

电力	收盘价 港元 23.55	目标价 港元 27.55个	潜在涨幅 +17.0%	2024年6月14日
----	-----------------	------------------	----------------	------------

华润电力 (836 HK)

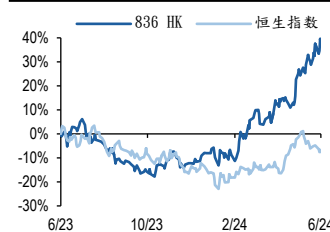
装机容量对今年利用率变化有韧性，盈利成长性仍清晰

- 去年新增项目较多，今年前四个月风/光发电量同比变动仍优于同业。面对年初至今风速较弱及全国限电率轻微上升，公司风/光发电量在今年前4个月仍保持同比上升8%/191%，我们认为公司去年风/光新增3.1/2.2吉瓦（同比增20%/184%）仍对发电量仍有保障。同时，我们亦留意到公司水电利用率恢复的情况弱于预期，我们的理解是公司分别在云南和四川的项目较受个别地区的水文情况影响，来水暂时未有明显的改善。目前我们维持公司风/光利用小时预测，但下调水电利用小时1.6%以反映目前来水的情况。
- 火电装机偏高仍有利，增加今年盈利端的韧性。虽然公司在我们覆盖的运营商中火电装机占比最高，但在今年风/光电价及利用小时下行的情景，公司反而显出盈利端的韧性，特别是在目前煤价同比下行的情况下。我们测算火电燃料成本每变动1%，2024/25年盈利变动约为2%，风/光利用小时每变动1%，2024/25年盈利变动约为1.2%。
- 装机加快的利好仍有较清晰，上调目标价。我们对经营成本及水电的利用小时作调整，因此下调2024/25年盈利预测0.5%/1.3%。考虑到目前政策仍对公司加快装机后的利用率有保障，我们把分部估值法的基准转至2025年，维持估值倍数下，上调目标价至27.55港元，维持买入评级。我们认为，受惠于煤价同比下降，公司中报相对其它新能源运营商或有较好的同比增长。
- 不排除年内仍有回调买入的机会。年初至今，公司股价已有超过50%涨幅，特别在今年2季度内已有30%的回报。我们认为公司2023年以来均保持优于同业的ROE是其中一个主因，加上目前市场对分红重视，在公司盈利高速增长期内令股息率及估值更有吸引力。然而目前估值得到修复后，以我们2025年的估值来说，目前上升空间已少于今年2季度内的涨幅，我们认为投资者可选择等候回调后买入的机会。

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)	24.00
52周低位 (港元)	14.04
市值 (百万港元)	113,285.86
日均成交量 (百万)	30.35
年初至今变化 (%)	50.58
200天平均价 (港元)	17.97

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 (百万港元)	103,305	103,334	108,307	117,446	126,419
同比增长 (%)	14.3	0.0	4.8	8.4	7.6
净利润 (百万港元)	7,463	11,333	15,785	19,392	23,347
每股盈利 (港元)	1.46	2.29	3.21	3.96	4.78
同比增长 (%)	188.8	56.2	40.5	23.3	20.8
前EPS预测值 (港元)			3.23	4.02	4.87
调整幅度 (%)			-0.5	-1.3	-1.7
市盈率 (倍)	16.1	10.3	7.3	5.9	4.9
每股账面净值 (港元)	17.10	17.66	19.49	22.10	25.22
市账率 (倍)	1.38	1.33	1.21	1.07	0.93
股息率 (%)	2.5	6.0	5.5	6.7	8.1

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: 装机容量及售电量预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
应占装机容量 (兆瓦)					
火电	35,577	37,167	38,167	39,167	40,167
风电	15,512	18,618	22,618	26,618	30,618
光伏	1,212	3,442	7,442	12,442	17,442
水电	280	280	280	280	280
总计	52,581	59,507	68,507	78,507	88,507
新能源装机比重 (%)	32.3	41.2	48.0	53.7	58.1
售电量 (吉瓦时)					
火电	146,117	149,452	55,974	71,316	87,206
风电	35,255	39,612	48,084	57,309	66,345
光伏	1,352	2,863	6,574	12,607	19,462
水电	1,880	1,337	1,316	1,400	1,400
总计	184,604	193,265	210,114	230,144	250,723

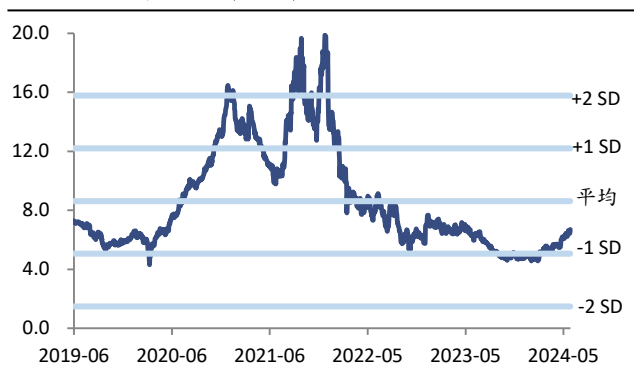
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 分部加总估值

板块	估值基准	估值 (百万港元)	每股价值 (港元)
火电	0.75x 2025E P/B	14,286	2.97
新能源	8.0x 2025E P/E	118,254	24.58
总计		132,540	27.55

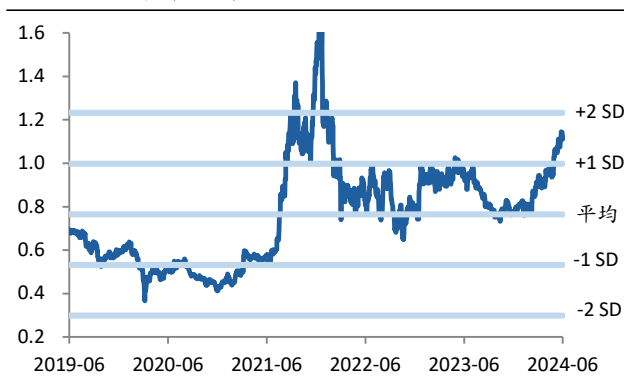
资料来源: 交银国际预测

图表 3: 历年预测市盈率区间



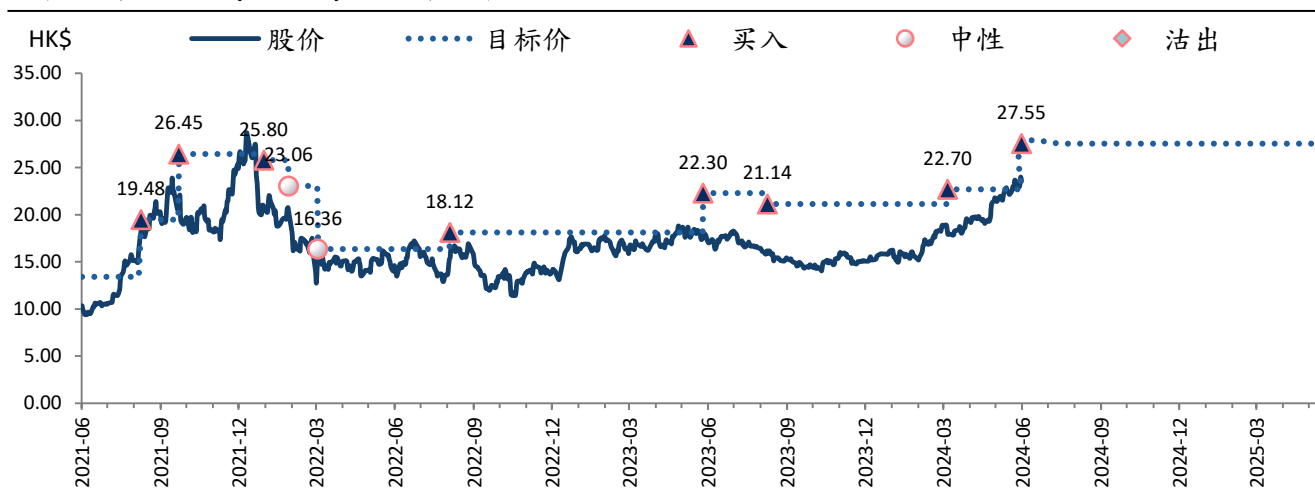
资料来源: Factset, 交银国际预测

图表 4: 历年市净率区间



资料来源: Factset, 交银国际预测

图表 5: 华润电力 (836 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 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
836 HK	华润电力	买入	23.55	27.55	17.0%	2024年06月14日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.13	2.50	17.4%	2024年06月13日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.83	4.75	24.0%	2024年06月06日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.76	9.03	16.4%	2024年05月28日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.05	2.21	7.8%	2024年06月13日	运营商
688390 CH	固德威	买入	63.87	81.07	26.9%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	66.59	88.93	33.5%	2024年04月23日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.88	12.04	35.6%	2024年05月10日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.36	1.62	19.1%	2024年06月07日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.60	4.98	8.3%	2024年04月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	4.35	6.65	52.9%	2024年04月10日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.90	19.50	40.3%	2024年03月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.14	1.16	1.8%	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 14 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	103,305	103,334	108,307	117,446	126,419
主营业务成本	(78,713)	(69,229)	(68,536)	(72,203)	(75,637)
毛利	24,592	34,105	39,771	45,243	50,782
销售及管理费用	(15,207)	(18,151)	(17,587)	(17,965)	(18,198)
其他经营净收入/费用	4,166	2,244	2,093	2,160	2,231
经营利润	13,551	18,198	24,277	29,438	34,815
财务成本净额	(3,890)	(4,241)	(4,821)	(5,259)	(5,467)
应占联营公司利润及亏损	(199)	1,541	1,557	1,636	1,732
税前利润	9,461	15,499	21,013	25,814	31,080
税费	(1,906)	(3,389)	(4,203)	(5,163)	(6,216)
非控股权益	(93)	(778)	(1,025)	(1,260)	(1,517)
净利润	7,463	11,333	15,785	19,392	23,347
归于权益的分派	(420)	(329)	(329)	(329)	(329)
作每股收益计算的净利润	7,042	11,003	15,456	19,062	23,018

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,721	4,083	6,332	6,871	7,491
应收账款及票据	35,616	40,467	41,543	45,048	48,490
存货	4,582	4,017	3,860	3,923	3,995
其他流动资产	2,763	1,050	1,050	1,050	1,050
总流动资产	50,682	49,617	52,785	56,892	61,026
物业、厂房及设备	191,356	215,752	243,251	270,367	291,669
无形资产	11,094	15,275	15,275	15,275	15,275
合资企业/联营公司投资	15,048	22,128	22,768	23,487	24,302
其他长期资产	15,207	19,624	19,624	19,624	19,624
总长期资产	232,705	272,779	300,917	328,753	350,870
总资产	283,388	322,396	353,703	385,644	411,896
短期贷款	38,383	33,365	40,038	48,045	52,850
应付账款	30,248	36,424	35,180	35,749	36,405
其他短期负债	14,252	14,273	14,904	15,678	16,610
总流动负债	82,883	84,062	90,121	99,473	105,865
长期贷款	93,322	125,827	140,926	149,382	152,370
其他长期负债	6,629	7,959	7,959	7,959	7,959
总长期负债	99,951	133,787	148,886	157,341	160,329
总负债	182,834	217,849	239,007	256,814	266,194
股本	22,317	22,317	22,317	22,317	22,317
储备及其他资本项目	59,922	62,657	71,451	83,997	99,023
股东权益	82,239	84,974	93,768	106,313	121,339
记作权益的金融工具	10,664	10,664	10,994	11,323	11,652
非控股权益	7,651	8,909	9,935	11,194	12,711
总权益	100,554	104,547	114,696	128,830	145,703

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	9,461	15,499	21,013	25,814	31,080
合资企业/联营公司收入调整	199	(1,541)	(1,557)	(1,636)	(1,732)
折旧及摊销	14,430	14,720	16,181	18,244	20,278
营运资本变动	(595)	(3,402)	(2,163)	(2,998)	(2,858)
利息调整	3,698	4,116	4,821	5,259	5,467
税费	(1,863)	(2,998)	(3,572)	(4,388)	(5,284)
其他经营活动现金流	(1,163)	2,476	0	0	0
经营活动现金流	24,167	28,869	34,723	40,295	46,950
资本开支	(32,580)	(38,777)	(43,680)	(45,360)	(41,580)
投资活动	(881)	(258)	0	0	0
其他投资活动现金流	(386)	(4,951)	917	917	917
投资活动现金流	(33,847)	(43,986)	(42,763)	(44,443)	(40,663)
负债净变动	13,070	23,137	21,772	16,463	7,792
权益净变动	105	0	0	0	0
股息	(1,226)	(3,386)	(6,662)	(6,517)	(7,992)
其他融资活动现金流	(1,790)	(7,922)	(4,821)	(5,259)	(5,467)
融资活动现金流	10,159	11,829	10,290	4,687	(5,666)
汇率收益/损失	(691)	(351)	0	0	0
年初现金	7,934	7,721	4,083	6,332	6,871
年末现金	7,721	4,083	6,332	6,871	7,491

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(港元)					
核心每股收益	1.464	2.287	3.213	3.963	4.785
全面摊薄每股收益	1.464	2.287	3.213	3.963	4.785
每股股息	0.586	1.415	1.285	1.585	1.914
每股账面值	17.096	17.664	19.492	22.101	25.224
利润率分析(%)					
毛利率	23.8	33.0	36.7	38.5	40.2
EBITDA利润率	27.1	31.9	37.7	41.5	44.8
EBIT利润率	13.1	17.6	22.4	25.1	27.5
净利率	7.2	11.0	14.6	16.5	18.5
盈利能力(%)					
ROA	2.5	3.4	4.4	4.9	5.6
ROE	8.6	12.9	16.5	17.9	19.0
其他					
净负债权益比(%)	123.3	148.4	152.3	147.9	135.7
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	25.5	26.3	26.3	26.3	26.3
应收账款周转天数	125.8	142.9	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	168.3	238.8	240.0	240.0	240.0

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**

2024年6月14日
华润电力 (836 HK)

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者之观点；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。