

2024年04月07日

华润电力 (0836.HK)

买入 (首次覆盖)

——优质治理再显成效 2023 年业绩修复超预期

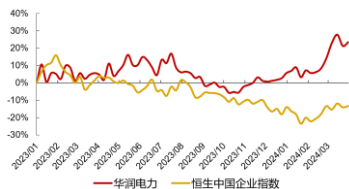
证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **2023 年实现归母净利润 110 亿港元，同比增长 56.24%，利润体量位居电力央企首位，体现出极强的公司治理能力，2023 年度累计分红率达到 62%。**公司 2023 年实现营业收入 1033 亿港元，同比增长 1.17%，实现归母净利润 110 亿港元，同比增长 56.24%，业绩体量位居电力央企首位（华能国际 84.5 亿元、华电国际 45.2 亿元），体现出极强的公司治理能力。公司 2023 年度期末派息 0.587 港元/股，加上已派发的中期派息 0.328 港元/股，全年派息 0.915 港元/股，分红率 40%，同比持平。此外，如果算上公司 2023 年 11 月宣布的因上市二十周年所派特别股息 0.5 港元/股，2023 年公司累计分红率达到 62%。
- **新能源贡献利润主体，火电转正贡献边际增量。**分板块看，公司 2023 年可再生能源业务实现核心利润 97.26 亿元，同比增长 12.5%（2022 年同期为 86.45 亿元）；火电实现核心利润 36.11 亿元，成功扭亏为盈（2022 年同期为亏损 25.82 亿元）。横向对比来看，公司 2023 年底在运风电权益装机 1862 万千瓦，在运光伏权益装机 344 万千瓦，在运火电权益装机 3717 万千瓦，新能源装机体量位居电力央企第一梯队，火电装机体量处于第二梯队。在全行业火电业务普遍的微利背景下，公司 2023 年火电度电盈利超过 2 分（平均上网电价较标杆电价上浮 18%，同比基本持平，单位燃料成本下降 12.6%），贡献最主要的利润边际增量。
- **应收账款回收情况好于同行，经营性现金流量净额创 2016 年以来新高，对公司的资本开支和高比例分红提供有力支撑。**公司 2023 年底应收账款余额 328 亿港元，较 2022 年底增长 46 亿港元，即便假设增量均来自新能源板块，增加值也不足新能源板块核心利润的 50%，显著优于 A+H 股纯绿电龙头。公司 2023 年经营性现金流量净额 288.7 亿港元，创 2016 年以来新高，同比增长 19.46%（2022 年同期为 241.7 亿港元）。强劲的经营性现金流有力支撑了公司的资本开支，公司 2023 年底资产负债率为 67.57%，较 2022 年底上升约 3 个百分点，但是绝对水平在火电转型央企中仍属于最低之一（将永续债还原）。
- **装机清洁化转型目标稳步推进，2024 年计划新增新能源装机 10GW。**公司 2020 年提出十四五新增 40GW 新能源装机，装机清洁化转型目标坚决，2023 年新投产风电装机 311 万千瓦，光伏装机 223 万千瓦。截至 2023 年底，公司在建风电装机 730 万千瓦，在建光伏装机 606 万千瓦，计划 2024 年资本开支 599 亿港元，其中 446 亿港元用于风电、光伏电站建设，预期 2024 年新增新能源装机合计 10GW。公司在历史投资过程中体现出极强的回报率底线控制，预计未来新能源板块业绩有望实现稳步增长。
- **盈利预测与评级:**结合公司 2023 年业绩，我们预测公司 2024-2026 归母净利润分别为 142.2、160.6 和 182.8 亿港元，当前股价对应 PE 分别为 6、5、5 倍。公司目前清洁化转型稳步推进，绿电单位装机收益率位居电力央企第一梯队，凭借极强的市场化基因，预计收益率有望得到保障。存量火电机组主要围绕长三角、珠三角、京津冀地区，沿海沿江和铁路干线建设，绝大部分机组位于经济发达或供需紧张省份，在过去几年的压力测试中表现出了远高于同行的盈利能力，2023 年盈利修复也领先行业，预计随着未来煤价下行进入合理区间，公司煤电板块有望进一步释放业绩弹性。综上，在双碳战略和电力体制改革双重背景下，公司业绩有望实现稳步增长，当前水平估值处于历史偏低位置，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 煤价波动；2) 补贴政策变动；3) 行业竞争加剧。

股票数据: 2024年4月7日

收盘价 (港元)	18.02
一年内最高/最低 (港元)	19.06/13.55
总市值 (亿港元)	867
基础数据: 2023年12月31日	
总股本 (亿股)	4810
总资产 (亿港元)	3224
净资产 (亿港元)	850
每股净资产 (港元)	16.01
市净率 PB	1.02

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万港元)	89780	103305	103334	112502	119686
同比增长率 (%)	15.06%	0.03%	8.87%	6.39%	6.62%
归母净利润 (百万港元)	7043	11003	14223	16055	18283
同比增长率 (%)	342.34%	56.24%	29.27%	12.88%	13.87%
每股收益 (港元/股)	1.46	2.29	2.96	3.34	3.80
营业利润率 (%)	13.1%	17.6%	20.5%	22.5%	24.3%
ROE (%)	8.56%	11.73%	13.73%	14.09%	14.53%
市盈率			6	5	5

表 1：公司利润表预测（百万港元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	89780	103305	103334	112502	119686	127603
燃料费用	-58432	-64283	-54509	-54095	-53222	-52536
维修及保养费用	-2519	-2471	-2321	-3892	-4995	-6099
折旧及摊销	-14594	-14430	-14720	-17970	-19956	-22065
职工薪酬	-6353	-6632	-7187	-9338	-9934	-10591
职工福利费用	0	0	0	0	0	0
易耗品	0	0	0	0	0	0
耗用的存料与备料	-1313	-1301	-1167	-1552	-1707	-1877
资产减值损失	-433	-1046	-2749	-221	-221	-221
营业税金及附加	-671	-760	-865	-863	-918	-978
其他支出-经营	-2706	-2998	-3863	-3413	-3754	-4130
营业支出	-87021	-93920	-87380	-91342	-94706	-98497
其他收入-经营	2811	1981	2030	1953	1953	1953
其他经营净收益	-92	2184	214	0	0	0
处置或出售矿产物业亏损(收益)	0	0	0	0	0	0
按公允价值计入损益表之金融资产公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	5478	13551	18198	23113	26932	31059
衍生金融工具公允价值变动收益/(亏损)	0	0	0	0	0	0
财务费用	-3759	-3890	-4241	-5421	-6390	-7388
应占联营公司损益	241	-113	1183	1324	1435	1545
应占共同控制实体损益	-120	-86	358	441	441	441
出售共同控制实体收益/(亏损)						
收购附属公司折让						
收购联营公司折让						
除税前溢利	1842	9462	15499	19457	22418	25657
所得税	-957	-1905	-3389	-4086	-4708	-5388
净利润(含少数股东权益)	884	7555	12110	15371	17710	20269
净利润(不含少数股东权益)	1592	7043	11003	14223	16055	18283
少数股东损益	-708	513	1107	1148	1655	1986

资料来源：ifind，华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数