

电力	收盘价 港元 3.74	目标价 港元 4.75个	潜在涨幅 +27.0%	2024年6月6日
----	----------------	-----------------	----------------	-----------

中国电力 (2380 HK)

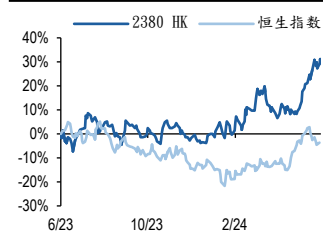
改善消纳的新政策仍有利新增风/光项目推进，上调目标价

- ⊕ **水电如期复苏，小幅调升水电利用小时预测。**公司4月份水电复苏进度理想，单月发电量重回2千吉瓦时的水平，1-4月发电量同比大幅上升81%。按去年2季度进入丰水期，我们预期今年5/6月公司水电发电量有望维持在4月的水平，我们保守估计公司2024年2季度水电发电量为6千吉瓦时，低于2021/2022年同期约10%/15%。同时我们上调2024全年水电利用小时由2,750至2,900小时，仍略低于2020-23年均值3,480小时。
- ⊕ **全年风/光利用小时水平有待观察，预期今年光伏装机仍高于风电。**风光发电方面，我们之前预测公司对项目微调，以提升利用小时的效果可能在今年内未必明显。因为除今年1-4月内地风/光利用率轻微下降外，公司亦表示期间风速数值较去年同期为低。我们估算期内公司的风电/光伏利用小时应同比下跌约3%/9%。虽然如此，公司今年1-4月风/光发电量同比大升52%/88%，增量主要由并购及新建项目贡献。综上，我们下调2024年公司风/光利用小时预测1%至去年相同水平。因去年3季度风速为低基数，我们需要更多的数据来判断全年的利用小时情况。同时，与公司了解后，我们亦调整了公司全年风/光新增装机的占比，由原来4.5/2.5吉瓦调整至3.0/4.0吉瓦，全年维持7.0吉瓦的新增装机量预测。
- ⊕ **新能源消纳政策对公司新装机带动的售电增长起保障作用，维持买入。**计及我们对风/光/水电板块利用小时及装机预测的调整，我们上调公司2024-26年每股盈利预测2.2%/2.5%/0.3%。我们认为国家加快对新能源消纳提出调整及加强配套的方案，将保障新增装机投运后仍能维持合理利用率，公司未来新增风/光装机量较多（未来三年在7吉瓦以上），对公司发电量提升带来的盈利增长应有较好保障。我们把估值基准转至2025年，维持各分部估值，以分部估值法上调目标价至4.75港元（前为3.9港元），维持买入评级。预期50%的分红比例，2025年7.7%股息率仍有一定吸引力。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	3.79
52周低位 (港元)	2.68
市值 (百万港元)	46,264.55
日均成交量 (百万)	20.88
年初至今变化 (%)	30.31
200天平均价 (港元)	3.13

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	43,689	44,262	51,432	56,755	61,756
同比增长 (%)	23.1	1.3	16.2	10.4	8.8
净利润 (百万人民币)	2,648	3,084	5,038	7,060	8,791
每股盈利 (人民币)	0.20	0.22	0.37	0.54	0.68
同比增长 (%)	-656.4	7.2	73.4	43.8	26.1
前EPS预测值 (人民币)			0.36	0.52	0.67
调整幅度 (%)			2.2	2.5	0.3
市盈率 (倍)	17.3	16.1	9.3	6.5	5.1
每股账面净值 (人民币)	3.10	3.11	3.30	3.56	3.90
市账率 (倍)	1.12	1.12	1.05	0.97	0.89
股息率 (%)	3.2	3.8	5.4	7.7	9.7

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 装机归属装机容量预测

年结 12 月 31 日 (兆瓦)	原预测			新预测			差异		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
煤电	11,080	11,080	11,080	11,080	11,080	11,080	0	0	0
水电	5,951	5,951	5,951	5,951	5,951	5,951	0	0	0
风电	16,516	20,016	23,516	15,016	18,516	22,016	-1,500	-1,500	-1,500
光伏发电	17,649	21,649	25,649	19,149	23,149	27,149	1,500	1,500	1,500
燃气发电	505	505	505	505	505	505	0	0	0
生物质发电	317	317	317	317	317	317	0	0	0
总计	52,019	59,519	67,019	52,019	59,519	67,019	0	0	0
可再生能源装机的权重(%)	78.7	81.4	83.5	78.7	81.4	83.5	0	0	0

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 发电量预测（按全资拥有或控股的发电厂）

年结 12 月 31 日 (吉瓦时)	原预测			新预测			差异(%)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
煤电	57,835	57,835	57,835	58,281	58,281	58,281	0.8	0.8	0.8
水电	16,365	16,663	17,258	17,258	19,638	20,531	5.5	17.9	19.0
风电	29,927	39,645	47,996	28,361	35,287	43,008	(5.2)	(11.0)	(10.4)
光伏发电	24,686	29,770	36,877	25,141	31,277	37,413	1.8	5.1	1.5
燃气发电	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185	0	0	0
生物质发电	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	0	0	0
总计	133,241	148,341	164,394	133,468	148,912	163,661	0.2	0.4	(0.4)

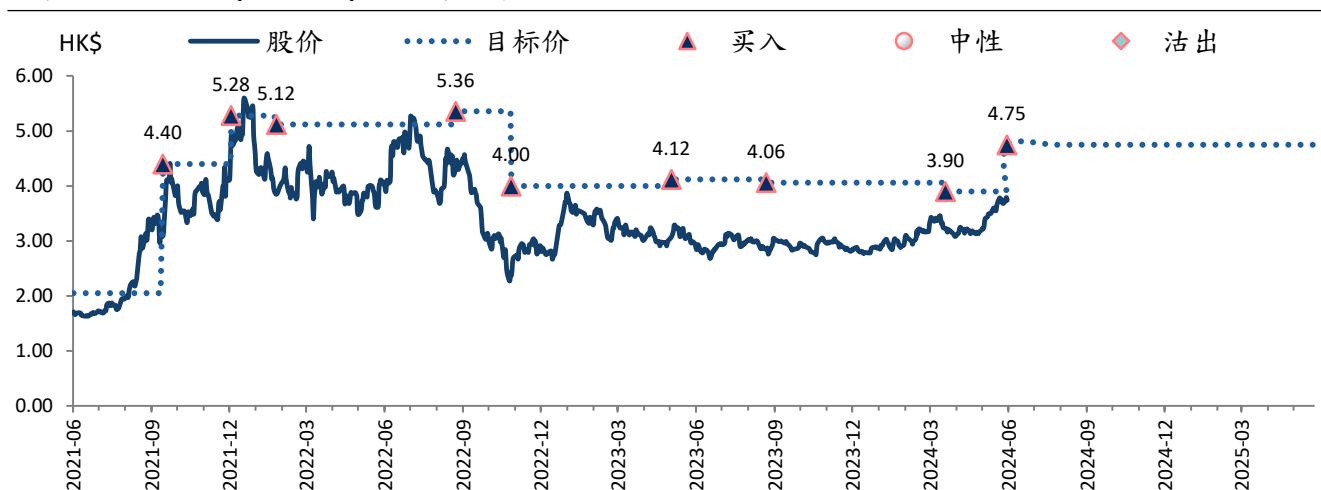
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 分部加总估值法

年结 12 月 31 日	估值基准	估值 (人民币百万)	每股价值(港元)
燃煤和燃气发电	0.70x 2025E 市净率	9,279	0.81
水电	0.75x 2025E 市净率	6,034	0.53
风电	8.5x 2025E 市盈率	36,904	3.22
光伏发电	8.5x 2025E 市盈率	21,815	1.90
储能业务	10.0x 2025E 市盈率	394	0.03
未分配	1.00x 2025E 市净率	(20,042)	(1.75)
加总		54,386	4.75

资料来源：交银国际预测

图表 4: 中国电力 (2380 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
2380 HK	中国电力	买入	3.84	4.75	23.7%	2024年06月06日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.65	9.03	18.0%	2024年05月28日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.12	2.10	-0.9%	2024年04月01日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.01	2.00	-0.5%	2024年03月28日	运营商
836 HK	华润电力	买入	23.65	22.70	-4.0%	2024年03月20日	运营商
688390 CH	固德威	买入	97.65	113.50	16.2%	2024年04月26日	光伏制造(逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	99.90	124.50	24.6%	2024年04月23日	光伏制造(逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	9.06	12.04	32.9%	2024年05月10日	光伏制造(多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.42	1.67	16.7%	2024年03月18日	光伏制造(多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.66	4.98	6.9%	2024年04月30日	光伏制造(光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	4.71	6.65	41.2%	2024年04月10日	光伏制造(光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	15.22	19.50	28.1%	2024年03月28日	光伏制造(光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.08	1.16	7.4%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至2024年6月6日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	43,689	44,262	51,432	56,755	61,756
主营业务成本	(22,726)	(16,801)	(15,430)	(15,124)	(14,825)
毛利	20,964	27,461	36,002	41,631	46,931
销售及管理费用	(13,359)	(18,745)	(22,482)	(24,118)	(25,947)
经营利润	7,604	8,715	13,520	17,512	20,984
财务成本净额	(4,107)	(3,995)	(4,262)	(4,522)	(4,702)
应占联营公司利润及亏损	(153)	706	807	902	1,016
税前利润	3,344	5,427	10,065	13,893	17,298
税费	(659)	(893)	(2,315)	(3,195)	(3,979)
非控股权益	(37)	(1,449)	(2,713)	(3,637)	(4,529)
净利润	2,648	3,084	5,038	7,060	8,791
归于权益的分派	(167)	(424)	(424)	(424)	(424)
作每股收益计算的净利润	2,481	2,660	4,614	6,636	8,367

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,228	5,739	6,429	6,593	7,382
应收账款及票据	19,229	33,203	37,440	41,315	44,956
存货	1,091	2,380	2,375	2,459	2,555
其他流动资产	6,337	4,320	4,320	4,320	4,320
总流动资产	30,886	45,642	50,565	54,687	59,213
物业、厂房及设备	142,306	202,556	217,585	233,387	247,607
无形资产	9,119	17,376	16,727	16,078	15,429
合资企业/联营公司投资	6,656	10,261	11,068	11,970	12,986
其他长期资产	22,438	29,972	29,569	29,166	28,764
总长期资产	180,519	260,165	274,950	290,602	304,786
总资产	211,405	305,807	325,515	345,289	363,998
短期贷款	23,461	37,134	39,422	40,711	41,609
应付账款	18,164	25,841	27,151	27,914	28,788
其他短期负债	4,300	12,196	12,890	13,849	15,042
总流动负债	45,925	75,171	79,464	82,474	85,439
长期贷款	89,439	127,448	137,420	146,805	153,413
其他长期负债	7,451	8,167	8,167	8,167	8,167
总长期负债	96,890	135,615	145,587	154,972	161,580
总负债	142,815	210,786	225,051	237,446	247,019
股本	24,509	24,509	24,509	24,509	24,509
储备及其他资本项目	13,820	13,956	16,263	19,581	23,764
股东权益	38,329	38,465	40,772	44,090	48,273
记作权益的金融工具	8,639	15,175	15,599	16,023	16,447
非控股权益	21,621	41,381	44,094	47,731	52,259
总权益	68,590	95,021	100,464	107,844	116,980

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,344	5,427	10,065	13,893	17,298
合资企业/联营公司收入调整	153	(706)	(807)	(902)	(1,016)
折旧及摊销	7,285	8,654	11,748	12,402	13,303
营运资本变动	(2,676)	(3,488)	(2,923)	(3,197)	(2,862)
税费	(545)	(1,134)	(1,621)	(2,237)	(2,785)
其他经营活动现金流	(1,835)	1,150	1,052	1,052	1,052
经营活动现金流	5,726	9,903	17,515	21,011	24,990
资本开支	(17,596)	(24,648)	(26,778)	(28,204)	(27,523)
投资活动	(2,631)	(1,971)	0	0	0
其他投资活动现金流	151	(225)	0	0	0
投资活动现金流	(20,075)	(26,844)	(26,778)	(28,204)	(27,523)
负债净变动	9,442	9,198	12,260	10,674	7,505
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(3,325)	(3,230)	(2,307)	(3,318)	(4,183)
其他融资活动现金流	10,692	12,485	0	0	0
融资活动现金流	16,808	18,452	9,953	7,356	3,322
汇率收益/损失	3	(1)	0	0	0
年初现金	1,767	4,228	5,739	6,429	6,593
年末现金	4,228	5,739	6,429	6,593	7,382

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.201	0.215	0.373	0.536	0.676
全面摊薄每股收益	0.201	0.215	0.373	0.536	0.676
每股股息	0.110	0.132	0.186	0.268	0.338
每股账面值	3.099	3.110	3.296	3.564	3.902
利润率分析(%)					
毛利率	48.0	62.0	70.0	73.4	76.0
净利率	6.1	7.0	9.8	12.4	14.2
盈利能力(%)					
ROA	1.2	0.9	1.4	1.9	0.0
ROE	3.6	2.8	4.6	6.2	0.0
其他					
净负债权益比(%)	158.4	167.2	169.6	167.8	160.4
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转天数	10.1	22.5	21.0	21.0	0.0
应收账款周转天数	105.6	208.1	200.0	200.0	0.0
应付账款周转天数	23.8	36.2	36.2	36.2	0.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。