

电力

2024 年 9 月 30 日

## 中国电力 (2380 HK)

### 重组水电业务至 A 股上市平台带来估值提升预期

- ⊕ **重组水电业务至 A 股上市平台。**公司公布出售持有的水电资产（5.9 吉瓦，约 60% 持股）至母公司国电投系内公司远达环保（600292 CH；未评级），远达环保则计划发行新股予中国电力作为收购代价，预计中国电力在交易后将持有 50% 以上远达的股权，并将于 10 月 18 日左右公布详细的交易计划。
- ⊕ **已定出三年内进一步整合系内水电资产的初步计划。**管理层表示，国家电投集团拥有水电装机 25.33 吉瓦，其中境内装机 23.3 吉瓦，主要分布在青海、湖南、云南、贵州、四川、重庆、广西和江西等地。目前中国电力持有的水电资产只占母公司整体水电装机约 24%，管理层表示在未来 3 年会把母公司余下约 20 吉瓦的水电资产整合在远达环保的 A 股平台，第一步应是黄河电力（水电装机约为 11 吉瓦）。至于日后在进一步的资产注入后，中国电力在远达的持股有可能降低至 50% 以下。
- ⊕ **交易的逻辑及日后港股上市平台的定位。**我们认为这次交易可视为公司水电资产回 A，而远达环保将成为国电投的水电平台。管理层亦解释这次交易是充分利用目前 A 股市场水电资产较高估值的特点。关于中国电力港股的上市平台定位，国家电投已将中国电力定位为水电、风电，太阳能发电和优质煤电为主的综合性清洁能源旗舰上市平台。至于中国电力的风/光资产，管理层明确回应会保留在中国电力，并继续整体回 A 的计划。
- ⊕ **对公司水电资产应有估值提升的空间，维持买入评级。**我们目前给予中国电力水电分部的估值为 0.75 倍 2025 年市帐率，相对长江电力（600900 CH；未评级）及华能水电（600025 CH；未评级）约 3 倍的市帐率有明显折让。我们的初步看法是公司的水电分部估值有机会提升至 1.5 倍或以上市帐率的估值目标；计及持股的摊薄，对整体估值估计有每股 0.4-0.5 港元的提升。我们会在公司公布交易方案后作出估值修改。现维持目标价 4.56 港元不变，维持**买入**评级。

郑民康

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

文昊, CPA

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

图表 1: 公司水电项目一览

项目	地区	容量 (兆瓦)	估值 (人民币百万)
五强溪	湖南	1,700	63.0
三板溪	贵州	1,000	59.9
托口	湖南	830	63.0
长洲	广西	630	64.9
白市	贵州	420	59.9
凌津滩	湖南	270	63.0
洪江	湖南	270	63.0
碗米坡	湖南	240	63.0
挂治	贵州	150	59.9
其他	湖南	441	~9.1-63.0
<b>加总</b>		<b>5,921</b>	

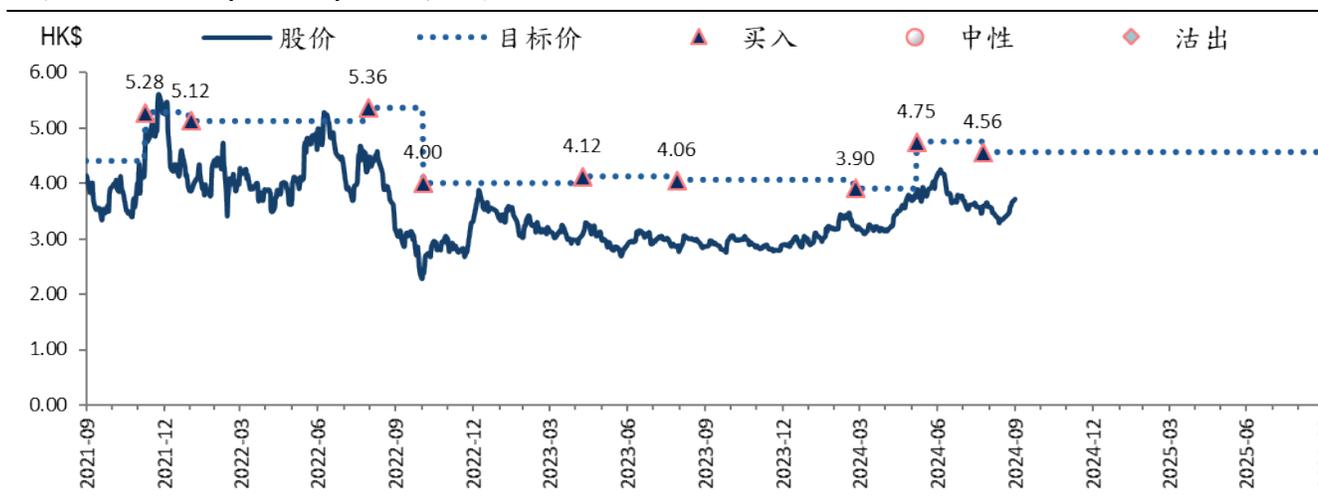
资料来源：公司资料

图表 2: 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)
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 3: 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 4: 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
579 HK	京能清洁能源	买入	2.04	2.38	16.7%	2024年08月30日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.05	7.23	2.6%	2024年08月29日	运营商
836 HK	华润电力	买入	21.10	26.83	27.2%	2024年08月28日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.71	4.56	22.9%	2024年08月23日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.14	1.92	-10.3%	2024年08月28日	运营商
688390 CH	固德威	买入	60.89	57.10	-6.2%	2024年09月02日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	99.58	86.60	-13.0%	2024年08月26日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.45	9.93	17.5%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.40	1.31	-6.4%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.54	3.36	-26.0%	2024年09月02日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.08	11.09	-15.2%	2024年08月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	4.22	4.09	-3.1%	2024年08月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.96	1.02	6.3%	2024年09月20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9月30日

## 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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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北京第四范式智能技术股份有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。