

电力	收盘价 港元 3.58	目标价 港元 4.56↓	潜在涨幅 +27.4%
----	----------------	-----------------	----------------

2024年8月23日

## 中国电力 (2380 HK)

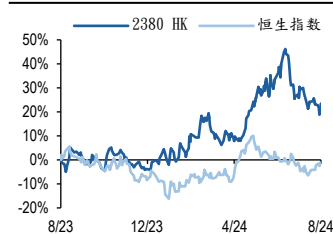
### 下半年盈利高速增长可见度高，全年分红有惊喜

- ⊕ **水电板块大幅改善，特别股息有惊喜。**公司中期盈利同比上升53%至25.7亿元（人民币，下同），略高于我们预期2%。期内，在近年来水大幅改善下，公司水电经营利润同比上升5.3倍至13.5亿元，高于我们预期约25%。风/光利用小时在上半年虽然同比下跌8%/4%，但去年新增项目体量较大（风/光在2023年分别增加约5GW/8GW），风/光上半年的经营利润分别上升35%/63%。上半年风/光新增装机分别1.2GW/2.1GW。较惊喜的是，为庆祝今年公司在香港上市20周年，公司宣派0.05元特别股息。
- ⊕ **点火价差同比上升，消纳端仍有利好支持。**经营方面，公司上半年煤电电价虽然同比下降每度电0.011元，但在动力煤价格同比下降的影响下，煤电单位燃料成本同比下跌0.024元，点火价差由去年同期每度电0.105元增加到今年上半年的0.118元，带动火电分部经营利润在上半年同比上升44%。至于市场较关注的风/光限电情况，管理层表示公司的项目在西北地区限电率较其它地区高，但相信对高能耗行业的绿电消纳直接考核开始后，加上科技行业用能需求在中短期增长预期较快，公司相信整体风/光消纳情况将得到改善。
- ⊕ **水电利用率将处历史较高水平，整体7GW新增装机计划不变。**管理层表示，水电利用小时于下半年仍处于历史较高水平，我们提高了水电发电量预期约10%，预计公司2024年水电发电量同比上升57%。另外我们下调了公司风/光发电量预期约5%/2%，以反映今年风速较低，及光伏辐照度下降/利用小时较低的分布式及户用光伏占比上升的影响。公司维持2024年新增3GW/4GW风/光装机的预期。
- ⊕ **盈利增长强势不变，>7%股息率仍吸引。**管理层表示，上市20周年特别股息不计及在原预期50%的分红比率中，这意味公司2024年整体分红比率将在65%或以上。虽然水电复苏强劲，但因风电及光伏发电量占比为40%，利用小时预期下调后，我们2024/25年的盈利预测分别下调2.5%/6.0%。2024/25年我们预期盈利同比增长达69%/39%。同时我们以分部估值法得出的目标价略为下调至4.56港元（前值为4.75港元）。目前公司2024/25年超过7%的股息率仍然吸引，维持买入评级。

### 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)	4.24
52周低位 (港元)	2.75
市值 (百万港元)	44,285.32
日均成交量 (百万)	45.92
年初至今变化 (%)	24.74
200天平均价 (港元)	3.49

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	51,106	56,084	61,198
同比增长 (%)	23.1	1.3	15.5	9.7	9.1
净利润 (百万人民币)	2,648	3,084	4,923	6,664	8,480
每股盈利 (人民币)	0.20	0.22	0.36	0.50	0.65
同比增长 (%)	-656.4	7.2	69.1	38.7	29.1
前EPS预测值 (人民币)			0.37	0.54	0.68
调整幅度 (%)			-2.5	-6.0	-3.7
市盈率 (倍)	16.3	15.2	9.0	6.5	5.0
每股账面净值 (人民币)	3.10	3.11	3.24	3.49	3.82
市账率 (倍)	1.06	1.05	1.01	0.94	0.86
股息率 (%)	3.4	4.0	7.1	7.7	9.9

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: 1H24 业绩概要

年结 12 月 (百万人民币)	1H23	2H23	1H24	1H24E	同比变动 (%)	差异 (%)
<b>收入</b>	<b>21,317</b>	<b>22,945</b>	<b>26,472</b>	<b>25,814</b>	<b>24.2</b>	<b>2.5</b>
经营开支	(17,591)	(20,954)	(20,289)	(20,064)	15.3	1.1
其他收入	563	1,756	999	563	77.4	77.4
其他收益及亏损	189	490	284	454	50.7	(37.3)
<b>经营利润</b>	<b>4,478</b>	<b>4,237</b>	<b>7,466</b>	<b>6,766</b>	<b>66.7</b>	<b>10.3</b>
财务收入	175	104	95	114	(46.1)	(16.8)
财务费用	(1,987)	(2,287)	(2,576)	(2,182)	29.6	18.0
应占联营公司业绩	251	254	367	257	46.3	42.7
应占合营公司业绩	62	139	117	83	88.7	41.5
<b>除税前利润</b>	<b>2,980</b>	<b>2,447</b>	<b>5,469</b>	<b>5,038</b>	<b>83.5</b>	<b>8.6</b>
所得税支出	(430)	(463)	(877)	(1,159)	103.9	(24.3)
非控股权益	(700)	(750)	(1,790)	(1,164)	155.7	53.8
永续票据持有人	(170)	(254)	(232)	(191)	36.8	21.7
<b>净利润</b>	<b>1,680</b>	<b>980</b>	<b>2,570</b>	<b>2,524</b>	<b>53.0</b>	<b>1.8</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 装机及发电量预测 (按全资拥有或控股的发电厂)

年结 12 月	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>归属装机容量 (兆瓦)</b>					
煤电	11,080	11,080	11,080	11,080	11,080
水电	5,451	5,951	5,951	5,951	5,951
风电	7,189	12,016	15,016	18,516	22,016
光伏发电	7,207	15,149	19,149	23,149	27,149
燃气发电	475	505	505	505	505
生物质发电	197	317	317	317	317
<b>总计</b>	<b>31,599</b>	<b>45,019</b>	<b>52,019</b>	<b>59,519</b>	<b>67,019</b>
可再生能源装机的权重 (%)	64.9	75.4	78.7	81.4	83.5
<b>售电量 (吉瓦时)</b>					
煤电	67,863	58,126	58,281	58,281	58,281
水电	18,154	12,132	19,043	19,638	20,531
风电	10,930	18,947	26,998	33,992	41,917
光伏发电	9,775	14,622	24,584	30,584	36,584
燃气发电	1,136	2,124	2,141	2,141	2,141
生物质发电	313	1,394	2,131	2,237	2,237
<b>总计</b>	<b>108,171</b>	<b>107,344</b>	<b>133,178</b>	<b>146,873</b>	<b>161,691</b>

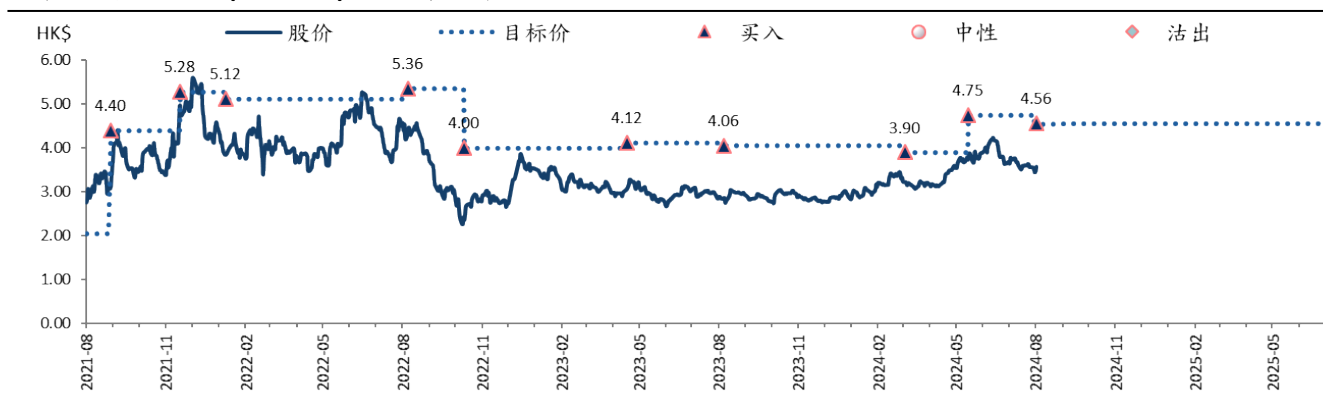
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 分部加总估值法

年结 12 月	估值基准	估值 (人民币百万)	每股价值 (港元)
火电	0.70x 2025E 市净率	9,137	0.80
水电	0.75x 2025E 市净率	5,928	0.52
风电	8.5x 2025E 市盈率	34,959	3.05
光伏发电	8.5x 2025E 市盈率	22,118	1.93
储能业务	10.0x 2025E 市盈率	394	0.03
未分配	1.00x 2025E 市净率	(20,252)	(1.77)
<b>加总</b>		<b>52,285</b>	<b>4.56</b>

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	3.58	4.56	27.4%	2024 年 08 月 23 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	22.30	27.55	23.5%	2024 年 06 月 14 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.84	2.50	35.9%	2024 年 06 月 13 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.58	9.03	37.2%	2024 年 05 月 28 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	1.97	2.02	2.5%	2024 年 07 月 25 日	运营商
688390 CH	固德威	买入	46.85	81.07	73.0%	2024 年 04 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	68.12	88.93	30.5%	2024 年 04 月 23 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	6.96	12.04	73.0%	2024 年 05 月 10 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.09	1.62	48.6%	2024 年 06 月 07 日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.30	13.10	27.2%	2024 年 07 月 11 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.07	4.09	33.2%	2024 年 08 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.95	4.98	26.1%	2024 年 04 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	0.74	1.00	35.1%	2024 年 08 月 01 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 8 月 23 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	51,106	56,084	61,198
主营业务成本	(22,726)	(16,801)	(15,386)	(15,415)	(15,110)
<b>毛利</b>	<b>20,964</b>	<b>27,461</b>	<b>35,721</b>	<b>40,669</b>	<b>46,088</b>
销售及管理费用	(13,359)	(18,745)	(22,430)	(23,936)	(25,717)
<b>经营利润</b>	<b>7,604</b>	<b>8,715</b>	<b>13,290</b>	<b>16,733</b>	<b>20,371</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>3,344</b>	<b>5,427</b>	<b>9,836</b>	<b>13,113</b>	<b>16,685</b>
税费	(659)	(893)	(2,262)	(3,016)	(3,838)
非控股权益	(37)	(1,449)	(2,651)	(3,433)	(4,368)
<b>净利润</b>	<b>2,648</b>	<b>3,084</b>	<b>4,923</b>	<b>6,664</b>	<b>8,480</b>
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	4,499	6,240	8,055

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	5,857	5,941	6,295
应收账款及票据	19,229	33,203	37,203	40,827	44,549
存货	1,091	2,380	2,370	2,469	2,566
其他流动资产	6,337	4,320	4,320	4,320	4,320
<b>总流动资产</b>	<b>30,886</b>	<b>45,642</b>	<b>49,750</b>	<b>53,557</b>	<b>57,731</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>180,519</b>	<b>260,165</b>	<b>274,950</b>	<b>290,602</b>	<b>304,786</b>
<b>总资产</b>	<b>211,405</b>	<b>305,807</b>	<b>324,700</b>	<b>344,159</b>	<b>362,516</b>
短期贷款	23,461	37,134	39,422	40,711	41,609
应付账款	18,164	25,841	27,101	28,004	28,885
其他短期负债	4,300	12,196	12,874	13,779	14,930
<b>总流动负债</b>	<b>45,925</b>	<b>75,171</b>	<b>79,398</b>	<b>82,494</b>	<b>85,424</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>96,890</b>	<b>135,615</b>	<b>145,587</b>	<b>154,972</b>	<b>161,580</b>
<b>总负债</b>	<b>142,815</b>	<b>210,786</b>	<b>224,985</b>	<b>237,466</b>	<b>247,004</b>
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	15,576	18,696	22,723
<b>股东权益</b>	<b>38,329</b>	<b>38,465</b>	<b>40,085</b>	<b>43,205</b>	<b>47,232</b>
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	44,032	47,465	51,833
<b>总权益</b>	<b>68,590</b>	<b>95,021</b>	<b>99,715</b>	<b>106,692</b>	<b>115,512</b>

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	9,836	13,113	16,685
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)	(2,730)	(2,820)	(2,938)
税费	(545)	(1,134)	(1,584)	(2,111)	(2,686)
其他经营活动现金流	(1,835)	1,150	1,052	1,052	1,052
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,726</b>	<b>9,903</b>	<b>17,515</b>	<b>20,734</b>	<b>24,400</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(20,075)</b>	<b>(26,844)</b>	<b>(26,778)</b>	<b>(28,204)</b>	<b>(27,523)</b>
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)	(2,879)	(3,120)	(4,028)
其他融资活动现金流	10,692	12,485	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>16,808</b>	<b>18,452</b>	<b>9,381</b>	<b>7,554</b>	<b>3,477</b>
汇率收益/损失	3	(1)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>1,767</b>	<b>4,228</b>	<b>5,739</b>	<b>5,857</b>	<b>5,941</b>
<b>年末现金</b>	<b>4,228</b>	<b>5,739</b>	<b>5,857</b>	<b>5,941</b>	<b>6,295</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.201	0.215	0.364	0.504	0.651
全面摊薄每股收益	0.201	0.215	0.364	0.504	0.651
每股股息	0.110	0.132	0.233	0.252	0.326
每股账面值	3.099	3.110	3.240	3.493	3.818
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	48.0	62.0	69.9	72.5	75.3
净利率	6.1	7.0	9.6	11.9	13.9
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	1.2	0.9	1.4	1.8	0.0
ROE	3.6	2.8	4.5	5.8	0.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	158.4	167.2	171.5	170.2	163.4
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	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**



2024年8月23日  
中国电力 (2380 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、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)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，并可能受递送延误、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。**