

## 港股研究 | 公司点评 | 中国电力（2380.HK）

# 水电重组方案落地，第二成长曲线开启

### 报告要点

根据重组方案，公司向远达环保转让五凌电力及长洲水电的控股权并获取远达环保对应股权和现金对价。评估基准日公司持有股权对应的评估价值 186.09 亿元，对应估值约为 1.87 倍 PB。交割完成后，公司将持有远达环保 55.13% 股权，同时国电投直接持有的 7.8% 股权也将委托公司管理。此次重组方案对于重组资产的估值实现了中国电力控股五凌电力和长洲水电的大额增值，彰显中国电力中小股东的充分呵护。此外，国电投承诺在本次交易完成后三年内，积极促成下属其他水电资产注入远达环保，明确水电核心平台地位，开启第二成长曲线。

### 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

## 水电重组方案落地，第二成长曲线开启

### 事件描述

公司发布有关资产重组建议之须予披露及关联交易：公司、湘投国际与远达环保签订协议，公司与湘投国际分别向远达环保转让五凌电力 63%及 37%股权，总代价为 246.67 亿元；广西公司与远达环保签订协议，广西公司向远达环保转让长洲水电 64.93%股权，代价为 30.68 亿元。远达环保以代价股份及现金方式支付，代价股份发行价格为 6.55 元/股。

### 事件评论

- 水电资产重组方案落地，彰显对中小股东呵护。**根据此次重组方案，公司向远达环保转让五凌电力及长洲水电的控股权并获取远达环保对应股权和现金对价，截至 2024 年 10 月末，五凌电力控股装机 752.77 万千瓦，其中水电装机 517.97 万千瓦、风电 162.75 万千瓦、光伏 72.06 万千瓦；长洲水电装机 65.15 万千瓦，其中水电 63 万千瓦，光伏 2.15 万千瓦。同期公司分别持有五凌电力与长洲水电 63%、64.93%股权，以 2024 年 10 月 31 日为评估基准日，相应股权对应的评估价值分别为 155.40 亿元、30.68 亿元，较持有股权账面价值增值 73.21%和 221.76%，此次重组中国电力持股资产作价估值约为 1.87 倍 PB。而且根据重组方案，此次对价中远达环保将以股份作为对价收购主要方式，其中现金支付 27.91 亿元，以自身股权按 6.55 元/股增发 24.15 亿股，作价 186.09 亿元。尤其值得关注的是，截至 4 月 17 日远达环保股价已经上涨至 14.12 元/股，也就是说股权价值已经达到 340.99 亿元，远超此前资产估值总额。**此次交割完成后，公司将持有远达环保 55.13%股权，同时公司控股股东国电投直接持有远达环保 7.8%股权也将委托公司管理，以确保公司对远达环保的控制。整体而言，此次重组方案对于重组资产的估值实现了中国电力控股五凌电力和长洲水电的大额增值，彰显出对中国电力中小股东的充分呵护。**
- 水电核心平台明确，第二成长曲线开启。**此次交易完成后，远达环保将建设成为国电投在中国境内的水电资产整合平台，国电投将通过中国电力实现对远达环保的控股权，中国电力将进一步巩固作为国电投旗下水火风光多能互补的综合清洁能源旗舰上市平台的地位。此外，国电投承诺在本次交易完成后三年内，积极促成下属其他水电资产注入远达环保，截至 2023 年末，国电投控股水电装机达到 2552 万千瓦，即国电投体内仍有大量具备潜在注入可能性的优质水电资产。其中，黄河上游水电公司作为国电投旗下最大的水电主体，2023 年实现营收 337.43 亿元，净利润达 56.04 亿元，若后续黄河水电这一优质资产注入远达环保，公司作为远达环保的控股股东，将显著提升对公司经营业绩的贡献以及实现对 EPS 的增厚。此外，公司表示后续将推动远达环保提升派息率至不低于 50%，随着水电资产的持续注入，远达环保的稳健派息也将为中国电力提供稳定的现金流支撑。
- 投资建议：**公司作为国电投旗下旗舰上市平台，后续集团资产证券化有望加速，我们持续看好公司内生及外延带来的成长价值和投资机遇。我们预计 2025-2027 年业绩分别为 42.63 亿、46.83 亿和 52.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.34 元、0.38 元和 0.42 元，对应 PE 分别为 7.96 倍、7.24 倍和 6.47 倍，估值具备充足性价比。维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 新建项目投产进度与效益不及预期风险；
- 风况、光照资源不及预期风险。

### 公司基础数据

当前股价 (HKD)	2.97
------------	------

注：股价为 2025 年 4 月 17 日收盘价

### 相关研究

- 《经营业绩表现平稳，诚意派息增强价值》2025-03-24
- 《搭建红筹控 A 股权架构，明确水电资产整合平台》2024-10-07
- 《经营业绩显著改善，特殊分红彰显诚意》2024-08-26



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、新建项目投产进度与效益不及预期风险。公司经营业绩的增长核心假设依赖于整体新增装机的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因组件或其他因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力；
- 2、风况、光照资源不及预期风险。从今年以来风条件来看，其表现优于去年同期，但因为气候因素本身难以准确预测，若后续气候快速恶化，不但会导致增量项目盈利能力变弱，还会造成存量项目盈利水平同步弱化，因此会对公司整体业绩预测会存在向下波动的风险。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。