

2024年03月18日

中国电力 (2380.HK)

买入 (首次覆盖)

——国电投集团核心平台 打造全球一流清洁能源公司

证券分析师

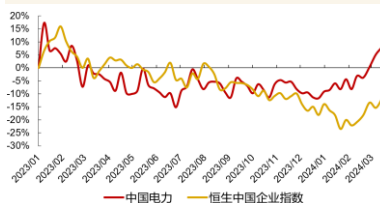
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

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:

- **公司为国家电投集团旗下唯一全国性电力上市平台，常规能源与新能源双核心主体。**国电投集团为我国五大发电集团之一，公司为国电投集团旗下唯一的全国性电力上市平台，2021年提出全新发展战略，打造世界一流清洁能源发电公司，规划2025年清洁能源占比达到90%。截至2023年6月底，公司拥有控股装机3294万千瓦，其中火电1156万千瓦，风电752万千瓦，光伏822万千瓦，水电545万千瓦，清洁能源占比达到65%。
- **新能源目前已成为公司最主要的利润来源，清洁化转型阔步向前。**从业绩来看，公司2023年上半年实现归母净利润18.5亿元（人民币，归母口径，下同），同比增长117.64%，其中水电由于来水严重偏枯，反而亏损0.74亿元（正常年份全国归母贡献在6-8亿人民币），对整体业绩形成拖累；煤电受益于煤价下行以及老旧机组剥离，盈利3.94亿元；风电盈利10.15亿元，光伏盈利5.84亿元，成为最主要的盈利来源。
- **分电源来看：新能源发电量高速增长，装机实现全国布局。**目前公司风电、光伏均已实现全国布局，根据公司经营数据公告，公司2023年实现风电发电量184.97亿千瓦时，同比增长69.23%；实现光伏发电量146.06亿千瓦时，同比增长49.43%，增速在纯绿电公司以及火电转型公司中均处于绝对第一梯队。**水电资产以湖南沅江流域为主，五强溪扩建带来装机增长。**公司水电资产主要位于湖南沅江流域，五强溪扩建工程（2*25万千瓦）于2019年开工，已于2024年1月投产发电，2023年来水偏枯提供低基数。**煤电机组经过优化后，坑口电站占比达到50%。**公司确立清洁化转型目标后，对旗下煤电资产进行了多次优化，其中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，公司2023年上半年火电业务实现扭亏为盈。
- **集团全力支持公司做大做强，多次注入优质资产。**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，旗下最大平台中国电力市值远逊于各集团旗舰上市平台。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：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为32.30、48.01和69.30亿元人民币，对应PE分别为12、8、6倍。分布估值来看，我们计算公司合理估值为（新能源400亿=40亿归母净利润*10倍PE）+（水电134亿=67亿净资产*2倍PB）+火电（100亿=10亿归母净利润*10倍PE）+上海电力股权（32亿元）+（总部费用-100亿）=566亿元人民币，对应约615亿港币，较当前市值拥有约50%空间。首次覆盖，给予“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15日

收盘价(港币)	3.37
年内最高/最低(港币)	3.54/2.67
总市值(亿港元)	417

基础数据: 2023年6月30日

总股本(亿股)	124
总资产(亿港元)	2411
净资产(亿港元)	548
每股净资产(港币)	4.09
市净率PB	0.76

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元人民币)	34,734	43,689	48,089	58,880	68,443
同比增长率(%)	22.2%	25.8%	10.1%	22.4%	16.2%
归母净利润(百万元人民币)	-516	2,648	3,230	4,801	6,930
同比增长率(%)			22.0%	48.6%	44.3%
每股收益(元人民币/股)	-0.04	0.21	0.26	0.39	0.56
ROE(%)	-1.4%	5.6%	6.1%	8.2%	10.9%
市盈率			12	8	6

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 32.30、48.01 和 69.30 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 12、8、6 倍。

分布估值来看，我们计算公司合理估值为（新能源 400 亿=40 亿归母净利润*10 倍 PE）+（水电 134 亿=67 亿净资产*2 倍 PB）+火电（100 亿=10 亿归母净利润*10 倍 PE）+上海电力股权（32 亿元）+（其他分部-100 亿）=566 亿元人民币，对应约 615 亿港币，较当前市值拥有约 50%空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 煤电：结合煤炭现货价格以及供需关系，假设公司 2023-2025 年煤电单位燃料成本分别同比变动-18%/-3%/-2%；

2) 新能源：结合公司规划及资产注入，预计风电 2023-2025 年每年新增装机分别为 300、300、300 万千瓦，光伏每年新增装机分别为 700、800 和 1000 万千瓦；

投资逻辑要点

国电投集团为全球最大的清洁能源发电集团，五大电集团中资产证券化率处于末端。中国电力为国电投旗下最大平台，但市值远逊于其他集团旗舰平台。集团书面承诺公司拥有集团境内外资产优先购买和开发权，国企改革下资产整合有望加速。

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。我们分析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，当前估值水平下股价具备较大向上空间。

核心风险提示

来水波动，电价不及预期，火电煤价上涨，新能源开发进度及回报率不及预期。

目录

1. 国电投集团旗舰平台 清洁化转型阔步向前.....	5
2. 集团全力支持公司做大做强 多次注入优质资产.....	8
3. 盈利预测与估值	10

图表目录

图 1：2023 年 6 月底主要电力央企装机及新能源规划情况（装机单位：万千瓦）	5
图 2：公司 2023 年上半年分业务归母净利润贡献（亿元人民币）	5
图 3：公司 2023 年风电发电量分布情况	6
图 4：公司 2023 年光伏发电量分布情况	6
表 1：公司水电资产分布及装机容量（万千瓦）	7
表 2：截至 2023 年底公司控股煤电机组分布（万千瓦）	错误!未定义书签。
表 3：集团书面承诺中国电力拥有投集团境内除上海以外地区的资产优先收购与开发权	8
表 4：公司 2023 年 7 月资产收购情况（万千瓦，亿元）	9
表 5：黄河公司水电站情况（库容单位：亿立方米；装机单位：万千瓦时）	10
表 6：绿电重点公司估值表（元，元/股，人民币，来自 wind 一致预期）	11
表 7：水电板块重点公司估值表（元，元/股）	11

1. 国电投集团旗舰平台 清洁化转型阔步向前

公司为国家电投集团旗下唯一全国性电力上市平台，常规能源与新能源双核心主体。国电投集团为我国五大发电集团之一，为全球最大的清洁能源发电集团，但是“大集团、小公司”现象突出。公司为国电投集团旗下唯一的全国性电力上市平台，体量较华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力等其他集团旗舰平台仍有较大差距。

在国企改革以及国家“双碳”战略指引下，公司2021年提出全新发展战略，打造世界一流清洁能源发电公司，规划2025年清洁装机占比达到90%。假设2025年公司煤电规模下降至8GW，则公司“十四五”期间新增新能源装机有望超过50GW，复合增速位居主流电力前列。截至2023年6月底，公司拥有控股装机3294万千瓦，其中火电1156万千瓦，风电752万千瓦，光伏822万千瓦，水电545万千瓦，清洁能源占比达到65%。

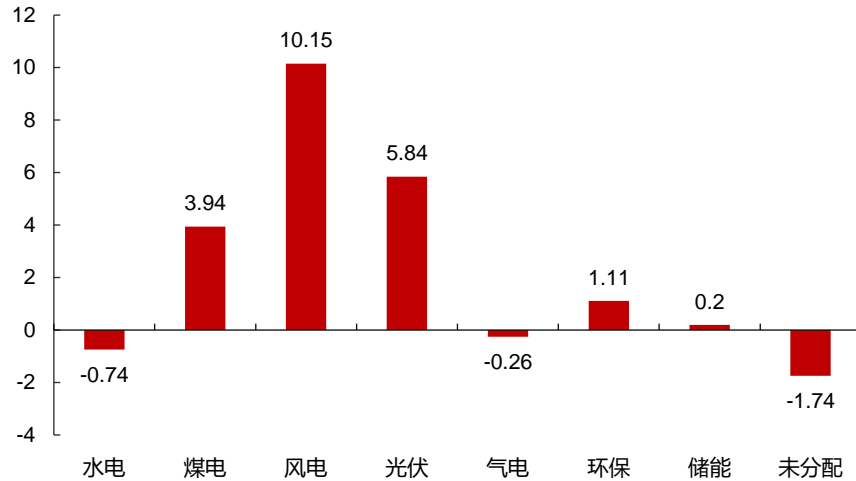
图1：2023年6月底主要电力央企装机及新能源规划情况（装机单位：万千瓦）

公司名称	总装机	火电	新能源	风电	光伏	水电	2021年新增	2022年新增	2023H1新增	十四五完成度	十四五规划	
国电投集团	中国电力	3294	1156	1574	752	822	545	318	503	134	19.10%	5000
	吉电股份	1287	330	957				132	191	51	-	
	上海电力	2115	1272	842	392	450		182	53	23	-	
华能集团	华能国际	13000	10697	2266	1389	877	37	323	294	276	22.33%	4000
	内蒙华电	1285	1140	145	138	7	0	33	0	0	3.30%	1000
华电集团	华电国际	5728	5482				246	527	784	-	-	依靠华电新能
	黔源电力	402	0	79	0	323		75	1	2	15.60%	500
大唐集团	大唐发电	7225	5380	925	599	327	920	77	122	105	10.13%	3000
	大唐新能源	1433	0	1433	1278	155		85	112	14	7.03%	3000
国家能源集团	国电电力	10001	7274	1232	767	465	1495	89	315	173	16.49%	3500
	龙源电力	3162	187.5	2975	2632	343		202	440	52	23.13%	3000
三峡集团	三峡能源	2830		2770	1676	1093	20	730	353	149	41.07%	3000
华润集团	华润电力	5499	3602	1869	1668	201	28	420	325	197	23.55%	4000

资料来源：公司公告，华源证券

分板块来看，新能源已成为公司最主要的利润来源，清洁化转型阔步向前。从业绩来看，公司2023年上半年实现归母净利润18.5亿元（人民币，归母口径，下同），同比增长117.64%，其中水电由于来水严重偏枯，反而亏损0.74亿元（正常年份全国归母贡献在6-8亿人民币），对整体业绩形成拖累；煤电受益于煤价下行以及老旧机组剥离，盈利3.94亿元；风电盈利10.15亿元，光伏盈利5.84亿元，成为最主要的盈利来源。

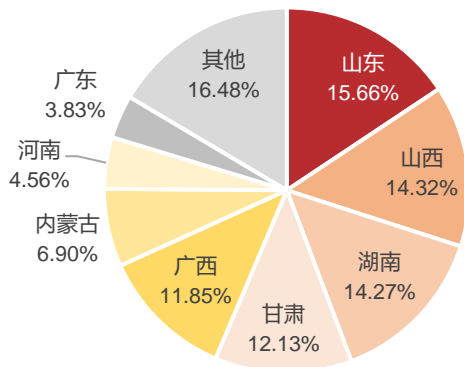
图2：公司2023年上半年分业务归母净利润贡献（亿元人民币）



资料来源：公司公告，华源证券

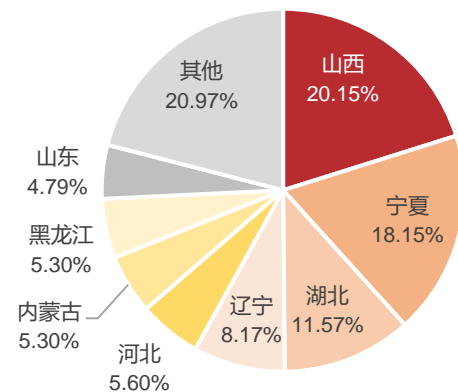
新能源发电量高速增长，装机实现全国布局。根据公司经营数据公告，公司 2023 年实现风电发电量 184.97 亿千瓦时，同比增长 69.23%；实现光伏发电量 146.06 亿千瓦时，同比增长 49.43%，增速在纯绿电公司以及火电转型公司中均处于绝对第一梯队。从机组分布来看，公司风电、光伏均已实现全国布局。

图 3：公司 2023 年风电发电量分布情况



资料来源：公司公告，华源证券

图 4：公司 2023 年光伏发电量分布情况



资料来源：公司公告，华源证券

水电资产以湖南沅江流域为主，五强溪扩建带来装机增长。截至 2024 年 1 月底，公司拥有水电在运控股装机 595 万千瓦，对应权益装机约 381.2 万千瓦，主要位于湖南、贵州与广西，其中湖南、贵州水电处于沅江干流，广西水电处于珠江流域。五强溪扩建工程（2*25 万千瓦）于 2019 年开工，目前已于 2024 年 1 月投产发电，根据报道，扩建工程投产后，五强溪电站水量利用率由 80%提高至 90%，新增年均发电量 5.6 亿千瓦时。

表 1：公司水电资产分布及装机容量（万千瓦）

类型	地区	项目	控股容量	权益占比	权益装机
在运	湖南	五强溪	170	63%	75.6
		托口	83	63%	52.3
		凌津滩	27	63%	17
		洪江	27	63%	17
		碗米坡	24	63%	15.1
	贵州	三板溪	100	59.85%	59.9
		白市	42	59.90%	25.2
		挂治	15	59.85%	9
	广西	长洲	63	79%	49.8
		其他	44.1	9.13%-63%	
	在运合计			595	

资料来源：公司公告，华源证券

公司煤电机组经过优化后，坑口电站占比达到 50%，与中煤集团煤电联营保证盈利稳定性，2023 年上半年盈利超过市场预期。公司确立清洁化转型目标后，对旗下煤电资产进行了多次优化，其中 2022 年 12 月公告向中煤集团子公司中煤电力转让新源融合（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（2022 年亏损达到 10 亿元量级），同时实现与中煤集团的煤电联营，助力公司 2023 年上半年火电业务扭亏为盈。

截至 2023 年底，公司剩余煤电权益装机约 13GW、控股装机约 11GW，坑口电站占比较高。其中，安徽平圩三个电厂以及山西神头二期为坑口电站，装机占比达到 50%；河南区域与中煤集团煤电联营，贵州、四川为电力供需紧张区域。公司控股机组中，60 万千瓦以上机组成装机容量占比达到 94%，在全国范围内属于综合质量极佳的火电资产。

表 2：截至 2023 年底公司控股煤电机组分布（万千瓦）

地区	电厂名称	总装机	机组构成	权益比例	权益装机
安徽	平圩一电	126	2×63	60%	75.6
	平圩二厂	128	2×64	60%	76.8
	平圩三厂	200	2×100	60%	120
	芜湖电厂	132	2×66	20%	26.4
山西	神头二期	200	2×100	100%	200
	苏晋能源	298		10%	28.3
河南	姚孟电厂	216	3×30+2×60	40%	86.4
	商丘电厂	70	2×35	100%	70
江苏	常熟电厂	332	2×100+4×33	50%	166
湖北	大别山电厂	260	2×64+2×66	20.4%	53.04
贵州	普安电厂	132	2×66	95%	125.4
四川	福溪电厂	120	2×60	51%	61.2

广东	新塘电厂	60	2×30	50%	30
湖南	鲤鱼江电厂	60	2×30	25%	15
合计		1108			1134.14

资料来源：公司公告，华源证券。注：不包括参股的上海电力。

此外，公司在新兴产业方面加速布局：1) 储能板块，公司于2021年7月成立合资公司新源智储，2022年入选国务院国资委“科技示范企业”、“国家高新技术企业”名单，建成两条总产能6GWh电池组模生产线；2) 绿电交通板块，公司成立启源芯动力并保持第一大股东地位，启源芯动已于2022年完成A、A+轮融资。

2. 集团全力支持公司做大做强 多次注入优质资产

如之前所述，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%，水电、风电、光伏、火电、核电分别为24.6GW、42.3GW、53.3GW、82.3GW、9.2GW，是全球最大的清洁能源发电集团，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，旗下最大平台中国电力市值远逊于各集团旗舰上市平台。

在国企改革三年行动方案背景下，国资委专题会议格外强调“国有集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司”。**集团战略与公司发展方向高度一致，双碳战略叠加国改背景，集团与公司有望形成共振。**

公司旗舰平台定位拥有书面承诺背书，确保公司在集团中的核心主体地位。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；2020年集团进一步补签协议，将国电投在内地的清洁能源发电厂和境外资产优先收购权给予中国电力，确保公司成为集团新能源开发的核心主体。

表 3：集团书面承诺中国电力拥有投集团境内除上海以外地区的资产优先收购与开发权

取得时间	主要内容	相关文件	适用范围
2004年10月	优先收购权。 中国电力可优先收购中电投集团及中电国际拥有或日后可能拥有的投资于中国的电厂或电力资产（不包括中电投上海地区电厂或电力资产，但包括中电投持有的剩余上海电力股份）	《招股说明书》	中国内地（不含中电投上海地区）
2004年10月	优先开发权。 中国电力可优先把握中电投集团及中电国际可能购入、开发或投资于中国（不包括中电投上海地区）的新电厂、电力项目或电力资产（核能发电除外）的商机。	《招股说明书》	中国内地（不含中电投上海地区）
2020年3月	委托管理资产的优先收购权。 公司通过与国家电投合作，以此为契机管理国家电投在内地的清洁能源发电厂和海外发电厂，并取得托管公司的优先购买权	《委托管理协议》	国家电投在内地的清洁能源发电厂和海外发电厂

资料来源：公司公告，华源证券

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。

1) 2022 年 6 月，收购集团 2.2GW 清洁能源资产。2022 年 6 月中国电力与国电投集团旗下中电新能源、中电国际新能源签订收购协议，通过现金及定向增发股份方式合计收购 2.2GW 清洁能源资产 (1.6GW 风电+0.4GW 光伏+0.2GW 垃圾发电)。收购完成后，公司新能源装机占比提升 3.32 个百分点。

2) 2022 年 12 月，在集团支持下剥离 4.76GW 盈利能力不佳的煤电资产。2022 年 12 月，在集团运作下，公司向中煤集团子公司中煤电力转让新源融合（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（2022 年亏损达到 10 亿元量级），在中煤集团煤电联营下，中国电力火电业务 2023 年实现扭亏为盈。

3) 2022 年 12 月，收购集团 0.6GW 清洁能源资产。2022 年 12 月公司全资子公司向国家电投控股子公司收购紫金山风电 79.67% 股权，交易完成后中国电力控股风电装机增加 57.9 万千瓦。收购完成后，公司清洁能源装机占比提升 0.9 个百分点。

4) 2023 年 7 月，收购 9.27GW 清洁能源资产，为迄今为止最大的一笔收购。2023 年 7 月公司公告计划以现金 108 亿元收购集团 9.27GW 清洁能源资产（已投运 7.53GW、在建 1.74GW），收购对应的标的资产 2022 年 PE 约 13 倍，考虑到在建的 1.74GW 机组，交易价格符合市场价格水平。收购完成后公司囊括国家电投旗下 10 个区域公司，清洁能源装机容量增加 50%，清洁能源装机占比提升超过 7 个百分点，达到 73%。

表 4：公司 2023 年 7 月资产收购情况（万千瓦，亿元）

	股权	装机	净利润	净资产	权益净利润	权益净资产	收购价	PE
北京公司	55.15%	453	7.7	131	4.25	72.25	58.3	13.73
黑龙江公司	100%	165	0.5	17.7	0.50	17.70	11.11	22.22
福建公司	100%	51.4	0.46	16.53	0.46	16.53	12.51	27.20
山西公司	100%	52.2	0.2	10.8	0.20	10.80	6.17	30.85
揭阳公司	100%	31.6	2.9	18.1	2.90	18.10	19.74	6.81
合计		753.20	11.76	194.13	8.31	135.38	107.83	12.98

资料来源：公司公告，华源证券

目前国电投集团旗下已投运未上市水电资产 19GW。截至 2022 年底，国电投已投运水电装机 24.6GW，旗下电力上市平台中（中国电力、上海电力、吉电股份），仅中国电力拥有已投运水电资产 5.45GW，由此测算国电投旗下未上市水电资产达 19GW。

目前国电投旗下未上市水电资产中，**最大体量的单体资产为青海黄河上游水电开发有限责任公司（简称“黄河水电”）**。根据黄河水电官网，国电投集团持有“国电投黄河上游水电开发公司有限公司”94.17% 股份，“国电投黄河上游水电开发有限公司”再持有“青海黄河上游水电开发有限公司”65% 股权。结合国电投集团债券募集说明书与黄河水电官

方微信公众号，截至 2023 年 6 月，黄河公司水电装机 1136 万千瓦、火电 262 万千瓦、风电 417 万千瓦、光伏 934 万千瓦。2022 年国电投黄河水电实现营业收入 420 亿元，实现净利润 38 亿元（其中最主要的利润来源及青海黄河水电）。

表 5：黄河公司水电站情况（库容单位：亿立方米；装机单位：万千瓦时）

流域	电站	总库容	调节库容	装机结构	装机容量
黄河干流	班多水电站	1535		3*12	36
	龙羊峡水电站	274	193.6	4*32	128
	拉西瓦水电站	10.79		6*70	420
	李家峡水电站			4*40	160
	公伯峡水电站	6.2	0.75		150
	积石峡水电站	2.94		3*34	102
	苏只水电站	0.455		3*7.5	22.5
	盐锅峡水电站	2.79		3*	45.2
	八盘峡水电站			6*	22
	青铜峡水电站			7*3.6+2	27.2
大通河	纳子峡水电站	7.33	1.72	3*	8.7
	东旭二级水电站			2*0.4	0.8
	卡素峡水电站			3*0.5	1.5
	青岗峡水电站			3*1.25+0.63	4.38
	加定水电站				1.2
	金沙峡水电站			3*2+1	7
嘉陵江干流	巨亭水电站	0.3265			4
水电合计					1136.48

资料来源：黄河水电官网等，华源证券

3. 盈利预测与估值

核心假设：

1) 煤电：结合煤炭现货价格以及供需关系，假设公司 2023-2025 年煤电单位燃料成本分别同比变动-18%/-3%/-2%；

2) 新能源：结合公司战略规划及资产注入，预计风电 2023-2025 年每年新增装机分别为 300、300、300 万千瓦，光伏每年新增装机分别为 700、800 和 1000 万千瓦；

在上述假设下，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 32.30、48.01 和 69.30 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 12、8、6 倍。

分部估值法下，我们分析公司当前市值被严重低估：

1) 新能源板块内在价值约 400 亿元人民币。我们预计公司 2023 年新能源板块归母净利润在 40 亿元人民币左右（含拟收购的新能源资产贡献归母净利润 10 亿元量级），公司

“十四五”新能源装机复合增速位居 A+H 股前列，参考 A+H 股新能源运营商平均 PE 水平（可比公司三峡能源、龙源电力、节能风电，2023 年平均 PE 约为 14 倍），考虑到港股市场流动性因素，我们给予公司新能源业务 10 倍 PE，2023 年新能源板块内在价值约 400 亿元人民币。

表 6：绿电重点公司估值表（元，元/股，人民币，来自 wind 一致预期）

板块	代码	简称	收盘价 2024/3/15	EPS			PE			PB (lf)
				23E	24E	25E	23E	24E	25E	
新能源	600905.SH	三峡能源	4.73	0.27	0.33	0.39	18	14	12	1.64
	0916.HK	龙源电力 H	5.71	0.95	1.11	1.27	6	5	4	0.59
	001289.SZ	龙源电力 A	19.05	0.95	1.11	1.27	20	17	15	2.32
	601016.SH	节能风电	3.06	0.24	0.28	0.31	13	11	10	1.23
	000862.SZ	银星能源	5.96	0.33	0.55	0.88	18	11	7	1.30
平均							15	12	10	1.42

资料来源：Wind，华源证券，业绩预测来自 wind 一致预期。

2) 水电为可预见的将来最优质的电源类型，给予 134 亿元人民币估值。水电现金流价值凸显，2022 年底公司分部水电归母净资产 67 亿元人民币，参考 A 股优质水电估值（长江电力、华能水电、桂冠电力平均 PB 2.76 倍），考虑到公司水电集中在沅江流域，且不具备大型调节电站，质地略低于优质大水电；同时考虑到港股市场流动性因素，我们给予公司水电业务 2 倍 PB，估值 134 亿元人民币。

表 7：水电板块重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	收盘价 2024/3/15	EPS			PE			PB (lf)
				23E	24E	25E	23E	24E	25E	
水电	600900.SH	长江电力	24.71	1.12	1.39	1.46	22	18	17	2.98
	600025.SH	华能水电	9.49	0.42	0.47	0.51	23	20	19	3.19
	600674.SH	川投能源	16.18	0.96	1.11	1.18	17	15	14	2.03
	002039.SZ	黔源电力	16.11	0.58	1.17	1.26	28	14	13	1.79
	600236.SH	桂冠电力	5.90	0.15	0.36	0.38	40	17	16	2.83
	600886.SH	国投电力	14.72	0.85	1.01	1.14	17	15	13	2.07
平均值							26	17	16	2.56

资料来源：Wind，华源证券。盈利预测为华源证券预测。

3) 火电部分质地极佳，坑口电站占比达到 50%，给予 100 亿元人民币估值。考虑到公司火电机组为坑口电站或煤电联营，预计公司火电归母净利润中枢 10 亿元左右。A 股市场煤电一体化公司较为稀缺，主要为内蒙华电和陕西能源，其中内蒙华电 2023 年 wind 一

致预期 PE 为 10.63 倍，陕西能源 TTM PE 为 12.45 倍，给予公司火电 10 倍 PE，对应市值 100 亿人民币。

4) 上海电力股权价值 32 亿元人民币。公司持有上海电力股权 13.88%，按照当前上海电力约 244 亿元市值计算，股权对应价值约 32 亿元人民币。

5) 储能业务暂不给予估值，总部费用按照-100 亿元人民币估值扣减。除以上分部业绩外，公司还有储能业务以及较多的总部费用，目前储能业务盈利较少，当前市场环境下，保守起见我们暂不给予估值。总部费用每年波动较大，整体在-5 到-10 亿元之间，我们按照-100 亿元在总估值中扣减。

由此，我们计算公司合理估值为（新能源 400）+（水电 134）+火电（100）+上海电力股权（32）+（总部费用扣减-100）=566 亿元人民币，对应约 615 亿港币（人民币兑港元汇率 1.0873），较当前市值拥有约 50%空间。

风险提示：1) 新能源装机及盈利能力不及预期，现货市场存在电价风险。2) 沅江流域来水天然波动较大。3) 资产注入进展不及预期。

表 8：公司利润表预测（百万人民币）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	28428	34734	43689	48089	58880	68443
其他收入-经营	284	514	747	747	747	747
燃料费用	-10876	-17938	-22726	-14065	-13643	-13370
折旧	-5321	-6093	-7661	-9496	-13414	-16126
职工薪酬	-2943	-3334	-3840	-4224	-4647	-4879
工程支出		-511	-60	-60	-80	-80
维修及保养费用	-778	-867	-965	-1061	-1273	-1401
销售设备成本			-694	-6400	-8840	-11050
易耗品	-347	-423	-561	-550	-680	-750
其他经营净收益	54	954	2516	300	300	300
其他支出-经营	-2128	-2435	-2841	-2983	-3579	-3937
营业利润	6372	4601	7604	10297	13770	17896
财务收入	330	127	154	143	150	150
财务费用	-3204	-3862	-4261	-5355	-6496	-7586
应占联营公司损益	284	-214	-155	200	200	200
应占共同控制实体损益	44	-119	2	2	2	2
除税前溢利	3826	533	3344	5288	7627	10662
所得税	-901	-362	-659	-1058	-1525	-2132
净利润(含少数股东权益)	2926	171	2685	4230	6101	8530
净利润(不含少数股东权益)	1708	-516	2648	3230	4801	6930

资料来源：Wind，华源证券

表 9：公司资产负债表预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产:						
货币资金	604	1006	842	884	796	700
交易性金融资产	3172	2433	2146	2146	2146	2146
应收票据及应收账款	454	451	713	713	713	713
应收票据	96	118	59			
应收账款	358	333	655			
应收款项融资	34	22	18	18	18	18
预付款项	16	9	5	5	5	5
其他应收款(合计)	123	29	630	630	630	630
应收股利	94	0	0	0	0	0
应收利息	1	0	1	1	1	1
其他应收款	28	28	629	629	629	629
存货	133	121	101	101	101	101
合同资产		15	9	9	9	9
其他流动资产	8	10	3	3	3	3
流动资产合计	4543	4096	4467	4509	4421	4326
非流动资产:						
发放贷款及垫款						
债权投资	63	59	55	55	55	55
可供出售金融资产						
其他权益工具投资	1228	2239	2591	2591	2591	2591
其他非流动金融资产		1759	1759	1759	1759	1759
长期股权投资	28923	32150	36083	38323	40927	43689
投资性房地产				0	0	0
固定资产(合计)	5310	5918	6398	6398	6398	6398
固定资产	5310	5918	6398			
固定资产清理						
在建工程(合计)	885	1711	2335	2335	2335	2335
在建工程	885	1705	2335			
工程物资		6				
使用权资产		15	93	93	93	93
无形资产	285	300	501	501	501	501
开发支出			2	2	2	2
商誉				0	0	0
长期待摊费用	6	21	20	20	20	20
递延所得税资产	49	57	74	74	74	74
其他非流动资产	37	142	336	336	336	336
非流动资产合计	36786	44371	50246	52487	55091	57853
资产总计	41329	48467	54714	56996	59512	62179
流动负债:						

短期借款	3398	4836	2562	2562	2562	2562
应付票据及应付账款	176	196	242	242	242	242
应付票据	1	1	2			
应付账款	175	195	240			
预收款项	0	0	0			
合同负债	11	20	13	13	13	13
应付职工薪酬	105	172	217	217	217	217
应交税费	95	83	129	129	129	129
其他应付款(合计)	493	1208	1407	1407	1407	1407
应付利息	27	24	24			
应付股利	3	0	120			
其他应付款	463	1184	1263			
一年内到期的非流动负债	591	280	1323	1323	1323	1323
其他流动负债	524	1030	2044	2044	2044	2044
流动负债合计	5394	7825	7938	7938	7938	7938
非流动负债:						
长期借款	1603	2739	4128	4028	3928	3828
应付债券	3995	5012	6711	6711	6711	6711
租赁负债		10	83	83	83	83
长期应付款(合计)	15	13	13	13	13	13
长期应付款	13	13	13			
专项应付款	2	0	0			
长期应付职工薪酬	326	327	328	328	328	328
预计负债	12	30	31	31	31	31
递延所得税负债	226	223	284	284	284	284
递延收益-非流动负债	1	0		0	0	0
非流动负债合计	6177	8353	11577	11477	11377	11277
负债合计	11571	16178	19515	19415	19315	19215
所有者权益(或股东权益):						
实收资本(或股本)	4402	4406	4461	4580	4580	4580
其它权益工具	669	662	582	582	582	582
其中: 优先股						
永续债						
资本公积金	4054	4088	4572	4572	4572	4572
其它综合收益	27	1033	1390	1390	1390	1390
专项储备			2	2	2	2
盈余公积金	6722	7493	8369	8369	8369	8369
一般风险准备						
未分配利润	12922	13565	14441	16642	19198	21893
归属于母公司所有者权益合计	28796	31247	33817	36138	38693	41389
少数股东权益	962	1042	1382	1443	1504	1575

所有者权益合计	29758	32289	35199	37581	40197	42964
---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 华源证券

表 10: 公司现金流量表预测 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量:						
销售商品、提供劳务收到的现金	1038	1345	1393	1486	1450	1450
收到的税费返还	8	7	13			
收到其他与经营活动有关的现金	45	63	69	16	16	16
经营活动现金流入(金融类)				11	11	11
经营活动现金流入小计	1091	1415	1475	1513	1477	1477
购买商品、接受劳务支付的现金	231	238	274	873	873	873
支付给职工以及为职工支付的现金	182	279	313	254	248	271
支付的各项税费	190	237	214	82	81	85
支付其他与经营活动有关的现金	92	114	61	0	0	0
经营活动现金流出小计	695	868	862	1209	1203	1229
经营活动产生的现金流量净额	396	547	614	304	274	248
投资活动产生的现金流量:						
收回投资收到的现金	8678	5303	6554			
取得投资收益收到的现金	2626	2692	2391	2390	2754	2912
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	30	0	1			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额						
收到其他与投资活动有关的现金	0	7	6			
投资活动现金流入小计	11334	8003	8952	2390	2754	2912
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	460	905	649			
投资支付的现金	8381	8817	8649	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	842	114	252	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	169	679	600			
投资活动现金流出小计	9851	10515	10149	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	1483	-2513	-1197	2390	2754	2912
筹资活动产生的现金流量:						
吸收投资收到的现金	21	83	90	119	0	0
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金		83	90			
取得借款收到的现金	8716	11496	10666	-100	-100	-100
收到其他与筹资活动有关的现金	0	786	400			
发行债券收到的现金			2500			
筹资活动现金流入小计	8737	12365	13656	19	-100	-100
偿还债务支付的现金	8945	7566	10201			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1771	1967	2216	2672	3016	3155

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润		33	51			
支付其他与筹资活动有关的现金	7	467	822			
筹资活动现金流出小计	10723	9999	13238	2672	3016	3155
筹资活动产生的现金流量净额	-1986	2365	418	-2652	-3116	-3255

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数