

电力

收盘价
港元 2.94

目标价
港元 3.72↓

潜在涨幅
+26.5%

2025 年 3 月 7 日

中国电力 (2380 HK)

预期 2024 全年盈利上升 53%，7%以上的股息率仍吸引

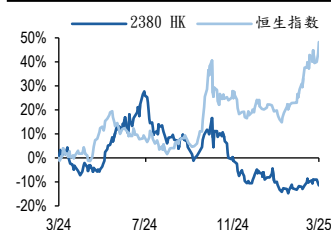
公司将会在 3 月 21 日公布 2024 全年业绩。因 2024 年风电及光伏发电量略低于预期，同时考虑 2025 年火电长协电价预期的变动及风光项目利用率调整，我们下调 2024/25 年盈利预测 9.5%/22.2%，以分部估值得出的目标价因此下调至 3.72 港元。虽然盈利预测有所下调，但公司 2024/25 年超过 7%的股息率仍具吸引力，维持买入评级。

- 公司 2024 年发电量同比上升 18.6%，大致符合我们预期，其中水电复苏进度理想，发电量同比大幅上升 52%。风/光发电量略低于我们预期 3%/5%，我们认为是 4 季度的利用率不及预期所致。加上我们对 4 季度交易电价预期下调，我们下调 2024 年盈利预测至 40.7 亿元（人民币，下同），同比上升 53%。
- 展望 2025 年，我们预期公司单位燃料成本仍有 3%的同比下降，但参考 2025 年火电长协电价后，我们预期 2025 年火电的点火价差有约 7%的下降。风光项目方面，我们预期 2025 年的利用率仍将同比下降约 2%，以反映放宽限电率的全年影响。同时，在 136 号文新政发布后，我们认为公司风/光电价在提高市场化占比后将同比下跌 5%。反映以上因素后，我们下调公司 2025 年盈利预测 22.2%至 48.6 亿元（同比+19%）。
- 虽然盈利调整幅度较大，但公司现时股价对应 2025 年市帐率仍在 5 年平均水平，加上公司 2024/25 年分红比例预期在 64%（计及已宣布的特别股息）/50%，2024/25 年股息率仍在 7%以上，具一定吸引力。因盈利预测下调，我们以分部估值法得出的目标价调整至 3.72 港元（前值为 4.56 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)	4.24
52周低位 (港元)	2.83
市值 (百万港元)	36,368.39
日均成交量 (百万)	85.67
年初至今变化 (%)	(7.26)
200天平均价 (港元)	3.21

资料来源: FactSet

郑民康

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

盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	49,191	51,106	-3.8%	50,997	56,084	-9.1 %	54,410	61,198	-11.1%
经营利润	12,438	13,290	-6.4%	14,012	16,733	-16.3%	16,328	20,371	-19.9%
经营利润率(%)	25.3%	26.0%	-0.7 ppt	27.5%	29.8%	-2.4 ppts	30.0%	33.3%	-3.3 ppts
净利润	4,072	4,499	-9.5%	4,857	6,240	-22.2%	6,001	8,055	-25.5%
净利率(%)	8.3%	8.8%	-0.5 ppt	9.5%	11.1%	-1.6 ppt	11.0%	13.2%	-2.1 ppts

资料来源: FactSet, 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。

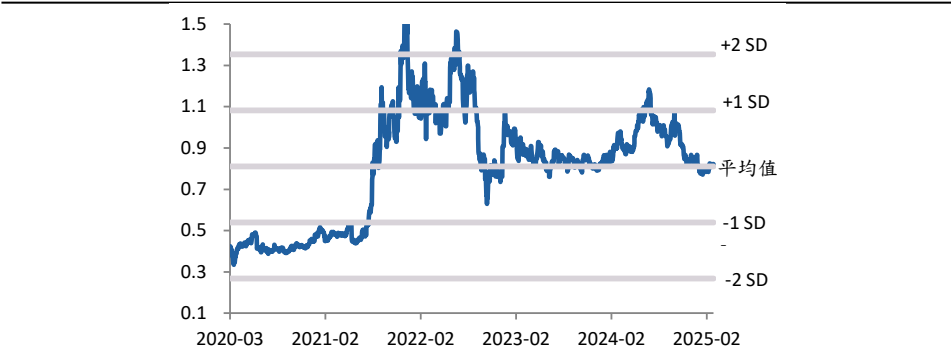
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 装机及发电量预测 (按全资拥有或控股的发电厂)

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
归属装机容量 (兆瓦)					
煤电	11,080	11,080	9,820	9,820	9,820
水电	5,451	5,951	5,951	5,951	5,951
风电	7,189	12,016	15,016	18,516	22,016
光伏发电	7,207	15,149	19,149	23,149	27,149
燃气发电	475	505	505	505	505
生物质发电	197	317	317	317	317
总计	31,599	45,019	50,759	58,259	65,759
售电量 (吉瓦时)					
煤电	67,863	54,987	55,967	54,288	53,745
水电	18,154	11,711	18,471	18,746	19,043
风电	10,930	18,497	26,237	30,046	35,678
光伏发电	9,775	14,607	23,425	29,797	34,576
燃气发电	1,136	2,059	2,160	2,160	2,160
生物质发电	313	1,379	1,700	1,784	1,784
总计	108,171	103,240	127,959	136,820	146,986

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 中国电力 (2380 HK) 近 5 年市帐率区间



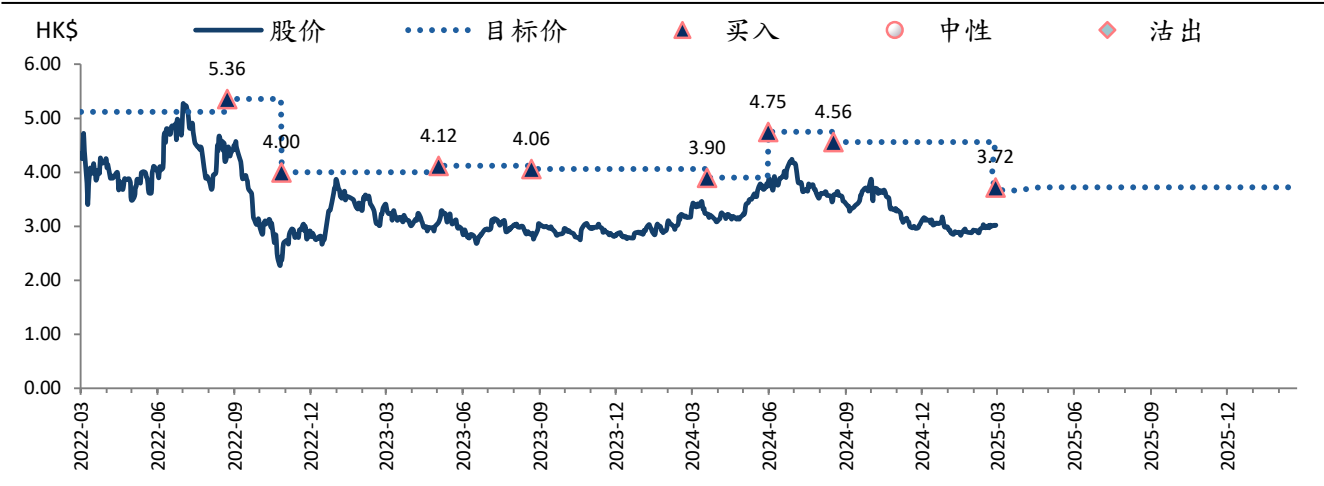
资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 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	8,980	0.78
水电	0.75x 2025E 市净率	7,787	0.68
风电	8.5x 2025E 市盈率	24,997	2.18
光伏发电	8.5x 2025E 市盈率	19,776	1.73
储能业务	10.0x 2025E 市盈率	394	0.03
未分配	1.00x 2025E 市净率	(19,303)	(1.69)
加总		42,632	3.72

资料来源：交银国际预测

图表 4: 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 5: 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
2380 HK	中国电力	买入	2.94	3.72	26.5%	2025 年 03 月 07 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.16	8.00	29.9%	2025 年 02 月 21 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.06	25.02	38.5%	2024 年 10 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.89	2.37	25.4%	2024 年 10 月 21 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.28	1.92	-15.8%	2024 年 08 月 28 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	68.70	104.80	52.5%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	39.62	57.10	44.1%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	7.46	9.93	33.1%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.22	1.77	45.1%	2024 年 10 月 28 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.51	4.28	21.9%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.62	3.80	5.0%	2024 年 10 月 31 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.46	13.15	-2.3%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	57.62	73.36	27.3%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	13.80	11.04	-20.0%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	买入	0.97	1.17	20.6%	2025 年 03 月 03 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 2025 年 3 月 6 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	43,689	44,262	49,191	50,997	54,410
主营业务成本	(22,726)	(16,801)	(14,710)	(13,900)	(13,500)
毛利	20,964	27,461	34,480	37,096	40,911
销售及管理费用	(13,359)	(18,745)	(22,042)	(23,085)	(24,583)
经营利润	7,604	8,715	12,438	14,012	16,328
财务成本净额	(4,107)	(3,995)	(4,262)	(4,522)	(4,702)
应占联营公司利润及亏损	(153)	706	807	902	1,016
税前利润	3,344	5,427	8,984	10,392	12,642
税费	(659)	(893)	(2,066)	(2,390)	(2,908)
非控股权益	(37)	(1,449)	(2,421)	(2,721)	(3,310)
净利润	2,648	3,084	4,496	5,281	6,425
归于权益的分派	(167)	(424)	(424)	(424)	(424)
作每股收益计算的净利润	2,481	2,660	4,072	4,857	6,001

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,228	5,739	6,337	6,507	5,558
应收账款及票据	19,229	33,203	35,808	37,123	39,608
存货	1,091	2,380	2,311	2,333	2,408
其他流动资产	6,337	4,320	4,320	4,320	4,320
总流动资产	30,886	45,642	48,777	50,283	51,894
物业、厂房及设备	142,306	202,556	217,585	233,387	247,607
无形资产	9,119	17,376	16,727	16,078	15,429
合资企业/联营公司投资	6,656	10,261	11,068	11,970	12,986
其他长期资产	22,438	29,972	29,569	29,166	28,764
总长期资产	180,519	260,165	274,950	290,602	304,786
总资产	211,405	305,807	323,727	340,885	356,680
短期贷款	23,461	37,134	39,422	40,711	41,609
应付账款	18,164	25,841	26,570	26,764	27,447
其他短期负债	4,300	12,196	12,815	13,532	14,405
总流动负债	45,925	75,171	78,808	81,008	83,461
长期贷款	89,439	127,448	137,420	146,805	153,413
其他长期负债	7,451	8,167	8,167	8,167	8,167
总长期负债	96,890	135,615	145,587	154,972	161,580
总负债	142,815	210,786	224,395	235,980	245,041
股本	24,509	24,509	24,509	24,509	24,509
储备及其他资本项目	13,820	13,956	15,422	17,851	20,851
股东权益	38,329	38,465	39,931	42,360	45,360
记作权益的金融工具	8,639	15,175	15,599	16,023	16,447
非控股权益	21,621	41,381	43,802	46,523	49,832
总权益	68,590	95,021	99,332	104,905	111,639

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,344	5,427	8,984	10,392	12,642
合资企业/联营公司收入调整	153	(706)	(807)	(902)	(1,016)
折旧及摊销	7,285	8,654	11,748	12,402	13,303
营运资本变动	(2,676)	(3,488)	(1,808)	(1,142)	(1,877)
税费	(545)	(1,134)	(1,446)	(1,673)	(2,035)
其他经营活动现金流	(1,835)	1,150	1,052	1,052	1,052
经营活动现金流	5,726	9,903	17,722	20,129	22,069
资本开支	(17,596)	(24,648)	(26,778)	(28,204)	(27,523)
投资活动	(2,631)	(1,971)	0	0	0
其他投资活动现金流	151	(225)	0	0	0
投资活动现金流	(20,075)	(26,844)	(26,778)	(28,204)	(27,523)
负债净变动	9,442	9,198	12,260	10,674	7,505
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(3,325)	(3,230)	(2,606)	(2,429)	(3,000)
其他融资活动现金流	10,692	12,485	0	0	0
融资活动现金流	16,808	18,452	9,654	8,245	4,505
汇率收益/损失	3	(1)	0	0	0
年初现金	1,767	4,228	5,739	6,337	6,507
年末现金	4,228	5,739	6,337	6,507	5,558

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.201	0.215	0.329	0.393	0.485
全面摊薄每股收益	0.201	0.215	0.329	0.393	0.485
每股股息	0.110	0.132	0.211	0.196	0.243
每股账面值	3.099	3.110	3.228	3.424	3.667
利润率分析(%)					
毛利率	48.0	62.0	70.1	72.7	75.2
净利率	6.1	7.0	9.1	10.4	11.8
盈利能力(%)					
ROA	1.2	0.9	1.3	1.4	0.0
ROE	3.6	2.8	4.1	4.6	0.0
其他					
净负债权益比(%)	158.4	167.2	171.7	172.5	169.7
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	10.1	22.5	21.0	21.0	0.0
应收账款周转天数	105.6	208.1	200.0	200.0	0.0
应付账款周转天数	23.8	36.2	36.2	36.2	0.0

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、湖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、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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，而并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。