

买入

火电盈利大幅改善，风光装机提速

华润电力 (0836.HK)

2024-03-21 星期四

投资要点

目标价: **26.5 港元**
现价: 17.92 港元
预计升幅: 48%

➤ 2023 年盈利同比+56.2%，派息率 62%：

2023 年公司营业额为 1033.34 亿港元，同比基本持平；归母净利润 110.03 亿港元，同比增长 56.2%，每股基本盈利为 2.29 港元，加上特别股息 0.5 港元，全年共派息 1.415 港元，派息率为 62%（2023 年为 40%）。公司业绩增长主要来自风光利润贡献以及火电盈利大幅修复。2023 年，可再生能源业务核心利润贡献为 97.26 亿港元（2022 年：86.45 亿港元），火电业务核心利润贡献为 36.11 亿港元（2022 年：亏损 25.82 亿港元）。

重要数据

| 日期 | 2024-03-20 |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 17.92 |
| 总股本 (百万股) | 4,810 |
| 总市值 (亿港元) | 862 |
| 净资产 (百万港元) | 104,547 |
| 总资产 (百万港元) | 322,396 |
| 52 周高低 (港元) | 19.04/13.55 |
| 每股净资产 (港元) | 17.66 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 容量电价叠加单位燃料成本下降，火电盈利确定性提升：

公司 2023 年火电盈利大幅改善主要受益煤价下行，期内公司火电单位燃料成本同比下降 12.6%。公司预期 2024 年单位燃料成本较 2023 年仍将下降 3-5% 左右，同时点火价差稳中有升，全年火电利用小时数约 4500-4600 小时。受益容量电价和辅助服务市场的完善，未来火电盈利趋稳。

➤ 2024 年目标新增风光装机 10GW，全年资本开支 599 亿港元：

于 2023 年底，公司风电运营权益装机容量为 18,618 兆瓦，在建权益装机容量为 7,304 兆瓦；光伏运营权益装机容量为 3,442 兆瓦，在建权益装机容量为 6,056 兆瓦。2023 年新投产的风电和光伏项目权益装机容量分别为 3,106 兆瓦和 2,230 兆瓦。为实现十四五末可再生能源占比达到 50% 目标，公司规划 2024 年新增风光装机为 10GW，全年资本开支 599 亿港元，其中约 446 亿港元用于风电、光伏电站的建设。

主要股东

华润集团 (电力) 有限公司 (62.93%)

相关报告

深度报告-20210608

更新报告-20220124

更新报告-20220322

更新报告-20220818

更新报告-20230413/20230825

➤ 维持买入评级，更新目标价 26.5 港元：

目前公司分拆新能源 A 股上市，暂无明确时间表，静待市场窗口期。我们更新公司目标价至 26.5 港元，相当于 2024 年和 2025 年 8.5 倍和 7.3 倍 PE，目标价较现价有 48% 上升空间，维持买入评级。

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

| 百万港元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额 | 103,305 | 103,334 | 106,559 | 107,531 | 109,718 |
| 变动(%) | 15.0% | 0.0% | 3.1% | 0.9% | 2.0% |
| 归属股东净利润 | 7,042 | 11,003 | 14,957 | 17,374 | 20,352 |
| 变动(%) | 342.2% | 56.2% | 35.9% | 16.2% | 17.1% |
| 每股盈利(港元) | 1.46 | 2.29 | 3.11 | 3.61 | 4.23 |
| PE@17.92HKD | 12.2 | 7.8 | 5.8 | 5.0 | 4.2 |
| 每股股息(港元) | 0.586 | 1.415 | 1.244 | 1.445 | 1.692 |
| 股息率(%) | 3.27% | 7.90% | 6.94% | 8.06% | 9.44% |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2023 年盈利同比+56.2%，派息率 62%：

2023 年公司營業額為 1033.34 億港元，同比基本持平；歸母淨利潤 110.03 億港元，同比增長 56.2%，每股基本盈利為 2.29 港元，加上特別股息 0.5 港元，全年共派息 1.415 港元，派息率為 62%（2023 年為 40%）。

公司業績增長主要來自風光利潤貢獻以及火電盈利大幅修復。2023 年，可再生能源業務核心利潤貢獻為 97.26 億港元(2022 年：86.45 億港元)，火電業務核心利潤貢獻為 36.11 億港元(2022 年：虧損 25.82 億港元)。

容量電價疊加單位燃料成本下降，火電盈利確定性提升：

公司 2023 年火電盈利大幅改善主要受益煤價下行，期內公司火電單位燃料成本同比下降 12.6%。公司預期 2024 年單位燃料成本較 23 年仍將下降 3-5% 左右，同時點火價差穩中有升，全年火電利用小時數約 4500-4600 小時。受益容量電價和輔助服務市場的完善，未來火電盈利趨穩。

2024 年目標新增風光裝機 10GW，全年資本開支 599 億港元：

於 2023 年底，公司風電運營權益裝機容量為 18,618 兆瓦，在建權益裝機容量為 7,304 兆瓦；光伏運營權益裝機容量為 3,442 兆瓦，在建權益裝機容量為 6,056 兆瓦。2023 年新投產的風電和光伏項目權益裝機容量分別為 3,106 兆瓦和 2,230 兆瓦。為實現十四五末可再生能源占比達到 50% 目標，公司規劃 2024 年新增風光裝機為 10GW，全年資本開支 599 億港元，其中約 446 億港元用於風電、光伏電站的建設。

維持買入評級，提高目標價至 26.5 港元：

目前公司分拆新能源 A 股上市，暫無明確時間表，靜待市場窗口期。我們更新公司目標價至 26.5 港元，相當於 2024 年和 2025 年 8.5 倍和 7.3 倍 PE，目標價較現價有 48% 上升空間，維持買入評級。

風險提示：

新能源新增裝機不及預期

市場化交易電價下行

分拆 A 股上市進展不及預期

表 1: 行业估值

| 电力行业 | 代码 | 简称 | 货币 | 股价 | 市值 (亿港元) | PE | | | | PB | | | |
|------|-----------|----------|-----|-------|-------------|----------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | | | 2022A | 2023A/E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023A/E | 2024E | 2025E |
| 火电 | 0991.HK | 大唐发电 | HKD | 1.40 | 474 | -70.2 | - | - | - | 0.8 | - | - | - |
| | 0902.HK | 华能国际电力股份 | HKD | 4.57 | 1,319 | -8.0 | 7.7 | 4.0 | 3.7 | 1.1 | 0.0 | 0.5 | 0.4 |
| | 1071.HK | 华电国际电力股份 | HKD | 4.16 | 688 | -1,234.3 | - | - | 5.0 | 1.0 | - | - | - |
| | 2380.HK | 中国电力 | HKD | 3.31 | 409 | 13.8 | 9.3 | 9.3 | 5.3 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| | 1798.HK | 大唐新能源 | HKD | 1.73 | 126 | 3.2 | - | - | 6.4 | 0.7 | - | - | - |
| 绿电 | 0916.HK | 龙源电力 | HKD | 5.53 | 1,239 | 8.1 | 5.4 | 4.6 | 3.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| | 0182.HK | 协合新能源 | HKD | 0.65 | 53 | 5.4 | 4.9 | 4.3 | 3.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| | 0956.HK | 新天绿色能源 | HKD | 2.95 | 265 | 4.8 | 4.2 | 4.0 | 2.9 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | 平均 | | | | | | -159.7 | 6.3 | 5.2 | 4.5 | 0.8 | 0.5 | 0.6 |
| | 0836.HK | 华润电力 | HKD | 17.92 | 862 | 12.2 | 7.8 | 5.8 | 5.0 | 1.0 | 0.0 | 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 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 百万港元, 财务年度截至12月31日 | | | | | | | | | | | |
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 收入 | 103,305 | 103,334 | 106,559 | 107,531 | 109,718 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业支出 | (90,922) | (87,380) | (86,703) | (84,127) | (82,038) | 毛利率 (%) | 29% | 35% | 33% | 33% | 0% |
| 其他经营收入 | 1,982 | 2,030 | 3,337 | 3,367 | 3,436 | EBITDA 利率 (%) | -26% | -32% | -36% | -41% | -46% |
| 其他经营净收益 | 2,184 | 214 | 242 | 267 | 288 | 净利率 (%) | 7% | 11% | 14% | 16% | 19% |
| 营业利润 | 16,549 | 18,198 | 23,435 | 27,039 | 31,404 | 营运表现 | | | | | |
| 财务费用 | (3,890) | (4,241) | (5,295) | (6,024) | (6,859) | 实际税率 (%) | 15% | 22% | 15% | 15% | 15% |
| 应占联营公司损益 | (113) | 1,183 | 381 | 407 | 442 | 股息支付率 (%) | 40% | 62% | 40% | 40% | 40% |
| 应占共同控制实体损益 | (87) | 358 | 101 | 102 | 103 | 库存周转 | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 除税前溢利 | 12,459 | 15,499 | 18,622 | 21,523 | 25,090 | 应付账款天数 | 221 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| 所得税 | (1,906) | (3,389) | (2,848) | (3,292) | (3,837) | 应收账款天数 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 |
| 少数股东应占利润 | 93 | 778 | 817 | 858 | 901 | ROE (%) | 8% | 12% | 13% | 14% | 15% |
| 归属股东净利润 | 7,042 | 11,003 | 14,957 | 17,374 | 20,352 | ROA (%) | 2% | 3% | 4% | 4% | 4% |
| 折旧及摊销 | 14,430 | 18,031 | 20,556 | 23,279 | 26,219 | 财务状况 | | | | | |
| EBITDA | (26,796) | (32,752) | (38,361) | (43,944) | (50,408) | 总资产负债率 (%) | 65% | 68% | 69% | 69% | 69% |
| | | | | | | 净负债/股本 | 1.3 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.6 |
| 增长 | | | | | | 收入/总资产 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 总收入 (%) | 15% | 0% | 3% | 1% | 2% | 总资产/股本 | 3.1 | 3.4 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| 净利润 (%) | 342% | 56% | 36% | 16% | 17% | 收入对利息倍数 | 26.6 | 24.4 | 20.1 | 17.9 | 16.0 |

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 百万港元, 财务年度截至12月31日 | | | | | | 百万港元, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金 | 13,426 | 7,156 | 9,324 | 10,244 | 13,723 | EBITDA | (26,796) | (32,752) | (38,361) | (43,944) | (50,408) |
| 应收账款 | 35,616 | 40,467 | 38,521 | 38,872 | 39,663 | 融资成本 | 3,890 | 4,241 | 5,295 | 6,024 | 6,859 |
| 存货 | 4,582 | 4,017 | 3,757 | 3,772 | 3,807 | 营运资金变化 | (595) | 1,748 | 552 | (39) | (272) |
| 其他流动资产 | (4,993) | (2,022) | (2,626) | (2,940) | 1,079 | 所得税 | (1,863) | (3,389) | (2,848) | (3,292) | (3,837) |
| 流动资产 | 48,631 | 49,617 | 48,975 | 49,949 | 58,272 | 营运现金流 | 27,165 | 33,929 | 39,975 | 45,292 | 51,856 |
| 固定资产 | 191,356 | 215,752 | 288,697 | 321,088 | 351,289 | 资本开支 | (32,580) | (48,870) | (53,757) | (53,219) | (54,283) |
| 其他固定资产 | 41,349 | 57,026 | 57,177 | 58,460 | 59,867 | 其他投资活动 | (1,267) | (568) | (553) | (534) | (513) |
| 非流动资产 | 232,705 | 272,779 | 345,874 | 379,548 | 411,156 | 投资活动现金流 | (33,847) | (49,437) | (54,309) | (53,754) | (54,797) |
| 总资产 | 283,388 | 322,396 | 394,849 | 429,497 | 469,428 | 负债变化 | 62,229 | 57,251 | 68,701 | 61,831 | 60,594 |
| 流动负债 | 82,671 | 84,062 | 120,261 | 127,962 | 137,133 | 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付帐款 | 30,248 | 36,424 | 34,666 | 34,803 | 35,126 | 股息 | 2,819 | 6,822 | 5,983 | 6,949 | 8,141 |
| 短期银行贷款 | 38,383 | 33,365 | 40,038 | 48,045 | 57,654 | 其他融资活动 | (54,890) | (54,835) | (58,182) | (59,398) | (62,316) |
| 其他短期负债 | 14,039 | 14,273 | 45,557 | 45,114 | 44,353 | 融资活动现金流 | 10,159 | 9,238 | 16,502 | 9,382 | 6,419 |
| 非流动负债 | 99,951 | 133,787 | 151,220 | 168,603 | 188,087 | 现金变化 | 3,476 | (6,270) | 2,168 | 921 | 3,479 |
| 长期银行贷款 | 93,322 | 125,827 | 140,926 | 157,838 | 176,778 | 期初持有现金 | 10,641 | 13,426 | 7,156 | 9,324 | 10,244 |
| 其他负债 | 6,629 | 7,959 | 10,294 | 10,765 | 11,309 | 汇率变动 | (691) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总负债 | 182,834 | 217,849 | 271,481 | 296,565 | 325,220 | 期末持有现金 | 13,426 | 7,156 | 9,324 | 10,244 | 13,723 |
| 少数股东权益 | 7,651 | 8,909 | 9,355 | 9,822 | 10,313 | | | | | | |
| 股东权益 | 92,903 | 95,638 | 114,014 | 123,109 | 133,894 | | | | | | |
| 每股账面值(港元) | 20.90 | 21.73 | 25.65 | 27.63 | 29.98 | | | | | | |
| 营运资金 | (34,040) | (34,445) | (71,286) | (78,014) | (78,862) | | | | | | |

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。