

买入

重组水电业务回 A，整体估值提升可期

中国电力 (2380.HK)

2024-10-04 星期四

投资要点

目标价: **4.50 港元**
现价: 3.65 港元
预计升幅: 23%

➤ **重组水电资产回 A，远达环保成为国家电投水电直接整合平台且为中国电力控股子公司：**

公司公告，国家电投有意通过 A 股上市公司远达环保整合其在中国境内水电资产，拟由中国电力以五凌电力有限公司、国家电投集团广西长洲水电开发有限公司等旗下主营水电业务的附属公司作价出资，以认购远达环保发行的新股，成为其直接控股股东。通过此次重组，进一步将中国电力打造为国家电投的综合性清洁能源旗舰上市平台公司，而远达环保成为国家电投水电资产的直接整合平台且为中国电力控股子公司。具体交易方案要到 10 月 18 日左右会公布，预期第一步交易后中国电力会对远达环保大比例持股，未来随着更多优质水电资产注入，持股比例可能在一定阶段降低，但中国电力会维持对水电平台的控股和并表地位。

➤ **水电资产回 A，有利提升国家电投集团及中国电力整体估值水平：**

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。目前中国电力持有的广西和湖南水电资产约 595 万千瓦，只占集团整体水电装机约 23.5%。未来 3 年内，国家电投计划分次将未上市水电资产注入上市平台，其中最大单体量的黄河水电资产约 11GW，可能会直接由 A 股水电平台持有其控股权，而集团持有的其他水电未上市资产股权不排除整合到中国电力的可能性。总体来看，本次资产重组搭建的红筹控 A 资本架构将打通水电资产整合的有效渠道，充分利用 A 股市场对水电资产的高估值实现资本增值、发挥 H+A 两个资本市场优势，优化财务结构控制负债率、实现公司每股收益和分红的可持续性增长。

➤ **维持目标价 4.5 港元，给予买入评级：**

我们维持公司目标价 4.50 港元，对应 2024 年和 2025 年 10 倍和 8 倍 PE，目标价较现价+23%上升空间，给予买入评级。

重要数据

| 日期 | 2024-10-03 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 3.65 |
| 总股本 (亿股) | 124 |
| 总市值 (亿港元) | 452 |
| 净资产 (百万元) | 100,271 |
| 总资产 (百万元) | 325,581 |
| 52 周高低 (港元) | 4.51/2.58 |
| 每股净资产 (港元) | 4.93 |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中国电力国际有限公司 (22.91%)
中国电力发展有限公司 (21.52%)
中国电力(新能源)控股有限公司 (14.85%)

相关报告

深度报告-20200521/1117
更新报告-20210909/0917
更新报告-20220123/20220319
更新报告-20220830/20221010
更新报告-20230418/20230718/0906
更新报告-20240415/0924

研究部

姓名: 杨义琼
SFC: AXU937
电话: 0755-21516065
Email: yangyq@gzyq.com.hk

| 人民币百万元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 43,689 | 44,262 | 51,673 | 58,027 | 63,588 |
| 同比增长(%) | 25.8% | 1.3% | 16.7% | 12.3% | 9.6% |
| 净利润 | 2,481 | 2,660 | 4,944 | 6,326 | 7,340 |
| 同比增长(%) | 581.1% | 7.2% | 85.9% | 27.9% | 16.0% |
| 每股盈利 (元) | 0.22 | 0.22 | 0.40 | 0.51 | 0.59 |
| PE@3.65HKD | 15.0 | 15.3 | 8.2 | 6.4 | 5.5 |
| 每股股息 (元) | 0.11 | 0.13 | 0.20 | 0.26 | 0.30 |
| 股息率 | 3.3% | 4.0% | 6.1% | 7.8% | 9.0% |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

重组水电资产回 A，远达环保成为国家电投水电直接整合平台且为中国电力控股子公司：

公司公告，国家电投有意通过 A 股上市公司远达环保整合其在中国境内水电资产，拟由中国电力以五凌电力有限公司、国家电投集团广西长洲水电开发有限公司等旗下主营水电业务的附属公司作价出资，以认购远达环保发行的新股，成为其直接控股股东。

通过此次重组，进一步将中国电力打造为国家电投的综合性清洁能源旗舰上市公司，而远达环保成为国家电投水电资产的直接整合平台且为中国电力控股子公司。具体交易方案要到 10 月 18 日左右会公布，预期第一步交易后中国电力会对远达环保大比例持股，未来随着更多优质水电资产注入，持股比例可能在一定阶段降低，但中国电力会维持对水电平台的控股和并表地位。

水电资产回 A，有利提升国家电投集团及中国电力整体估值水平：

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。目前中国电力持有的广西和湖南水电资产约 595 万千瓦，只占集团整体水电装机约 23.5%。未来 3 年内，国家电投计划分次将未上市水电资产注入上市平台，其中最大单体量的黄河水电资产约 11GW，可能会直接由 A 股水电平台持有其控股权，而集团持有的其他水电未上市资产股权不排除整合到中国电力的可能性。

总体来看，本次资产重组搭建的红筹控 A 资本架构将打通水电资产整合的有效渠道，充分利用 A 股市场对水电资产的高估值实现资本增值、发挥 H+A 两个资本市场优势，优化财务结构控制负债率、实现公司每股收益和分红的可持续性增长。

维持目标价 4.5 港元，给予买入评级：

我们维持公司目标价 4.50 港元，对应 2024 年和 2025 年 10 倍和 8 倍 PE，目标价较现价+23%上升空间，给予买入评级。

风险提示：

煤价上涨超出预期

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

限电率上升

电价下调

表1：行业估值

| 代码 | 简称 | 货币 | 股价 | 市值 (亿港元) | PE | | | | PB | | | |
|----------------|-------------|-----|-------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 0836.HK | 华润电力 | HKD | 21.00 | 1,010 | 9.2 | 6.8 | 6.0 | 5.2 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| 1811.HK | 中广核新能源 | HKD | 2.52 | 108 | 5.2 | - | - | - | 0.9 | - | - | - |
| 0182.HK | 协合新能源 | HKD | 0.57 | 46 | 4.3 | 3.7 | 3.4 | 3.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 0956.HK | 新天绿色能源 | HKD | 3.75 | 283 | 6.5 | 5.4 | 4.7 | 4.1 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 1798.HK | 大唐新能源 | HKD | 2.18 | 159 | 5.2 | 5.9 | 5.2 | 4.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 0916.HK | 龙源电力 | HKD | 6.84 | 1,165 | 8.2 | 7.0 | 6.4 | 5.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 0902.HK | 华能国际 | HKD | 4.75 | 1,164 | 8.1 | 5.7 | 5.5 | 5.1 | 1.1 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 1071.HK | 华电国际 | HKD | 4.36 | 640 | 8.8 | 6.2 | 6.1 | 5.7 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 平均 | | | | | 6.9 | 5.8 | 5.3 | 4.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 2380.HK | 中国电力 | HKD | 3.65 | 452 | 13.3 | 8.2 | 6.4 | 5.5 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入 | 43,689 | 44,262 | 51,673 | 58,027 | 63,588 |
| 经营成本 | (22,726) | (16,801) | (20,497) | (22,547) | (24,351) |
| 其他收入 | 747 | 2,320 | 2,436 | 2,557 | 2,685 |
| 行政费用 | (3,840) | (4,639) | (5,010) | (5,411) | (5,843) |
| 财务开支 | (4,107) | (3,995) | (5,402) | (6,098) | (6,707) |
| 应占联营公司利润 | (155) | 505 | 530 | 557 | 584 |
| 其他开支 | (2,841) | (4,145) | (4,228) | (4,313) | (4,399) |
| 税前盈利 | 3,344 | 5,427 | 7,924 | 10,138 | 11,763 |
| 所得税 | (659) | (893) | (1,585) | (2,028) | (2,353) |
| 少数股东应占利润 | 37 | 1,449 | 949 | 1,317 | 1,579 |
| 归属股东净利润 | 2,481 | 2,660 | 4,944 | 6,326 | 7,340 |
| 折旧及摊销 | (7,661) | (9,081) | (9,989) | (10,987) | (12,086) |
| EBITDA | 14,521 | 15,677 | 20,349 | 24,109 | 27,287 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 26% | 1% | 17% | 12% | 10% |
| EBITDA (%) | 44% | 8% | 30% | 18% | 13% |

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 现金 | 4,228 | 5,739 | 6,467 | 5,675 | 6,272 |
| 应收账款 | 12,635 | 25,235 | 25,740 | 26,255 | 26,780 |
| 存货 | 1091 | 2380 | 2428 | 2476 | 2526 |
| 其他流动资产 | 12,932 | 12,288 | 12,534 | 12,784 | 13,040 |
| 流动资产 | 30,886 | 45,642 | 47,169 | 47,190 | 48,618 |
| 固定资产 | 142,306 | 202,556 | 209,402 | 220,291 | 231,306 |
| 其他固定资产 | 38,213 | 57,609 | 58,752 | 59,928 | 61,136 |
| 非流动资产 | 180,519 | 260,165 | 268,154 | 280,219 | 292,442 |
| 总资产 | 211,405 | 305,807 | 315,323 | 327,409 | 341,060 |
| 流动负债 | 45,925 | 75,171 | 78,669 | 83,297 | 88,980 |
| 应付账款 | 2,566 | 3,823 | 3,900 | 3,978 | 4,057 |
| 短期银行贷款 | 16,727 | 19,629 | 19,236 | 18,851 | 18,474 |
| 其他短期负债 | 26632 | 51719 | 55533 | 60468 | 66448 |
| 非流动负债 | 96,890 | 135,615 | 136,937 | 138,384 | 139,379 |
| 长期银行贷款 | 62,212 | 99,652 | 101,645 | 103,678 | 105,751 |
| 其他负债 | 34,678 | 35,963 | 35,292 | 34,706 | 33,628 |
| 总负债 | 142,815 | 210,786 | 215,605 | 221,681 | 228,359 |
| 少数股东权益 | 21,621 | 41,381 | 41,381 | 41,381 | 41,381 |
| 股东权益 | 46,969 | 53,640 | 58,337 | 64,346 | 71,320 |
| 每股账面值(人民币元) | 3.40 | 3.41 | 3.82 | 4.36 | 4.98 |
| 营运资金 | (15,039) | (29,528) | (31,500) | (36,107) | (40,362) |

财务分析

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| EBITDA 利率 | 33% | 35% | 39% | 42% | 43% |
| 净利率 (%) | 6% | 6% | 10% | 11% | 12% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 9% | 10% | 10% | 9% | 9% |
| 实际税率 (%) | 20% | 16% | 20% | 20% | 20% |
| 股息支付率 (%) | 75% | 75% | 175% | 275% | 375% |
| 营业周期 | 60 | 60 | 61 | 62 | 63 |
| 应付账款天数 | 234 | 441 | 369 | 342 | 0 |
| 应收账款天数 | 60 | 60 | 61 | 62 | 63 |
| ROE (%) | 5% | 5% | 8% | 10% | 10% |
| ROA (%) | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 1.6 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.7 |
| 收入/总资产 | 0.21 | 0.14 | 0.16 | 0.18 | 0.19 |
| 总资产/股本 | 4.50 | 5.70 | 5.41 | 5.09 | 4.78 |
| 收入对利息倍 | 10.6 | 11.1 | 9.6 | 9.5 | 9.5 |

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBITDA | 14,521 | 15,677 | 20,349 | 24,109 | 27,287 |
| 融资成本 | (19,800) | 9,848 | (3,158) | (1,551) | (1,598) |
| 营运资金变化 | 11,926 | (14,489) | (1,971) | (4,607) | (4,255) |
| 所得税 | (659) | (1,134) | (1,585) | (2,028) | (2,353) |
| 营运现金流 | 5,988 | 9,903 | 13,634 | 15,924 | 19,081 |
| 资本开支 | (19,782) | (27,585) | (26,648) | (29,113) | (31,224) |
| 其他投资活动 | (293) | 741 | (2,795) | (3,247) | (2,157) |
| 投资活动现金 | (20,075) | (26,844) | (29,443) | (32,360) | (33,381) |
| 负债变化 | (2,866) | 5,469 | 14,685 | 14,630 | 14,575 |
| 股本变化 | 452 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 股息 | (557) | (1,385) | (1,633) | (2,472) | (3,163) |
| 其他融资活动 | 19,779 | 14,368 | 3,492 | 3,491 | 3,490 |
| 融资活动现金 | 16,808 | 18,452 | 16,543 | 15,649 | 14,903 |
| 现金变化 | 2,459 | 1,512 | 735 | (787) | 604 |
| 期初持有现金 | 1,767 | 4,228 | 5,739 | 6,467 | 5,675 |
| 汇率变动 | 3 | (1) | (6) | (6) | (6) |
| 期末持有现金 | 4,228 | 5,739 | 6,467 | 5,675 | 6,272 |

投资评级定义和免责条款

投资评级

| | |
|-----|-----------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313