

2024年03月25日

中国电力 (2380.HK)

买入 (维持)

——来水偏枯拖累业绩 其余板块稳步增长

证券分析师

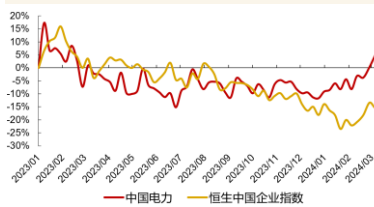
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **事件:** 公司公告 2023 年度业绩, 全年实现归母净利润 26.6 亿元人民币, 同比增长 7.23%, 略低于我们预期的 32 亿元。每股分红 0.132 元人民币, 当前股价对于股息率 4.4%。
- **来水历史性偏枯为业绩不及预期主因, 水电出现罕见亏损。** 公司水电所在流域 2023 年呈现历史性偏枯, 全年水电发电量同比减少 35.49%, 而 2022 年水电发电量已经较 2021 年同比减少-12.97%。受此影响, 公司水电板块出现罕见亏损, 全年亏损 8.26 亿元 (含少数股东损益, 下同), 而 2022 年同期为盈利 2.61 亿元, 2021 年为盈利 9.46 亿元。从历史情况来看, 公司水电板块年均盈利在 8-10 亿元左右, 2023 年水电亏损系公司业绩不及预期主因。
- **煤电业绩超预期, 老旧机组剥离效果显著。** 公司 2021 年确立清洁化转型目标后, 对旗下煤电资产进行了多次优化, 尤其是 2022 年底公告向中煤集团转让新源融合 (控股煤电装机 476 万千瓦) 60% 股权, 剥离出公司最主要的煤电亏损源, 同时实现与中煤集团的煤电联营。2023 年公司煤电板块实现盈利 13.15 亿元, 超过市场预期, 按照全年约 550 亿千瓦时煤电发电量计算, 度电利润 2.4 分/千瓦时, 在煤电公司中处于第一梯队。
- **新能源规模及利润体量快速扩张, 清洁化转型阔步向前。** 截止 2023 年底, 公司拥有在运风电装机 1514.9 万千瓦, 光伏装机 1201.6 万千瓦, 较 2022 年底分别增长 794.2 和 482.7 万千瓦。全年风电板块实现净利润 31.16 亿元 (2022 年为 17.07 亿元), 光伏板块实现净利润 15.04 亿元 (2022 年为 10.24 亿元), 装机规模增速与利润增速基本匹配, 反映出新增项目较强的盈利能力。公司规划 2024 年新增风电装机约 450 万千瓦, 光伏装机约 250 万千瓦, 新增装机以风电为主, 有利于保障项目收益率。
- **继续看好集团支持公司做大做强, 双碳战略有望与国改背景共振。** 相比五大发电集团其他旗舰平台, 国电投集团“大集团、小公司”问题突出。截至 2022 年底, 国电投集团总装机超过 211GW, 其中清洁能源占比超过 65%, 但是资产证券化率处于末尾水平, 大量优质资产处于上市公司体外。国电投集团在公司上市之初即明确公司定位, 书面承诺公司拥有集团上海以外地区资产有限收购和开发权, 奠定公司为集团常规能源核心上市的地位。2022 年至今集团已对公司进行 4 轮资产运作支持, 围绕公司打造旗舰平台意图明显。集团战略与公司发展方向高度一致, 双碳战略与国改背景有望形成共振。
- **盈利预测与估值:** 我们维持公司 2024-2025 年归母净利润预测分别为 48.01 和 69.30 亿元人民币, 新增 2026 年预测为 80.29 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 8、5、5 倍。我们分析细数历次收购, 集团支持力度逐步加大, 确立中国电力旗舰平台地位。当前港股对绿电基本面利空反映较为充分, 公司煤电、水电、新能源资产优质, 各个业务板块盈利能力均有望持续改善, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 来水波动, 电价不及预期, 火电煤价上涨。

股票数据: 2024年3月22日

收盘价 (港币) 3.24
年内最高/最低 (港币) 3.54/2.67
总市值 (亿港元) 401

基础数据: 2023年12月31日

总股本 (亿股) 124
总资产 (亿港元) 3375
净资产 (亿港元) 592
每股净资产 (港币) 4.77
市净率 PB 0.7

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	43,689	44,262	56,189	62,840	68,470
同比增长率 (%)	25.8%	1.3%	26.9%	11.8%	9.0%
归母净利润 (百万元人民币)	2,648	2,660	4,801	6,930	8,029
同比增长率 (%)					
每股收益 (元人民币/股)	0.21	0.21	0.39	0.56	0.65
ROE (%)	5.6%	5.1%	8.3%	11.0%	11.8%
市盈率			8	5	5

表 1：公司利润表预测（百万人民币）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34734	43689	44262	56189	62840	68470
其他收入-经营	514	747	2320	1000	1500	1500
燃料费用	-17938	-22726	-16801	-16098	-15615	-15459
折旧	-6093	-7661	-9081	-10414	-12013	-13523
职工薪酬	-3334	-3840	-4639	-5334	-5601	-5881
工程支出	-511	-60	-105	-105	-105	-105
维修及保养费用	-867	-965	-1096	-1534	-1687	-1772
销售设备成本		-694	-2145	-4613	-5228	-6273
易耗品	-423	-561	-534	-950	-950	-950
其他经营净收益	954	2516	679	679	679	679
其他支出-经营	-2435	-2841	-4145	-5803	-6384	-7022
营业利润	4601	7604	8715	13017	17437	19665
财务收入	127	154	279	200	200	200
财务费用	-3862	-4261	-4274	-5101	-5641	-6381
应占联营公司损益	-214	-155	505	505	535	600
应占共同控制实体损益	-119	2	201	201	201	201
除税前溢利	533	3344	5427	8822	12733	14286
所得税	-362	-659	-893	-1764	-2547	-2857
净利润(含少数股东权益)	171	2685	4534	7058	10186	11429
净利润(不含少数股东权益)	-516	2648	2660	4801	6930	8029

资料来源：Wind，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 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@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