

买入

存量资产优质，业绩稳定性好

华润电力（0836.HK）

2025-02-25 星期二

投资要点

目标价：**23.6 港元**

现价：18 港元

预计升幅：31%

重要数据

日期	2025-02-24
收盘价（港元）	18
总股本（百万股）	5,177
总市值（亿港元）	932
净资产（百万港元）	110,617
总资产（百万港元）	346,778
52 周高低（港元）	24.88/14.34
每股净资产（港元）	18.81

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

华润集团（电力）有限公司（61.73%）

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

更新报告-20240321/20240916

研究部

姓名：杨义琼

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2025 年 1 月售电量同比下降 4.7%，主要受春节因素影响：

公司 2025 年 1 月售电量达到 1802.17 万兆瓦时，同比减少 4.7%。其中，火电售电量同比下降 11%；风电售电量同比增长 14.1%，光伏售电量同比大幅增长 45.4%；水电售电量同比增长 18.9%。公司 1 月火电发电量数据下降主要受春节假期因素影响。

➤ 2024 全年售电量同比增长 7.4%，预计全年业绩保持较好增长：

2024 年公司累计售电量达到 2076.37 亿千瓦时，同比增长 7.4%。其中，火电完成售电量 1554.10 亿千瓦时，同比增长 4.0%；风电完成售电量 437.71 亿千瓦时，同比增长 10.5%；水电完成售电量 15.40 亿千瓦时，同比增长 15.2%；光伏完成售电量 69.16 亿千瓦时，同比增长 141.5%。若排除 2024Q4 大额资产减值，预期 2024 年全年业绩保持较好增长。

➤ 考虑煤价和电价等综合因素，公司业绩稳定增长有保障：

各省长协电价落地以及新能源发电全面入市政策出台，电价下调风险已释放。整体判断，2025 年煤价仍有一定下行空间，煤价下行+容量电价将有效抵消长协电价以及现货市场对电价的冲击，火电盈利得到有效保障。同时，公司可再生能源里面最核心的风电存量资产，预期受全面入市政策影响相对有限，全面市场化竞争形势下，预期公司盈利能力和业绩稳定性仍将处于行业优异水平。

➤ 维持买入评级，更新目标价至 23.6 港元：

公司配售融资后，一方面解决新能源资本开支，同时公司资本结构得到优化，银行借贷减少带来财务成本下降，进而提升业绩并保障稳定分红。我们更新公司目标价 23.6 港元，相当于 2024 年和 2025 年 8 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 31% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	103,305	103,334	104,851	107,531	109,718
变动(%)	15.0%	0.0%	1.5%	2.6%	2.0%
归属股东净利润	7,042	11,003	14,378	16,221	19,059
变动(%)	342.2%	56.2%	30.7%	12.8%	17.5%
每股盈利(港元)	1.46	2.29	2.94	3.13	3.68
PE@18 HKD	12.3	7.9	6.1	5.7	4.9
每股股息(港元)	0.586	1.415	1.174	1.253	1.473
股息率(%)	3.26%	7.86%	6.52%	6.96%	8.18%

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

2025 年 1 月售电量同比下降 4.7%，主要受春节因素影响：

公司 2025 年 1 月售电量达到 1802.17 万兆瓦时，同比减少 4.7%。其中，火电售电量同比下降 11%；风电售电量同比增长 14.1%，光伏售电量同比大幅增长 45.4%；水电售电量同比增长 18.9%。公司 1 月火电发电量数据下降主要受春节假期因素影响。

2024 全年售电量同比增长 7.4%，预计全年业绩保持较好增长：

2024 年公司累计售电量达到 2076.37 亿千瓦时，同比增长 7.4%。其中，火电完成售电量 1554.10 亿千瓦时，同比增长 4.0%；风电完成售电量 437.71 亿千瓦时，同比增长 10.5%；水电完成售电量 15.40 亿千瓦时，同比增长 15.2%；光伏完成售电量 69.16 亿千瓦时，同比增长 141.5%。若排除 2024Q4 大额资产减值，预期 2024 年全年业绩保持较好增长。

考虑煤价和电价等综合因素，公司业绩稳定增长有保障：

各省长协电价落地以及新能源发电全面入市政策出台，电价下调风险已释放。整体判断，2025 年煤价仍有一定下行空间，煤价下行+容量电价将有效抵消长协电价以及现货市场对电价的冲击，火电盈利得到有效保障。同时，公司可再生能源里面最核心的风电存量资产，预期受全面入市政策影响相对有限，全面市场化竞争形势下，预期公司盈利能力和业绩稳定性仍将处于行业优异水平。

维持买入评级，更新目标价至 23.6 港元：

我们更新公司目标价 23.6 港元，相当于 2024 年和 2025 年 8 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 31% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

新能源新增装机不及预期

市场化交易电价下行

分拆 A 股上市进展不及预期

表 1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	4.26	987	7.3	5.8	5.1	4.7	1.0	0.5	0.5	0.4
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.10	571	8.3	0.0	0.0	0.0	0.9	0.8	0.8	0.8
2380.HK	中国电力	HKD	3.01	372	10.9	6.9	5.8	5.1	0.6	0.6	0.6	0.5
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.09	152	5.0	5.3	4.9	4.4	0.7	0.8	0.7	0.7
0916.HK	龙源电力	HKD	6.29	1,109	7.5	7.6	6.8	6.0	0.7	0.7	0.6	0.6
0182.HK	协合新能源	HKD	0.49	39	3.6	3.2	2.8	2.6	0.4	0.4	0.4	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.76	258	6.5	6.1	4.8	4.3	0.7	0.6	0.6	0.6
0991.HK	大唐发电	HKD	1.43	459	16.7	-	-	-	-	-	-	-
平均					8.2	5.0	4.3	3.9	0.7	0.6	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	18.00	932	7.9	6.1	5.7	4.9	1.0	1.0	0.9	0.8

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	104,851	107,531	109,718	盈利能力					
营业支出	(93,920)	(87,380)	(84,538)	(84,303)	(82,440)	毛利率 (%)	29%	35%	34%	33%	0%
其他经营收入	1,982	2,030	3,283	3,367	3,436	EBITDA 利率 (%)	-23%	-28%	-31%	-34%	-39%
其他经营净收益	2,184	214	242	267	288	净利率 (%)	7%	11%	14%	15%	17%
营业利润	13,551	18,198	23,839	26,863	31,002	营运表现					
财务费用	(3,890)	(4,241)	(5,293)	(5,985)	(6,554)	实际税率 (%)	20%	22%	20%	20%	20%
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	9,461	15,499	19,027	21,386	24,993	应付账款天数	221	221	221	221	221
所得税	(1,906)	(3,389)	(3,832)	(4,307)	(5,034)	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%	13%	14%
归属股东净利润	7,042	11,003	14,378	16,221	19,059	ROA (%)	2%	3%	4%	4%	4%
折旧及摊销	14,430	14,720	14,389	16,295	18,354	财务状况					
EBITDA	(23,798)	(29,441)	(32,599)	(36,824)	(42,446)	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%	1%	3%	2%	总资产/股本	3.1	3.4	3.5	3.5	3.5
净利润 (%)	342%	56%	31%	13%	17%	收入对利息倍数	26.6	24.4	19.8	18.0	16.7

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	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	7,722	4,083	5,803	5,957	6,460	EBITDA	(23,798)	(29,441)	(32,599)	(36,824)	(42,446)
应收账款	35,616	40,467	37,903	38,872	39,663	融资成本	3,890	4,241	5,293	5,985	6,554
存货	4,582	4,017	3,644	3,772	3,807	营运资金变化	(595)	(3,402)	222	291	(272)
其他流动资产	712	1,050	1,103	1,158	1,216	所得税	(1,863)	(2,998)	(3,832)	(4,307)	(5,034)
流动资产	48,631	49,617	48,454	49,759	51,145	营运现金流	24,167	28,869	35,808	40,314	45,215
固定资产	191,356	215,752	288,697	321,088	351,289						
其他固定资产	41,349	57,026	57,516	58,765	60,451	资本开支	(32,580)	(38,777)	(49,634)	(55,094)	(60,603)
非流动资产	232,705	272,779	346,213	379,853	411,740	其他投资活动	(1,267)	(5,209)	464	531	606
总资产	283,388	322,396	394,667	429,612	462,886	投资活动现金流	(33,847)	(43,986)	(49,170)	(54,563)	(59,998)
流动负债	82,671	84,062	88,798	97,716	106,886						
应付帐款	30,248	36,424	33,628	34,803	35,126	负债变化	62,229	93,904	89,209	90,993	93,723
短期银行贷款	38,383	33,365	40,038	48,045	57,654	股本变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	14,039	14,273	15,132	14,868	14,106	股息	2,819	6,822	5,751	6,489	7,624
非流动负债	99,951	133,787	182,501	198,965	211,792	其他融资活动	(54,890)	(88,897)	(79,877)	(83,079)	(86,061)
长期银行贷款	93,322	125,827	140,869	156,493	166,337	融资活动现金流	10,159	11,829	15,083	14,402	15,286
其他负债	6,629	7,959	41,632	42,472	45,455						
总负债	182,834	217,849	271,299	296,681	318,678	现金变化	478	(3,287)	1,720	154	503
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	期初持有现金	7,934	7,722	4,083	5,803	5,957
每股账面值(港元)	20.90	21.73	25.65	27.63	29.98	汇率变动	(691)	(351)	0	0	0
营运资金	(34,040)	(34,445)	(40,344)	(47,957)	(55,740)	期末持有现金	7,722	4,083	5,803	5,957	6,460

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。

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>