

买入

股息吸引，水电资产整合顺利推进

中国电力 (2380.HK)

2025-5-28 星期三

【投资要点】

目标价: 3.9 港元

现价: 3.2 港元

预计升幅: 22%

重要数据

日期	2025-5-27
收盘价 (港元)	3.2
总股本 (亿股)	124
总市值 (亿港元)	396
净资产 (亿元)	1,075
总资产 (亿元)	3,405
52 周高低 (港元)	4.21/2.73
每股净资产 (元)	4.44

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

国家电力投资集团公司 (65.05%)
中国中信金融资产管理股份有限公司 (5.10%)

相关报告

深度报告-20200521/1117
更新报告-20210909/0917
更新报告-20220123/20220319
更新报告-20220830/20221010
更新报告-20230418/20230718/0906
更新报告-20240415/0924/1004

研究部

姓名: 杨义琼
SFC: AXU943
电话: 0755-21516065
Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 公司 2025 年前 4 月总售电量同比增长 0.33%

公司 2025 年前 4 月合并总售电量同比增长 0.33%，其中水电同比下降 17.1%，风电同比增长 32.13%，光伏发电同比增长 13.57%，燃煤发电同比下降 14.22%。4 月合并总售电量同比下降 5.94%，其中水电同比下降 53.33%，风电同比增长 37.48%，光伏发电同比增长 9.96%，燃煤发电同比下降 13.54%。总体来看，水电虽然受到季节性和同比基数影响下降，但基于公司风光水火资产组合，预计全年整体发电量和业绩保持稳定增长。

➤ 水电资产整合顺利推进

根据资产重组方案，预计交易完成后，中国电力持有远达环保股权比例高达 55.13%，国家电投直接持有的 7.8% 股权也将委托中国电力管理，并确保中国电力对远达环保的长期控股。根据公告披露数据计算，有关水电+新能源资产评估基准日的交易 PB 为 1.87 倍，2024 年 PE 预估约为 20 倍。远达环保对中国电力的发股价为 6.55 元，相比于近期股价有显著折让。总体来看，重组充分考虑了中小股东利益，中国电力控股的水电资产整合实现了较大资产增值，并保障了对远大环保的长期控股权。国家电投计划在 3 年内完成其他水电资产的整合上市，同时保持中国电力对水电平台的持续控股地位。公开资料显示，国家电投集团水电资产装机容量超过 2550 万千瓦，这次水电资产整合仅占比约 20%，后续仍具较大成长空间。

➤ 承诺派息率不低于 50%，2025 年动态股息率 6%

公司一贯重视股东回报并慷慨派息，2024 年公司派息率达到 60%，并承诺未来每年派息率不低于 50%，2025 年动态股息率约为 6%；且根据公告披露，中国电力有意推动提高远达环保派息比例至不低于 50%。近期大股东国家电投增持以及中信金融资产增持也彰显公司长期投资价值。

➤ 给予“买入”评级，目标价 3.9 港元/股

考虑未来成长空间，我们给予公司 3.9 港元/股目标价，对应 2025 年 10 倍 PE 和 0.9 倍 PB，较现价有 22% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	44,262	54,213	55,346	60,737	66,186
变动(%)	1.3%	22.5%	2.1%	9.7%	9.0%
归属股东净利润	2,660	3,364	4,338	4,905	5,534
变动(%)	7.2%	26.5%	28.9%	13.1%	12.8%
基本每股盈利(元)	0.22	0.27	0.35	0.40	0.45
市盈率@3.2 港元(倍)	13.6	10.8	8.4	7.4	6.6
每股股息(元)	0.13	0.16	0.18	0.20	0.22
股息现价比率(%)	4.5%	5.5%	6.0%	6.8%	7.6%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 公司 2025 年前 4 月总售电量同比增长 0.33%

公司 2025 年前 4 月合并总售电量同比增长 0.33%，其中水电同比下降 17.1%，风电同比增长 32.13%，光伏发电同比增长 13.57%，燃煤发电同比下降 14.22%。4 月合并总售电量同比下降 5.94%，其中水电同比下降 53.33%，风电同比增长 37.48%，光伏发电同比增长 9.96%，燃煤发电同比下降 13.54%。总体来看，水电虽然受到季节性和同比基数影响下降，但基于公司风光水火资产组合，预计全年整体发电量和业绩保持稳定增长。

➤ 水电资产整合顺利推进

根据资产重组方案，预计交易完成后，中国电力持有远达环保股权比例高达 55.13%，国家电投直接持有的 7.8% 股权也将委托中国电力管理，并确保中国电力对远达环保的长期控股。根据公告披露数据计算，有关水电+新能源资产评估基准日的交易 PB 为 1.87 倍，2024 年 PE 预估约为 20 倍。远达环保对中国电力的发股价为 6.55 元，相比于近期股价有显著折让。总体来看，重组充分考虑了中小股东利益，中国电力控股的水电资产整合实现了较大资产增值，并保障了对远大环保的长期控股权。国家电投计划在 3 年内完成其他水电资产的整合上市，同时保持中国电力对水电平台的持续控股地位。公开资料显示，国家电投集团水电资产装机容量超过 2550 万千瓦，这次水电资产整合仅占比约 20%，后续仍具较大成长空间。

➤ 承诺派息率不低于 50%，2025 年动态股息率 6%

公司一贯重视股东回报并慷慨派息，2024 年公司派息率达到 60%，并承诺未来每年派息率不低于 50%，2025 年动态股息率约为 6%；且根据公告披露，中国电力有意推动提高远达环保派息比例至不低于 50%。近期大股东国家电投增持以及中信金融资产增持也彰显公司长期投资价值。

➤ 给予“买入”评级，目标价 3.9 港元/股

考虑未来成长空间，我们给予公司 3.9 港元/股目标价，对应 2025 年 10 倍 PE 和 0.9 倍 PB，较现价有 22% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：电力行业估值比较（20250527）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0836.HK	华润电力	HKD	20.40	1,056	9.6	7.2	6.7	6.4	1.1	0.9	0.8	0.8
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.40	103	4.9	4.7	4.4	4.5	0.8	0.7	0.7	0.7
0182.HK	协合新能源	HKD	0.48	38	3.6	3.6	3.3	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.23	286	7.3	6.4	6.5	5.5	0.7	0.7	0.7	0.7
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.28	166	5.5	6.3	5.8	5.7	0.8	0.7	0.7	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	6.74	1,132	8.0	7.2	6.7	6.3	0.7	0.7	0.6	0.6
0902.HK	华能国际	HKD	4.98	1,125	8.5	5.8	5.5	5.4	0.5	0.5	0.4	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	4.61	633	9.3	6.6	6.2	6.1	1.0	1.0	1.0	1.0
平均					7.1	6.0	5.6	5.0	0.7	0.7	0.7	0.7
2380.HK	中国电力	HKD	3.20	396	10.8	8.4	7.4	6.6	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 煤价上涨超出预期
2. 风电及光伏项目投产因多种因素推迟
3. 限电率上升
4. 电价下调

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表					
人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	44,262	54,213	55,346	60,737	66,186
经营成本	(16,801)	(16,357)	(16,193)	(17,488)	(18,888)
其他收入	2,320	2,539	2,666	2,799	2,939
行政费用	(4,639)	(5,540)	(5,983)	(6,461)	(6,978)
财务开支	(3,995)	(4,889)	(4,993)	(5,493)	(5,998)
应占联营公司利润	505	551	579	608	638
其他开支	(4,145)	(6,000)	(6,120)	(6,242)	(6,367)
税前盈利	5,427	8,011	9,859	11,569	13,052
所得税	(893)	(1,471)	(1,972)	(2,314)	(2,610)
少数股东应占利润	1,449	2,678	3,027	3,801	4,332
归属股东净利润	2,660	3,364	4,338	4,905	5,534
折旧及摊销	(9,081)	(12,663)	(13,930)	(15,323)	(16,855)
EBITDA	15,677	22,473	25,538	28,978	32,328
增长					
总收入 (%)	1%	22%	2%	10%	9%
EBITDA (%)	8%	43%	14%	13%	12%

资产负债表					
人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	5,739	6,074	6,733	7,257	6,998
应收账款	25,235	31,647	32,280	32,926	33,585
存货	2380	1403	1431	1459	1488
其他流动资产	12,288	12,515	12,765	13,020	13,281
流动资产	45,642	51,638	53,209	54,663	55,352
固定资产	202,556	226,873	234,936	247,415	264,032
其他固定资产	57,609	61,944	63,127	64,343	65,591
非流动资产	260,165	288,817	298,063	311,758	329,624
总资产	305,807	340,456	351,272	366,421	384,976
流动负债	75,171	93,182	98,480	107,474	119,180
应付账款	3,823	3,700	3,774	3,849	3,926
短期银行贷款	19,629	29,764	29,168	28,585	28,013
其他短期负债	51719	59719	65538	75040	87240
非流动负债	135,615	139,741	141,138	142,633	144,225
长期银行贷款	99,652	110,759	112,975	115,234	117,539
其他负债	35,963	28,981	28,164	27,399	26,686
总负债	210,786	232,923	239,618	250,108	263,405
少数股东权益	41,381	52,635	52,635	52,635	52,635
股东权益	53,640	54,897	59,019	63,679	68,936
每股账面值(人民币元)	3.41	3.53	3.89	4.30	4.77

财务分析					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率	35%	41%	46%	48%	49%
净利率(%)	6%	6%	8%	8%	8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	10%	10%	11%	11%	11%
实际税率(%)	16%	18%	20%	20%	20%
股息支付率(%)	75%	175%	275%	375%	475%
营业周期	60	61	62	63	64
应付账款天数	441	489	504	0	0
应收账款天数	60	61	62	63	64
ROE (%)	5%	6%	7%	8%	8%
ROA (%)	1%	1%	1%	1%	1%
财务状况					
净负债/股本	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0
收入/总资产	0.14	0.16	0.16	0.17	0.17
总资产/股本	5.70	6.20	5.95	5.75	5.58
收入对利息倍	11.1	11.1	11.1	11.1	11.0

现金流量表					
人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	15,677	22,473	25,538	28,978	32,328
融资成本	9,848	1,787	(8,816)	(5,905)	(5,292)
营运资金变化	(14,489)	(12,016)	(3,727)	(7,540)	(11,017)
所得税	(1,134)	(1,623)	(1,972)	(2,314)	(2,610)
营运现金流	9,903	10,621	11,022	13,219	13,409
资本开支	(27,585)	(27,490)	(29,123)	(31,959)	(31,337)
其他投资活动	741	(7,682)	(1,319)	(574)	(649)
投资活动现金	(26,844)	(35,172)	(30,442)	(32,533)	(31,986)
负债变化	5,469	9,504	20,586	20,510	20,435
股本变化	0	0	1	2	3
股息	(1,385)	(1,656)	(2,004)	(2,169)	(2,453)
其他融资活动	14,368	17,037	1,502	1,501	339
融资活动现金	18,452	24,886	20,084	19,844	18,324
现金变化	1,512	335	665	530	(253)
期初持有现金	4,228	5,739	6,074	6,733	7,257
汇率变动	(1)	(0)	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	5,739	6,074	6,733	7,257	6,998

投资评级定义及免责条款

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>