

买入

2024年12月11日

水电资产重组，清洁能源旗舰扬帆起航

- 首 10 月售电量大幅增长：** 根据公司公告，2024 年前十个月的合并总售电量为 108,220,668 兆瓦时，较去年同期增加 30.56%。得益于新增装机投产，公司控股风电售电量同比增长 57.05%；光伏售电量同比增长 79.55%。水电则是得益于今年上半年来水恢复，售电量同比增长 62.62%。公司整体售电量增速在行业中表现优异，彰显公司增量项目稳步推进，从而带动售电业务高速发展。
- 资产重组优化业务结构：** 公司拟出售持有的水电资产（5.9GW，约 60%持股）至母公司旗下子公司远达环保作为对价，以认购远达环保将予配发的新股，预计中国电力在交易后将持有 50%以上远达的股权。在本次交易完成后，远达环保将成为集团在 A 股的水电资产平台。集团计划未来 3 年将余下约 20 吉瓦的水电资产逐步整合在远达环保。本次交易可视为公司水电资产回 A，充分利用目前 A 股市场对水电资产较高估值的特点。而公司通过对远达环保的控股权，进一步巩固作为国集团综合清洁能源旗舰上市平台的地位。公司的风电、光伏资产将保留，并继续整体回 A 的计划。
- 风光项目建设加速：** 公司今年上半年清洁能源新增装机 3.3GW，其中风电、光伏分别为 1.2GW/2.1GW，拉动风、光业绩高速增长。上半年公司风、光度电利润分别同比下降 2.5/3.3 分，主要是平价项目占比增加导致。截至 2024 年 6 月，公司共计清洁能源合并装机占比达到 77.07%，预计全年新增装机约 7GW。公司目标 2025 年清洁能源装机占比达到 90%。新能源新增项目加速发展将为公司带来持续稳定的利润增长。
- 目标价 4.73 港元，维持买入评级：** 公司 2024 年盈利增长确定性较高，当前低造价趋势下自投项目的回报增厚；水电盈利受益于来水恢复。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 51/60/71 亿元，同比增长 92/17/18%。由于新能源消纳及市场化交易比例提升导致电价有所下降，以及港股新能源运营商整体估值中枢下降，我们下调新能源板块估值至 7X PE，公司 2025 年合理市值在 585 亿港元，对应目标价 4.73 港元，煤电/水电/新能源板块分别 1xPB/8xPE/7xPE 估值，较现价有 52%的上升空间，维持买入评级。
- 风险因素：** 新增装机不及预期、电力需求不及预期、上网电价大幅下降。

李羚玮
+ 852-25321539

David.li@firstshanghai.com.hk

黄佳杰
+ 852-25321955

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

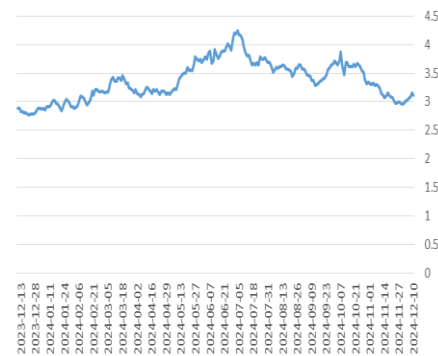
主要数据

行业	电力
股价	3.11 港元
目标价	4.73 港元 (+52%)
股票代码	2380.HK
已发行股本	124 亿股
市值	386 亿港元
52 周高/低	4.21/2.59 港元
每股净资产	3.22 元
主要股东	国家电力投资集团有限公司 56.85%

盈利摘要

截止 12 月31 日	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
营业额(百万元)	43,689	44,262	50,228	53,123	58,220
变动(%)	25.8%	1.3%	13.5%	5.8%	9.6%
归母净利润(百万元)	2,481	2,660	5,109	6,000	7,066
基本每股盈利(元)	0.22	0.22	0.41	0.49	0.57
变动(%)	450.0%	-2.2%	92.1%	17.4%	17.8%
市净率@3.11港元(倍)	0.7	0.7	0.7	1.2	1.2
市盈率@3.11港元(倍)	13.1	13.4	7.0	5.9	5.0
每股股息(元)	0.11	0.13	0.21	0.24	0.29
股息现价比率(%)	3.54%	4.24%	6.64%	7.80%	9.18%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
百万元 财务年度截止12月31日											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	43,689	44,262	50,228	53,123	58,220	盈利能力					
毛利	13,303	18,380	24,361	28,123	35,384	毛利率 (%)	30.4%	41.5%	48.5%	52.9%	60.8%
销售及管理费用	(5,751)	(9,840)	(11,301)	(12,445)	(15,156)	EBITDA 利率 (%)	36.5%	45.1%	50.4%	53.7%	59.0%
其他业务收入	747	2,320	1,625	1,585	1,514	EBIT 利率 (%)	19.0%	24.5%	29.2%	32.5%	37.3%
经营利润	8,298	10,860	14,685	17,263	21,742	净利率 (%)	5.7%	6.0%	10.2%	11.3%	12.1%
财务开支	(4,261)	(4,274)	(4,022)	(3,867)	(3,729)	营运表现					
联营公司	(153)	706	769	699	769	SG&A/收入 (%)	13.2%	22.2%	22.5%	23.4%	26.0%
其他收益	154	279	279	279	279	实际税率 (%)	16.3%	11.8%	14.0%	11.7%	10.3%
税前盈利	4,038	7,571	11,711	14,374	19,061	股息支付率 (%)	50.0%	61.4%	50.0%	50.0%	50.0%
所得税	(659)	(893)	(1,636)	(1,679)	(1,967)	库存周转	34	16	16	16	16
少数股东应占利润	(37)	(1,449)	(2,000)	(3,481)	(6,320)	应付账款周转率	14.4	9.9	9.9	9.9	9.9
公司权益持有人	2,481	2,660	5,109	6,000	7,066	应收账款周转率	3.5	1.8	1.8	1.8	1.8
折旧及摊销	(7,661)	(9,081)	(10,616)	(11,287)	(12,581)	财务状况					
EBITDA	15,959	19,940	25,301	28,550	34,323	ROE	5.3%	5.0%	9.6%	19.5%	23.2%
增长						ROA	1.2%	0.9%	1.6%	1.9%	2.1%
总收入 (%)	25.8%	1.3%	13.5%	5.8%	9.6%	负债率	67.6%	68.9%	70.7%	75.9%	75.7%
EBITDA (%)	52.5%	24.9%	26.9%	12.8%	20.2%						
归母净利润 (%)	481.7%	7.2%	92.1%	17.4%	17.8%						
资产负债表						现金流量表					
百万元 财务年度截止12月31日						百万元 财务年度截止12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	4,228	5,739	6,986	6,394	6,353	税前利润	3,344	5,427	8,745	11,161	15,353
应收账款	12,635	25,235	28,637	30,287	33,193	营运资金变化	(2,568)	(13,851)	(3,505)	(1,645)	(2,933)
存货	1,091	2,380	2,523	2,556	2,621	所得税	(545)	(893)	(1,636)	(1,679)	(1,967)
其他流动资产	12,932	12,288	12,288	12,288	12,288	其他	5,494	19,220	8,799	8,490	8,753
总流动资产	30,886	45,642	50,433	51,525	54,455	营运现金流	5,726	9,903	12,403	16,327	19,206
固定资产	142,306	202,556	221,298	212,835	232,594	资本开支	(17,596)	(24,648)	(29,358)	(25,366)	(32,340)
联营公司权益	5,455	7,813	7,813	7,813	7,813	其他投资活动	(2,479)	(2,196)	(1,048)	0	0
其他资产	32,758	49,796	49,796	49,796	49,796	投资活动现金流	(20,075)	(26,844)	(30,406)	(25,366)	(32,340)
总资产	211,405	305,807	329,340	321,969	344,658	银行贷款	45,459	61,664	73,000	62,000	69,000
短期银行贷款	16,727	19,629	19,629	19,629	19,629	股本变化	0	0	0	0	0
应付账款	2,566	3,823	4,052	4,105	4,211	股息	(557)	(1,385)	(2,555)	(3,000)	(3,533)
其他短期负债	26,632	51,719	51,719	51,719	51,719	其他融资活动	(28,094)	(41,827)	(51,195)	(50,553)	(52,375)
总短期负债	45,925	75,171	75,400	75,453	75,558	融资活动现金流	16,808	18,452	19,250	8,447	13,092
长期银行贷款	62,212	99,652	121,457	132,904	149,530	现金变化	2,459	1,512	1,247	(592)	(41)
其他负债	34,678	35,963	35,963	35,963	35,963	汇兑变化	3	(1)	0	0	0
总负债	142,815	210,786	232,820	244,320	261,051	期初持有现金	1,767	4,228	5,739	6,986	6,394
少数股东权益	21,621	41,381	43,381	46,862	53,182	期末持有现金	4,228	5,739	6,986	6,394	6,353
股东权益	46,969	53,640	53,140	30,787	30,426						
负债权益合计	211,405	305,807	329,340	321,969	344,658						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。