

## 买入

2025 年 09 月 18 日

### 水电整合落地在即，未来业绩稳定性增强

- 利润增长稳健：**25H1 整体收入 238.6 亿元人民币（下同），同比下降 9.9%，EBITDA155 亿元，同比增长 5.6%，权益持有人利润 28.4 亿元，同比增长 1.2%，火电/水电/风电/光伏分板块利润 9.2/3.7/13.2/4.5 亿元，归属普通股股东净利润 25.9 亿元，同比增长 0.7%，整体资产负债率 67.99%。
- 主业运营表现：**煤电售电量下降主要因为期内平均电厂出表影响，但平均单位燃料成本同比下降 14.4%，利润端仍有正增长；风电整体风况较好，平均利用小时同比提升 56 小时至 1122 小时，以及海上风电项目贡献；光伏售电量，利润端同比下降，主要因为市场化交易导致平均上网电价减少所致；水电所在区域降雨量同比减少，影响水电发电利用小时数同比下降 434 小时至 1387 小时，水电收入和利润因此均有下降；储能业务因订单交付周期影响，收入和利润同比下降明显，预计下半年环比改善。
- 装机规模稳定增长：**截止 25H1 公司合并装机容量为 53.9GW，同比增长 11.6%，其中煤电/水电/风电/光伏合并装机规模分别达到 9.8/6/15.8/21.5GW，清洁能源占比达到 81.8%，预计全年总装机规模稳步增长至 55GW。上半年整体售电量 62537GWh，同比下降 2.8%，其中煤电/水电/风电/光伏售电量增速分别为-14.7%/-23.8%/26.9%/9.6%，平均上网电价变动分别为-4.8%/10.6%/-8.1%/-6%。
- 资产整合即将落地：**集团业务重组已明确旗下各上市公司定位，公司将自身水电资产注入远达环保，并通过控股远达环保实现红筹控 A 架构，远达环保将作为集团专注于水电资产运营的上市平台，在高估值高流动性的市场环境下易于未来承接集团最核心的水电资产黄河水电（19 座水电站，约 13GW），实现对公司利润的极大增厚，而公司则定位为集团的综合清洁能源旗舰上市平台，专注于绿电转型且具备火电/水电等稳定的利润压舱石。
- 维持目标价 4.73 港元，买入评级：**尽管短期水电来水波动和市场交易电价波动对业绩有所影响，但我们仍看好公司多种发电形式均衡发展下未来业绩确定性的提升。我们调整公司 2025-2027 年收入为 506/534/563 亿元，普通股股东净利润为 39/43/46 亿元，维持未来十二个月目标价 4.73 港元，对应 2025-2027 年 14/12/11 倍预测市盈率及 0.75/0.73/0.6 倍预测市净率，公司近两年派息比率稳定在 60%，未来优质资产整合完成后，每股收益和分红将有望进一步提升，绿电成长性和高股息率兼具。
- 风险提示：**市场化交易电价大幅下降

黄佳杰

+ 852-25321599

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

李羚玮

+ 852-25321539

David.li@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

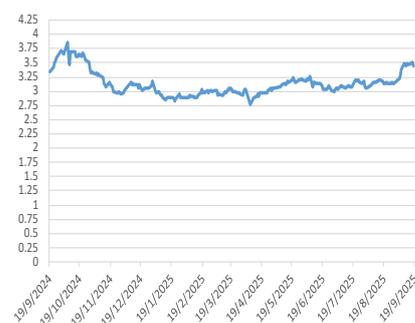
行业	电力
股价	3.46 港元
目标价	4.73 港元 (+37%)
股票代码	2380
已发行股本	123.70 亿股
港股市值	428.01 亿港元
52 周高/低	4.00 港元/2.73 港元
每股净资产	4.90 港元
主要股东	国家电投 (64.68%)

### 盈利摘要

截止 12 月 31 日	23 年实际	24 年预测	25 年预测	26 年预测	27 年预测
营业额 (百万元)	44,262	54,213	50,556	53,360	56,292
变动 (%)	1.3%	22.5%	-6.7%	5.5%	5.5%
普通股股东净利润 (百万元)	2,660	3,364	3,853	4,318	4,592
基本每股盈利 (元)	0.22	0.27	0.31	0.35	0.37
变动 (%)	-2.2%	26.5%	14.5%	12.1%	6.3%
市净率@3.46 港元 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
市盈率@3.46 港元 (倍)	14.6	11.6	10.1	9.0	8.5
每股股息 (元)	0.13	0.16	0.19	0.21	0.22
股息现价比率 (%)	3.82%	4.68%	5.36%	6.01%	6.39%

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											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>收入</b>	44,262	54,213	50,556	53,360	56,292	<b>盈利能力</b>					
毛利	18,380	25,193	25,510	27,319	29,047	经营利润率 (%)	41.5%	46.5%	50.5%	51.2%	51.6%
销售及管理费用	(9,840)	(12,445)	(12,722)	(13,498)	(14,500)	EBITDA 利率 (%)	45.1%	51.6%	53.5%	54.8%	55.6%
其他业务收入	2,320	2,539	1,620	1,582	1,541	EBIT 利率 (%)	24.5%	28.2%	28.5%	28.9%	28.6%
<b>经营利润</b>	10,860	15,287	14,408	15,403	16,088	净利率 (%)	6.0%	6.2%	7.6%	8.1%	8.2%
财务开支	(4,274)	(5,043)	(5,005)	(5,069)	(5,348)	<b>营运表现</b>					
联营公司	706	733	769	808	848	SG&A/收入 (%)	22.2%	23.0%	25.2%	25.3%	25.8%
其他收益	279	154	154	154	154	实际税率 (%)	11.8%	13.2%	13.6%	14.2%	14.5%
<b>税前盈利</b>	7,571	11,130	10,326	11,295	11,743	股息支付率 (%)	61.4%	59.6%	59.6%	59.6%	59.6%
所得税	(893)	(1,471)	(1,409)	(1,606)	(1,708)	库存周转	16	16	16	16	16
少数股东应占利润	(1,449)	(2,678)	(2,071)	(2,503)	(2,693)	应付账款周转率	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
<b>普通股股东利润</b>	2,660	3,364	3,853	4,318	4,592	应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
折旧及摊销	(9,081)	(12,663)	(12,627)	(13,862)	(15,182)	<b>财务状况</b>					
<b>EBITDA</b>	19,940	27,950	27,035	29,265	31,271	ROE	5.0%	6.1%	6.8%	7.4%	6.2%
<b>增长</b>						ROA	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
总收入 (%)	1.3%	22.5%	-6.7%	5.5%	5.5%	负债率	68.9%	68.4%	68.8%	69.4%	67.4%
EBITDA (%)	24.9%	40.2%	-3.3%	8.2%	6.9%						
归母净利润 (%)	7.2%	26.5%	14.5%	12.1%	6.3%						
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					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>现金</b>	5,739	6,074	3,226	5,519	3,122	<b>税前利润</b>	5,427	8,011	7,830	8,924	9,491
应收账款	25,235	31,647	28,824	30,422	32,094	营运资金变化	(3,925)	(8,599)	1,754	(1,644)	(1,745)
存货	2,380	1,403	2,531	2,634	2,766	所得税	(1,134)	(1,623)	(1,409)	(1,606)	(1,708)
其他流动资产	12,288	12,515	12,515	12,515	12,515	其他	9,536	12,833	13,074	13,442	13,294
<b>总流动资产</b>	45,642	51,638	47,095	51,090	50,497	<b>营运现金流</b>	9,903	10,621	21,248	19,116	19,332
<b>固定资产</b>	202,556	226,873	247,415	264,429	297,429	资本开支	(24,648)	(26,980)	(33,249)	(30,877)	(33,000)
联营公司权益	7,813	8,606	8,606	8,606	8,606	其他投资活动	(2,196)	(8,192)	0	0	0
其他资产	49,796	53,338	53,338	53,338	53,338	<b>投资活动现金流</b>	(26,844)	(35,172)	(33,249)	(30,877)	(33,000)
<b>总资产</b>	305,807	340,456	356,453	377,463	409,870	银行贷款	61,664	93,602	62,000	69,000	69,000
短期银行贷款	19,629	29,764	19,629	19,629	19,629	股本变化	0	0	0	0	1
应付账款	3,823	3,700	4,066	4,232	4,442	股息	(1,385)	(2,272)	(2,295)	(2,572)	(2,735)
其他短期负债	51,719	59,719	59,719	59,719	59,719	其他融资活动	(41,827)	(66,444)	(50,553)	(52,375)	(54,994)
<b>总短期负债</b>	75,171	93,182	83,413	83,579	83,790	<b>融资活动现金流</b>	18,452	24,886	9,153	14,054	11,272
长期银行贷款	99,652	110,759	132,904	149,530	163,536	<b>现金变化</b>	1,512	335	(2,848)	2,293	(2,396)
其他负债	35,963	28,981	28,981	28,981	28,981	汇兑变化	(1)	(0)	0	0	0
<b>总负债</b>	210,786	232,923	245,298	262,090	276,308	期初持有现金	4,228	5,739	6,074	3,226	5,519
少数股东权益	41,381	52,635	54,706	57,209	59,902	期末持有现金	5,739	6,074	3,226	5,519	3,122
<b>股东权益</b>	53,640	54,897	56,449	58,164	73,660						
负债权益合计	305,807	340,456	356,453	377,463	409,870						

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。