

持有

业绩稳定增长，静待新能源分拆上市

华润电力（0836.HK）

2025-5-27 星期二

【投资要点】

目标价：23.86 港元

现价：20.35 港元

预计升幅：17%

重要数据

日期	2025-5-26
收盘价（港元）	20.35
总股本（亿股）	51.77
总市值（亿港元）	1,064
净资产（亿元）	1,200
总资产（亿元）	3,625
52 周高低（港元）	24.88/16.64
每股净资产（元）	19.15

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中国华润有限公司 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-20240321/20240916/20250225

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 月发电量同比增长 3.2%，其中风电同比增长 12.8%

2025 年首四个月附属电厂累计售电量达到 67,486,105 兆瓦时，同比增长 3.2%，其中，附属风电场累计售电量达到 17,699,698 兆瓦时，同比增长 12.8%；附属光伏电站累计售电量达到 2,490,051 兆瓦时，同比增长 36.0%。

➤ 煤价持续下行，支撑火电盈利稳定

中国煤炭工业协会数据显示，5 月中旬，全国电厂库存约 2 亿吨，可用 36 天。预计全年煤炭消费需求增长 1.5%-2% 左右；预计全年国内煤炭产量增长 5% 左右。截至 5 月 26 日，CCTD 环渤海动力煤现货参考价 5500 大卡为 620 元/吨。整体判断，在迎峰度夏，煤价阶段性企稳后，在需求不振，供应宽松形势下，煤价下半年或延续下跌态势。公司预计 2025 年附属火电的利用小时在 4350 到 4450 之间。总体来看，煤价下跌幅度将有效抵消长协电价下行，而容量电费有利保障火电盈利趋于稳定。

➤ 2025 年公司目标新增新能源装机 10GW

2025 年公司目标新增新能源装机 10GW 目标，截至 2024 年底在建管理风电/光伏装机容量 9856/8861MW，将有效保障装机目标实现。公司预计 2025 年公司附属风电的利用小时为 2350 到 2400 小时，而光伏利用小时预计在 1400 到 1450 小时。公司会通过优化新能源市场交易策略、增加成交电量规模以及扩大跨省跨区送电规模来提高新能源利用小时水平。

➤ 给予“持有”评级，目标价 23.86 港元

公司新能源分拆计划在深交所主板 IPO 的申请已获受理，拟募集资金 245 亿元人民币，开发合计 7.175GW 新能源装机及配套储能项目，总投资额达 404.22 亿元。最终的上市时间取决市场情况和后续监管机构的审批情况。新能源分拆上市有利优化公司资产负债结构，利好新能源业务快速发展。

我们更新公司目标价 23.86 港元，相当于 2025 年和 2026 年 8.5 倍和 8.2 倍 PE，目标价较现价有 17% 上升空间，给予“持有”评级。

百万港元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	103,334	105,284	107,531	113,671	119,834
变动(%)	0.0%	1.9%	2.1%	5.7%	5.4%
归属股东净利润	11,003	14,388	14,451	15,146	15,985
变动(%)	56.2%	30.8%	0.4%	4.8%	5.5%
每股盈利(港元)	2.29	2.97	2.79	2.93	3.09
PE@20.35HKD	8.9	6.9	7.3	7.0	6.6
每股股息(港元)	1.415	1.190	1.150	1.170	1.235
股息率(%)	6.95%	5.85%	5.65%	5.75%	6.07%

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 公司 2025 年前 4 月发电量同比增长 3.2%，其中风电同比增长 12.8%

2025 年首四个月附属电厂累计售电量达到 67,486,105 兆瓦时，同比增长 3.2%，其中，附属风电场累计售电量达到 17,699,698 兆瓦时，同比增长 12.8%；附属光伏电站累计售电量达到 2,490,051 兆瓦时，同比增长 36.0%。

➤ 煤价持续下行，支撑火电盈利稳定

中国煤炭工业协会数据显示，5 月中旬，全国电厂库存约 2 亿吨，可用 36 天。预计全年煤炭消费需求增长 1.5%-2% 左右；预计全年国内煤炭产量增长 5% 左右。截至 5 月 26 日，CCTD 环渤海动力煤现货参考价 5500 大卡为 620 元/吨。整体判断，在迎峰度夏，煤价阶段性企稳后，在需求不振，供应宽松形势下，煤价下半年或延续下跌态势。公司预计 2025 年附属火电的利用小时在 4350 到 4450 之间。总体来看，煤价下跌幅度将有效抵消长协电价下行，而容量电费有利保障火电盈利趋于稳定。

➤ 2025 年公司目标新增能源装机 10GW

2025 年公司目标新增新能源装机 10GW 目标，截至 2024 年底在建管理风电/光伏装机容量 9856/8861MW，将有效保障装机目标实现。公司预计 2025 年公司附属风电的利用小时为 2350 到 2400 小时，而光伏利用小时预计在 1400 到 1450 小时。公司会通过优化新能源市场交易策略、增加成交电量规模以及扩大跨省跨区送电规模来提高新能源利用小时水平。

➤ 新能源分拆上市已获受理

公司新能源分拆计划在深交所主板 IPO 的申请已获受理，拟募集资金 245 亿元人民币，开发合计 7.175GW 新能源装机及配套储能项目，总投资额达 404.22 亿元。最终的上市时间取决于市场情况和后续监管机构的审批情况。新能源分拆上市有利优化公司资产负债结构，利好新能源业务快速发展。

➤ 给予“持有”评级，目标价 23.86 港元

我们更新公司目标价 23.86 港元，相当于 2025 年和 2026 年 8.5 倍和 8.2 倍 PE，目标价较现价有 17% 上升空间，给予“持有”评级。

表 1：电力行业估值（20250526）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	5.01	1,129	7.2	5.8	5.5	5.5	0.5	0.5	0.5	0.4
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.49	628	7.5	6.4	6.1	5.9	1.0	1.0	1.0	1.0
2380.HK	中国电力	HKD	3.19	395	9.5	8.6	7.5	7.1	0.7	0.7	0.7	0.6
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.31	168	6.5	6.4	5.8	5.8	0.8	0.7	0.7	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	6.66	1,132	8.0	7.1	6.6	6.2	0.7	0.7	0.6	0.6
0182.HK	协合新能源	HKD	0.48	38	4.3	3.6	3.3	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.16	282	9.7	6.3	6.4	5.4	0.7	0.7	0.7	0.7
0991.HK	大唐发电	HKD	1.93	561	7.3	-	-	-	1.0	1.0	1.0	1.0
平均					7.5	6.3	5.9	5.1	0.7	0.7	0.7	0.7
0836.HK	华润电力	HKD	20.35	1,054	6.9	7.3	7.0	6.6	1.1	0.9	0.8	0.8

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. 新能源新增装机不及预期
2. 市场化交易电价下行
3. 分拆 A 股上市进展不及预期

【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											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	103,334	105,284	107,531	113,671	119,834	盈利能力					
营业支出	(87,380)	(85,694)	(86,141)	(90,891)	(95,703)	毛利率 (%)	35%	30%	29%	0%	0%
其他经营收入	2,030	2,108	2,153	2,276	2,399	EBITDA 利率 (%)	-28%	-34%	-32%	-33%	-35%
其他经营净收益	214	1,526	481	537	808	净利率 (%)	11%	14%	13%	13%	13%
营业利润	18,198	23,225	24,024	25,594	27,339	营运表现					
财务费用	(4,241)	(4,119)	(4,689)	(5,163)	(5,476)	实际税率 (%)	22%	21%	21%	21%	22%
应占联营公司损益	1,183	1,141	533	400	400	股息支付率 (%)	62%	40%	40%	40%	40%
应占共同控制实体损益	358	(50)	102	103	104	库存周转	19	19	19	19	19
除税前溢利	15,499	20,197	19,971	20,934	22,367	应付账款天数	221	221	221	221	221
所得税	(3,389)	(4,218)	(4,194)	(4,396)	(4,921)	应收账款天数	165	165	165	165	165
少数股东应占利润	778	1,263	1,326	1,392	1,462	ROE (%)	12%	13%	11%	11%	11%
归属股东净利润	11,003	14,388	14,451	15,146	15,985	ROA (%)	3%	4%	4%	3%	3%
折旧及摊销	14,720	16,417	16,295	18,354	20,580	财务状况					
EBITDA	(29,441)	(35,351)	(34,940)	(37,895)	(41,485)	总资产负债率 (%)	68%	67%	66%	66%	66%
						净负债/股本	1.6	1.7	1.6	1.7	1.6
增长						收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总收入 (%)	0%	2%	2%	6%	5%	总资产/股本	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2
净利润 (%)	56%	31%	0%	5%	6%	收入对利息倍数	24.4	25.6	22.9	22.0	21.9

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					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	4,083	5,835	7,007	8,015	7,271	EBITDA	(29,441)	(35,351)	(34,940)	(37,895)	(41,485)
应收账款	40,467	42,411	38,872	41,092	43,320	融资成本	4,241	4,119	4,689	5,163	5,476
存货	4,017	5,074	4,026	4,133	4,264	营运资金变化	(3,402)	(489)	4,224	(1,136)	(906)
其他流动资产	1,050	538	565	593	623	所得税	(2,998)	(4,367)	(4,194)	(4,396)	(4,921)
流动资产	49,617	53,857	50,470	53,833	55,478	营运现金流	28,869	33,695	39,854	37,768	41,426
固定资产	215,752	244,851	275,844	302,984	326,497	资本开支	(38,777)	(49,700)	(57,155)	(55,440)	(60,984)
其他固定资产	57,026	63,756	84,898	88,008	91,355	其他投资活动	(5,209)	(2,375)	640	714	794
非流动资产	272,779	308,607	360,743	390,992	417,852	投资活动现金流	(43,986)	(52,074)	(56,514)	(54,726)	(60,189)
总资产	322,396	362,464	411,213	444,825	473,330	负债变化	93,904	82,926	84,584	87,122	89,735
流动负债	84,062	93,226	103,477	115,815	131,718	股本变化	0	7,197	0	0	0
应付账款	36,424	37,447	37,145	38,136	39,349	股息	6,822	5,755	5,780	6,058	6,394
短期银行贷款	33,365	50,207	60,248	72,297	86,757	其他融资活动	(88,897)	(75,474)	(72,532)	(75,214)	(78,109)
其他短期负债	14,273	5,573	6,084	5,382	5,612	融资活动现金流	11,829	20,404	17,833	17,966	18,020
非流动负债	133,787	149,286	168,331	179,419	180,122	现金变化	(3,287)	2,025	1,173	1,007	(743)
长期银行贷款	125,827	140,160	156,493	166,337	166,338	期初持有现金	7,722	4,083	5,835	7,007	8,015
其他负债	7,959	9,126	11,838	13,082	13,783	汇率变动	(351)	(274)	0	0	0
总负债	217,849	242,512	271,808	295,234	311,839	期末持有现金	4,083	5,835	7,007	8,015	7,271
少数股东权益	8,909	10,114	10,619	11,150	11,708						
股东权益	95,638	109,838	128,785	138,440	149,783						
每股账面值(港元)	21.73	24.94	28.98	31.10	33.57						
营运资金	(34,445)	(39,369)	(53,007)	(61,983)	(76,239)						

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>