Total shareholders' equity	46,969	53,640	58,371	64,210	71,043
						Minority interest	21,621	41,381	42,921	45,359	48,523
						Total equity	68,590	95,021	101,292	109,569	119,566

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Profit before tax	3,344	5,427	10,291	14,078	17,819
DD&A	7,661	9,020	11,059	12,572	14,610
Working capital adjustments	(2,676)	2,026	1,388	(1,350)	(1,190)
Income tax paid	(545)	(999)	(2,551)	(3,497)	(4,431)
Others	(2,058)	(5,571)	(412)	(480)	(478)
Cash from operating activities	5,726	9,903	19,775	21,323	26,330
Capex	(17,596)	(61,047)	(29,090)	(56,115)	(56,115)
Others	(2,479)	34,203	(231)	2,394	2,393
Cash from investing activities	(20,075)	(26,844)	(29,322)	(53,721)	(53,722)
Proceeds from borrowings, net	372	52,650	8,727	36,475	33,669
Dividend paid	(557)	(1,361)	(1,633)	(2,038)	(2,661)
Others	16,993	(32,837)	998	(751)	(1,060)
Cash from financing activities	16,808	18,452	8,092	33,686	29,948
Cash at beg of year	1,767	4,228	5,739	4,284	5,572
Net changes in cash	2,459	1,512	(1,455)	1,288	2,556
Effect of foreign exchanges	3	(1)	0	0	0
Cash at end of year	4,228	5,739	4,284	5,572	8,128

财务比率					
	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Margins					
Operating margin	17.4%	19.7%	29.3%	34.4%	38.3%
Net profit margin	6.1%	10.2%	14.8%	18.3%	20.7%
Return Ratios					
ROA	1.3%	1.5%	2.4%	2.9%	3.2%
ROE	5.6%	5.8%	9.5%	11.0%	12.4%
Liquidity & leverage					
Debt to asset	55.2%	55.2%	55.3%	58.4%	60.3%
Net gearing	163.8%	171.5%	172.6%	191.9%	202.2%
Interest coverage ratio (x)	1.7	1.7	2.5	3.3	4.1

资料来源: 公司、国泰君安国际。

**个股评级标准**

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

**行业评级标准**

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

**利益披露事项**

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”) 对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2024 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com