

买入

24 年发电量微增长，期待 25 年估值修复

中广核新能源 (1811.HK)

2025-01-15 星期三

投资要点

目标价: 2.72 港元

现价: 2.18 港元

预计升幅: 25%

重要数据

日期	2025-01-14
收盘价 (港元)	2.18
总股本 (百万股)	4,290
总市值 (百万港元)	9,352
净资产 (百万美元)	1,783
总资产 (百万美元)	8,402
52 周高低 (港元)	2.57/1.66
每股净资产 (港元)	2.94

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中国广核能源国际控股有限公司
(72.3%)

相关报告

深度报告-20210521

更新报告-20210723

更新报告-20210908

更新报告-20220422

更新报告-20230829/20240424

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2024 年总发电量同比增长 0.4%，其中风电同比减少 2.6%：

根据初步统计，2024 年 12 月公司按合并报表口径完成发电量 1,465.6 吉瓦时，同比减少 13.6%。其中，中国风电项目减少 17.1%，中国太阳能项目增加 13.3%，中国热电联产及燃气项目减少 20.8%，中国水电项目增加 63.7% 及韩国项目减少 15.3%。截至 2024 年 12 月 31 日止 12 个月，公司累计完成发电量 19,149.7 吉瓦时，同比增加 0.4%。其中，中国风电项目减少 2.6%，中国太阳能项目增加 22.4%，中国热电联产及燃气项目增加 6.1%，中国水电项目增加 24.6% 及韩国项目减少 1.9%。总体来看，2024 年受风资源影响风电发电量表现欠佳，或影响 24 年全年业绩增长。

➤ 2024 年公司新增装机 1153 万千瓦，未来加大陆上风电比重：

公司 2024 年新增装机容量 1153 万千瓦，超出公司规划指引。截至 2024 年底公司在运装机容量达到 5683 万千瓦，年度核准备案容量超过 2100 万千瓦，基本接近公司战略规划到 2025 年要达到 7,000 万千瓦的装机容量目标，预期未来装机有望稳定增长。2024 年光伏项目比较多，未来会重点转向风电跟光伏同时并行，特别是加大陆上风电项目的比重。

➤ 长期处于价值洼地，期待 25 年估值修复：

受电价下行，限电，新增装机放缓，补贴欠款等多重因素影响，新能源运营商长期处于破净低估值状态，目前公司 2024 年和 2025 年动态 PE 仅为 4.8 和 4 倍，2024 年 PB 约 0.74 倍，股息率 5.18%。展望 25 年，预期随着电价下行风险的逐步释放，或补贴欠款有所进展，或者央企资产重组，市值管理相关政策推动下，行业和公司估值修复可期。

➤ 维持买入评级，目标价 2.72 港元：

我们更新公司目标价 2.72 港元，相当于 2024 年和 2025 年 6 倍和 5 倍 PE，目标价较现价有 25% 上升空间，维持买入评级。

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	2,430	2,193	2,182	2,308	2,477
同比增长(%)	43.4%	-9.8%	-0.5%	5.8%	7.3%
归属股东净利润	195	268	234	279	296
同比增长(%)	5.6%	37.2%	-12.6%	19.4%	6.0%
每股盈利 (美仙)	4.55	6.24	5.80	6.92	7.34
PE@2.18HKD	6.2	4.5	4.8	4.0	3.8
每股股息 (美仙)	0.91	1.56	1.45	1.73	1.83
股息率	3.25%	5.57%	5.18%	6.18%	6.55%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2024 年总发电量同比增长 0.4%，其中风电同比减少 2.6%：

根据初步统计，2024 年 12 月公司按合并报表口径完成发电量 1,465.6 吉瓦时，同比减少 13.6%。其中，中国风电项目减少 17.1%，中国太阳能项目增加 13.3%，中国热电联产及燃气项目减少 20.8%，中国水电项目增加 63.7%及韩国项目减少 15.3%。

截至 2024 年 12 月 31 日止 12 个月，公司累计完成发电量 19,149.7 吉瓦时，同比增加 0.4%。其中，中国风电项目减少 2.6%，中国太阳能项目增加 22.4%，中国热电联产及燃气项目增加 6.1%，中国水电项目增加 24.6%及韩国项目减少 1.9%。总体来看，2024 年受风资源影响风电发电量表现欠佳，或影响 24 年全年业绩增长。

2024 年公司新增装机 1153 万千瓦，未来加大陆上风电比重：

公司 2024 年新增装机容量 1153 万千瓦，超出公司规划指引。截至 2024 年底公司在运装机容量达到 5683 万千瓦，年度核准备案容量超过 2100 万千瓦，基本接近公司战略规划到 2025 年要达到 7,000 万千瓦的装机容量目标，预期未来装机有望稳定增长。2024 年光伏项目比较多，未来会重点转向风电跟光伏同时并行，特别是加大陆上风电项目的比重。

长期处于价值洼地，期待 25 年估值修复：

受电价下行，限电，新增装机放缓，补贴欠款等多重因素影响，新能源运营商长期处于破净低估值状态，目前公司 2024 年和 2025 年动态 PE 仅为 4.8 和 4 倍，2024 年 PB 约 0.74 倍，股息率 5.18%。展望 25 年，预期随着电价下行风险的逐步释放，或补贴欠款有所进展，或者央企资产重组，市值管理相关政策推动下，行业估值修复可期。

维持买入评级，目标价 2.72 港元：

我们更新公司目标价 2.72 港元，相当于 2024 年和 2025 年 6 倍和 5 倍 PE，目标价较现价有 25%上升空间，维持买入评级。

风险提示：

新增装机不及预期

补贴回款滞后

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
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	3.96	950	6.7	5.4	4.7	4.4	1.0	0.5	0.5	0.5
0991.HK	大唐发电	HKD	1.33	440	15.5	0.0	0.0	0.0	0.7	-	-	-
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.78	532	7.6	0.0	0.0	0.0	0.8	-	-	-
2380.HK	中国电力	HKD	2.87	355	10.4	6.6	5.5	4.7	0.6	0.6	0.6	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	17.28	895	8.1	6.1	5.3	4.7	1.0	0.9	0.8	0.7
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.91	139	4.6	5.3	4.8	4.5	0.7	0.5	0.4	0.4
0916.HK	龙源电力	HKD	5.70	1,005	6.8	7.0	6.3	5.5	0.6	0.6	0.6	0.5
0182.HK	协合新能源	HKD	0.50	40	3.8	3.3	2.9	2.7	0.4	0.5	0.4	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.72	255	6.4	6.1	4.7	4.2	0.7	-	-	-
平均					7.9	4.3	3.7	3.3	0.7	0.6	0.6	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.18	94	4.5	4.8	4.0	3.8	0.7	0.8	0.8	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

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,430	2,193	2,182	2,308	2,477
经营成本	1,840	1,640	1,667	1,720	1,855
经营利润	590	552	515	588	622
其他收入	43	20	40	41	42
财务费用	(227)	(213)	(223)	(235)	(246)
应占联营公司利润	(63)	3	3	3	3
其他开支	(63)	3	3	3	3
税前盈利	273	353	324	387	410
所得税	(59)	(73)	(67)	(80)	(85)
少数股东应占利润	19	12	23	28	29
归属股东净利润	195	268	234	279	296
折旧及摊销	336	344	351	354	358
EBITDA	164	222	197	267	299
增长					
总收入 (%)	43%	-10%	-1%	6%	7%
EBITDA (%)	3%	35%	-11%	36%	12%

资产负债表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	441	288	233	201	209
应收账款	739	766	781	797	813
存货	66	45	47	49	52
其他流动资产	647	670	689	709	729
流动资产	1,893	1,768	1,750	1,756	1,803
固定资产	5,812	5,883	6,290	6,601	6,842
其他固定资产	639	699	758	721	729
非流动资产	6,451	6,582	7,048	7,322	7,571
总资产	8,344	8,350	8,798	9,077	9,374
流动负债	2,467	2,003	2,063	2,125	2,188
应付帐款	223	109	112	115	119
短期银行贷款	957	495	509	525	541
其他短期负债	1287	1399	1441	1485	1529
非流动负债	4,377	4,659	5,004	4,998	4,994
长期银行贷款	3,407	3,954	4,270	4,227	4,185
其他负债	970	705	734	770	809
总负债	6,844	6,662	7,066	7,122	7,182
少数股东权益	137	144	148	167	187
股东权益	1,363	1,545	1,584	1,789	2,005
每股账面值(美元)	0.32	0.36	0.37	0.42	0.47
营运资金	(575)	(235)	(313)	(369)	(386)

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
经营利润率 (%)	24%	25%	24%	25%	25%
EBITDA 利率 (%)	7%	10%	9%	12%	12%
净利率 (%)	8%	12%	11%	12%	12%
营运表现					
实际税率 (%)	21%	21%	21%	21%	21%
股息支付率 (%)	25%	25%	25%	125%	225%
库存周转	16	16	16	16	16
应付账款天数	37	37	37	37	37
应收账款天数	160	160	160	160	160
ROE (%)	14%	17%	15%	16%	15%
ROA (%)	2%	3%	3%	3%	3%
财务状况					
总资产负债率 (%)	82%	80%	80%	78%	77%
净负债/股本	2.9	2.7	2.9	2.5	2.3
收入/总资产	0.29	0.26	0.25	0.25	0.26
总资产/股本	6.12	5.41	5.55	5.08	4.67
收入对利息倍数	10.7	10.3	9.8	9.8	10.1

现金流量表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	164	222	197	267	299
融资成本	227	213	223	235	246
营运资金变化	(328)	(249)	(33)	(31)	(16)
所得税	(42)	(75)	(67)	(80)	(85)
营运现金流	642	682	887	981	1,050
资本开支	(363)	(641)	(770)	(847)	(914)
其他投资活动	(10)	30	32	33	35
投资活动现金流	(373)	(611)	(738)	(813)	(879)
负债变化	469	157	126	101	81
股本变化	0	0	1	2	3
股息	(39)	(67)	(58)	(70)	(74)
其他融资活动	(603)	(303)	(272)	(233)	(172)
融资活动现金流	(173)	(213)	(203)	(200)	(162)
现金变化	96	(142)	(54)	(32)	8
期初持有现金	375	441	288	233	201
汇率变动	(30)	(11)	0	0	0
期末持有现金	441	288	233	201	209

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
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>