

电力	收盘价 港元 20.75	目标价 港元 25.02↓	潜在涨幅 +20.6%	2024 年 10 月 23 日
----	-----------------	------------------	----------------	------------------

## 华润电力 (836 HK)

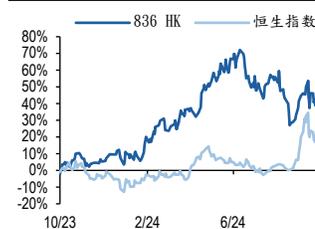
### 增发获母公司支持，融资额覆盖大部分今年资本开支

- ⊕ **增发新股融资 72 亿港元，母公司的认购占 46%。**公司宣布向第三方投资者以每股 19.7 港元增发 1.98 亿新股，同时母公司华润集团亦以每股 19.7 港元认购 1.68 亿新股，两组增发共融资约 72 亿港元。计及增发后，新股认购价格相等于 1.0 倍 2024 年市账率/7.9 倍市盈率。管理层表示新股融资主要是优化公司资本结构。
- ⊕ **新股融资能覆盖 2024-25 年大部分的资本开支。**我们认为公司今明两年装机速度较快，预计为 2024/25 年分别新增 8/9 吉瓦的风/光新装机，两年资本开支加总约 80 亿港元。同时，公司新能源板块回 A 的进展，在时间上未必与目前资本开支的预算有最佳配合，作出股本融资的决定亦有一定根据。目前的新股融资已能覆盖 2024-25 年大部分的资本开支，相信除原定的新能源板块回 A 外，公司港股平台在未来 1-2 年再作股本融资的机会较低。同时，母公司的新股认购亦占总融资额 46%，充分显示对公司的信心及支持。
- ⊕ **2024 年净负债比例下降 15 个百分点。**我们预计在新股融资后，2024-26 年公司整体银行贷款额将有所减少，2024 年的净负债/总股本比例将由我们原预测的 153% 下降至 138%，2025 年将进一步减少至 130%。预计公司在财务成本减少下，我们 2024-25 年的核心盈利预测上调 0.6%/0.8%，但因为新股发行后的摊薄，2024/25 年每股盈利预测下调 6.5%/6.4%，我们分部估值法得出的目标价下调至 25.02 港元（前为 26.83 港元），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)	25.00
52周低位 (港元)	14.04
市值 (百万港元)	99,816.63
日均成交量 (百万)	17.92
年初至今变化 (%)	32.67
200天平均价 (港元)	21.46

资料来源: FactSet

#### 郑氏康

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	104,166	112,798	121,494
同比增长 (%)	14.3	0.0	0.8	8.3	7.7
净利润 (百万港元)	7,463	11,333	14,782	18,190	21,960
每股盈利 (港元)	1.46	2.29	2.50	3.45	4.18
同比增长 (%)	188.8	56.2	9.4	37.9	21.1
前EPS预测值 (港元)			2.68	3.68	4.48
调整幅度 (%)			-6.5	-6.4	-6.7
市盈率 (倍)	14.2	9.1	8.3	6.0	5.0
每股账面净值 (港元)	17.10	17.66	19.33	21.60	24.33
市账率 (倍)	1.21	1.17	1.07	0.96	0.85
股息率 (%)	2.8	6.8	4.8	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
<b>应占装机容量 (兆瓦)</b>					
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
<b>总计</b>	<b>52,581</b>	<b>59,507</b>	<b>68,507</b>	<b>78,507</b>	<b>88,507</b>
新能源装机比重	32%	31%	48%	53%	58%
<b>售电量 (吉瓦时)</b>					
火电	146,117	149,452	154,535	159,235	163,935
风电	35,255	39,612	45,680	54,443	57,094
光伏	1,352	2,863	6,311	12,103	25,165
水电	1,880	1,337	1,092	1,260	1,260
<b>总计</b>	<b>184,604</b>	<b>193,265</b>	<b>207,618</b>	<b>227,041</b>	<b>247,454</b>

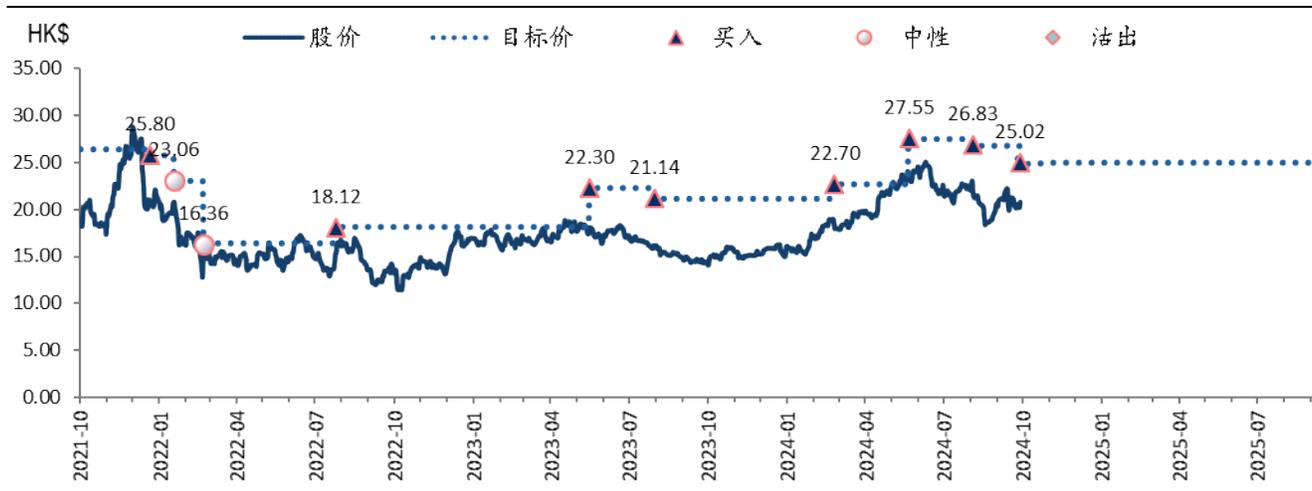
资料来源：公司资料，交银国际预测

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	18,014	3.48
新能源	8.0x 2025E P/E	111,497	21.54
<b>总计</b>		<b>129,511</b>	<b>25.02</b>

资料来源：交银国际预测

图表 3: 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 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
836 HK	华润电力	买入	19.38	25.02	29.1%	2024 年 10 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.98	2.37	19.7%	2024 年 10 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.18	8.35	16.3%	2024 年 10 月 17 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.65	4.56	24.9%	2024 年 08 月 23 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.29	1.92	-16.2%	2024 年 08 月 28 日	运营商
688390 CH	固德威	买入	57.69	57.10	-1.0%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	98.40	86.60	-12.0%	2024 年 08 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.63	9.93	15.1%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.50	1.31	-12.7%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.61	3.36	-27.1%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.00	11.09	-14.7%	2024 年 08 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.80	4.09	7.6%	2024 年 08 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.87	1.02	17.2%	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 10 月 23 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	104,166	112,798	121,494
主营业务成本	(78,713)	(69,229)	(68,549)	(71,584)	(74,280)
<b>毛利</b>	<b>24,592</b>	<b>34,105</b>	<b>35,617</b>	<b>41,214</b>	<b>47,214</b>
销售及管理费用	(15,207)	(18,151)	(16,949)	(16,227)	(17,260)
其他经营净收入/费用	4,166	2,244	3,593	2,160	2,231
<b>经营利润</b>	<b>13,551</b>	<b>18,198</b>	<b>22,261</b>	<b>27,147</b>	<b>32,185</b>
财务成本净额	(3,890)	(4,241)	(4,716)	(4,877)	(5,013)
应占联营公司利润及亏损	(199)	1,541	1,848	1,944	2,061
<b>税前利润</b>	<b>9,461</b>	<b>15,499</b>	<b>19,393</b>	<b>24,214</b>	<b>29,233</b>
税费	(1,906)	(3,389)	(3,685)	(4,843)	(5,847)
非控股权益	(93)	(778)	(927)	(1,182)	(1,427)
<b>净利润</b>	<b>7,463</b>	<b>11,333</b>	<b>14,782</b>	<b>18,190</b>	<b>21,960</b>
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	12,952	17,860	21,630

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	9,788	7,753	8,850
应收账款及票据	35,616	40,467	39,954	43,265	46,600
存货	4,582	4,017	3,857	3,929	4,011
其他流动资产	2,763	1,050	1,050	1,050	1,050
<b>总流动资产</b>	<b>50,682</b>	<b>49,617</b>	<b>54,650</b>	<b>55,998</b>	<b>60,512</b>
物业、厂房及设备	191,356	215,752	243,251	261,589	278,552
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	23,059	24,086	25,231
其他长期资产	15,207	19,624	19,624	19,624	19,624
<b>总长期资产</b>	<b>232,705</b>	<b>272,779</b>	<b>301,208</b>	<b>320,574</b>	<b>338,682</b>
<b>总资产</b>	<b>283,388</b>	<b>322,396</b>	<b>355,859</b>	<b>376,572</b>	<b>399,194</b>
短期贷款	38,383	33,365	37,368	39,237	40,022
应付账款	30,248	36,424	35,153	35,807	36,559
其他短期负债	14,252	14,273	14,826	15,552	16,429
<b>总流动负债</b>	<b>82,883</b>	<b>84,062</b>	<b>87,348</b>	<b>90,596</b>	<b>93,010</b>
长期贷款	93,322	125,827	139,668	143,858	148,174
其他长期负债	6,629	7,959	7,959	7,959	7,959
<b>总长期负债</b>	<b>99,951</b>	<b>133,787</b>	<b>147,628</b>	<b>151,818</b>	<b>156,133</b>
<b>总负债</b>	<b>182,834</b>	<b>217,849</b>	<b>234,975</b>	<b>242,414</b>	<b>249,143</b>
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	77,737	89,501	103,637
<b>股东权益</b>	<b>82,239</b>	<b>84,974</b>	<b>100,054</b>	<b>111,817</b>	<b>125,954</b>
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	9,836	11,018	12,444
<b>总权益</b>	<b>100,554</b>	<b>104,547</b>	<b>120,883</b>	<b>134,158</b>	<b>150,050</b>

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	19,393	24,214	29,233
合资企业/联营公司收入调整	199	(1,541)	(1,848)	(1,944)	(2,061)
折旧及摊销	14,430	14,720	16,181	18,244	19,619
营运资本变动	(595)	(3,402)	(598)	(2,729)	(2,666)
利息调整	3,698	4,116	4,716	4,877	5,013
税费	(1,863)	(2,998)	(3,132)	(4,116)	(4,970)
其他经营活动现金流	(1,163)	2,476	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>24,167</b>	<b>28,869</b>	<b>34,712</b>	<b>38,546</b>	<b>44,168</b>
资本开支	(32,580)	(38,777)	(43,680)	(36,582)	(36,582)
投资活动	(881)	(258)	0	0	0
其他投资活动现金流	(386)	(4,951)	917	917	917
<b>投资活动现金流</b>	<b>(33,847)</b>	<b>(43,986)</b>	<b>(42,763)</b>	<b>(35,665)</b>	<b>(35,665)</b>
负债净变动	13,070	23,137	17,845	6,058	5,100
权益净变动	105	0	0	0	0
股息	(1,226)	(3,386)	(6,569)	(6,097)	(7,494)
其他融资活动现金流	(1,790)	(7,922)	(4,716)	(4,877)	(5,013)
<b>融资活动现金流</b>	<b>10,159</b>	<b>11,829</b>	<b>6,560</b>	<b>(4,916)</b>	<b>(7,406)</b>
汇率收益/损失	(691)	(351)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>7,934</b>	<b>7,721</b>	<b>4,083</b>	<b>9,788</b>	<b>7,753</b>
<b>年末现金</b>	<b>7,721</b>	<b>4,083</b>	<b>9,788</b>	<b>7,753</b>	<b>8,850</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(港元)</b>					
核心每股收益	1.464	2.287	2.502	3.450	4.178
全面摊薄每股收益	1.464	2.287	2.502	3.450	4.178
每股股息	0.586	1.415	1.001	1.380	1.671
每股账面值	17.096	17.664	19.326	21.599	24.329
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	23.8	33.0	34.2	36.5	38.9
EBITDA利润率	27.1	31.9	37.1	40.3	43.0
EBIT利润率	13.1	17.6	21.4	24.1	26.5
净利率	7.2	11.0	14.2	16.1	18.1
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	2.5	3.4	3.6	4.7	5.4
ROE	8.6	12.9	12.9	16.0	17.2
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	123.3	148.4	138.4	130.7	119.5
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
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**

## 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有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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技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。