

**买入**
**火电盈利表现良好，调整风光新增装机**
**华润电力 (0836.HK)**

2026-04-08 星期三

**【投资要点】**
**➤ 2025年核心利润同比增长9.9%，煤电表现好于预期**

公司2025年实现收入1020.10亿港元，同比下降3.11%；归属股东净利润145.19亿港元，同比微增0.9%，每股盈利2.80港元。若剔除汇兑损益及资产减值等非经常性科目，核心业务利润达152.43亿港元，同比提升9.9%。全年每股股息1.127港元，公司维持40%的分红比率保持不变，按当前股价计算股息回报约6.0%；股东应占核心利润分板块业务来看，可再生能源为76.04亿港元（同比减少17.6%）；剥离煤炭贸易后纯火电利润73.36亿港元，增幅达79.8%。盈利大幅增长主要受益燃煤成本端下行，期内入炉标煤均价降至798.6元/吨(-13.4%)，单位燃料成本降至237.5元/兆瓦时(-14%)。

**➤ 2026年新增风光装机目标调整至545万千瓦**

公司将2026年风光新增并网目标调整至545万千瓦，战略重心由规模转向效率。资本开支计划472亿港元（同比略降），其中风光350亿港元、火电76亿港元、综合能源24亿港元。“十五五”期间，公司将储能及零碳园区等综合能源业务提升至战略高度，整体业务转向提质增效、高质量发展。投资支出收缩叠加火电高盈利支撑经营现金流。

**➤ 受益长协煤以及容量电价补偿比例提升，火电盈利仍有保障**

公司2026年长协煤签约量7412.9万吨，占需求量的87.5%，进口煤比例不足10%，已采取替代方案应对印尼煤供给减少的影响，预计全年煤价基本持平或略有下降。电价方面，煤电长协价格已有所下调，火电上网电价大概率跟随回落，板块利润较2025年高基数将有所收窄，受益2026年大部分省区容量电费补偿比例从30%上升至50%，火电仍能提供稳定的利润底盘。

**➤ 关注新能源回A进展，给予“买入”评级，目标价22.8港元**

华润新能源IPO于2025年3月14日获证监会正式受理，2025年底已反馈第二轮问询的财务报告，若年内顺利落地，有望提升公司整体估值。我们更新公司目标价22.8港元，相当于2026年和2027年9.5倍和9倍PE，目标价较现价有22%上升空间，给予“买入”评级。

百万港元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	105,284	102,010	104,424	108,105	109,012
变动(%)	1.9%	-3.1%	2.4%	3.5%	0.8%
归属股东净利润	14,388	14,519	12,396	13,025	13,434
变动(%)	30.8%	0.9%	-14.6%	5.1%	3.1%
每股盈利(港元)	2.97	2.80	2.39	2.52	2.59
PE@18.71HKD	6.3	6.7	7.8	7.4	7.2
每股股息(港元)	1.190	1.127	0.958	1.006	1.038
股息率(%)	6.36%	6.02%	5.12%	5.38%	5.55%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **22.80 港元**  
 现价: **18.71 港元**  
 预计升幅: **22%**

**重要数据**

日期	2026-04-02
收盘价(港元)	18.71
总股本(亿股)	51.77
总市值(亿港元)	969
净资产(亿元)	1,336
总资产(亿元)	4,094
52周高低(港元)	20.36/16.31
每股净资产(港元)	21.5

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  
 更新报告-20250527

**研究部**

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

## 【報告正文】

### ➤ 2025 年核心利潤同比增長 9.9%，煤电表現好於預期

公司 2025 年實現收入 1020.10 億港元，同比下降 3.11%；歸屬股東淨利潤 145.19 億港元，同比微增 0.9%，每股盈利 2.80 港元。若剔除匯兌損益及資產減值等非經常性科目，核心業務利潤達 152.43 億港元，同比提升 9.9%。全年每股股息 1.127 港元，公司維持 40% 的分紅比率保持不變，按當前股價計算股息回報約 6.0%；股東應占核心利潤分板塊業務來看，可再生能源為 76.04 億港元（同比減少 17.6%）；剝離煤炭貿易後純火電利潤 73.36 億港元，增幅達 79.8%。盈利大幅增長主要受益燃煤成本端下行，期內入爐標煤均價降至 798.6 元/噸（-13.4%），單位燃料成本降至 237.5 元/兆瓦時（-14%）。

### ➤ 2026 年新增風光裝機目標調整至 545 萬千瓦

公司將 2026 年風光新增並網目標調整至 545 萬千瓦，戰略重心由規模轉向效率。資本開支計劃 472 億港元（同比略降），其中風光 350 億港元、火電 76 億港元、綜合能源 24 億港元。“十五五”期間，公司將儲能及零碳園區等綜合能源業務提升至戰略高度，整體業務轉向提質增效、高質量發展。投資支出收縮疊加火電高盈利支撐經營現金流。

### ➤ 受益長協煤以及容量電價補償比例提升，火電盈利仍有保障

公司 2026 年長協煤簽約量 7412.9 萬噸，占需求量的 87.5%，進口煤比例不足 10%，已採取替代方案應對印尼煤供給減少的影响，預計全年煤價基本持平或略有下降。電價方面，煤電長協價格已有所下調，火電上網電價大概率跟隨回落，板塊利潤較 2025 年高基數將有所收窄，受益 2026 年大部分省區容量電費補償比例從 30% 上升至 50%，火電仍能提供穩定的利潤底盤。

### ➤ 關注新能源回 A 進展，給予“買入”評級，目標價 22.8 港元

華潤新能源 IPO 於 2025 年 3 月 14 日獲證監會正式受理，2025 年底已反饋第二輪問詢的財務報告，若年內順利落地，有望提升公司整體估值。我們更新公司目標價 22.8 港元，相當於 2026 年和 2027 年 9.5 倍和 9 倍 PE，目標價較現價有 22% 上升空間，給予“買入”評級。

**表 1: 电力行业估值 (20260402)**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	5.96	1,121	5.8	5.2	5.1	-	1.2	0.5	0.5	0.5
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.04	578	7.0	-	-	-	0.9	0.9	0.9	0.9
0991.HK	大唐发电	HKD	2.52	680	5.6	-	-	-	1.2	1.2	1.2	1.2
0916.HK	龙源电力	HKD	7.04	1,115	11.5	7.9	7.2	0.0	0.7	0.6	0.6	0.0
2380.HK	中国电力	HKD	3.17	392	10.4	12.5	11.3	10.1	0.6	0.6	0.6	0.6
0182.HK	协合新能源	HKD	0.24	19	12.0	4.0	3.4	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.53	111	6.3	5.4	5.1	4.5	0.5	0.3	0.3	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.84	300	8.6	6.7	6.2	5.9	0.7	0.6	0.6	0.6
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.69	115	5.4	-	-	-	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>平均</b>					<b>8.0</b>	<b>6.9</b>	<b>6.4</b>	<b>4.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
0836.HK	华润电力	HKD	18.71	969	6.7	8.1	7.6	7.1	0.9	0.8	0.7	0.7

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. 煤价大幅上涨
2. 市场化交易电价下行超出预期
3. 分拆 A 股上市进展不及预期

## 【财务报表摘要】

### 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											
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	105,284	102,010	104,424	108,105	109,012	<b>盈利能力</b>					
营业支出	(85,694)	(82,339)	(85,836)	(88,709)	(89,048)	毛利率 (%)	30%	29%	29%	0%	0%
<b>其他经营收入</b>	2,108	1,821	1,864	1,929	1,946	EBITDA 利率 (%)	-34%	-34%	-33%	-34%	-37%
其他经营净收益	1,526	467	535	806	955	净利率 (%)	14%	14%	12%	12%	12%
营业利润	23,225	21,959	20,987	22,130	22,865	<b>营运表现</b>					
财务费用	(4,119)	(3,989)	(4,559)	(4,833)	(5,162)	实际税率 (%)	21%	18%	18%	18%	18%
应占联营公司损益	1,141	2,026	1,000	800	800	股息支付率 (%)	40%	40%	40%	40%	40%
应占共同控制实体损益	(50)	216	103	104	104	库存周转	19	19	19	19	19
除税前溢利	20,197	20,212	17,531	18,201	18,607	应付账款天数	221	221	221	221	221
所得税	(4,218)	(3,706)	(3,214)	(3,337)	(3,412)	应收账款天数	165	165	165	165	165
少数股东应占利润	1,263	1,719	1,633	1,551	1,474	ROE (%)	13%	12%	9%	9%	8%
<b>归属股东净利润</b>	14,388	14,519	12,396	13,025	13,434	ROA (%)	4%	4%	3%	3%	3%
折旧及摊销	16,417	16,295	18,354	20,580	22,990	<b>财务状况</b>					
<b>EBITDA</b>	(35,351)	(34,788)	(34,252)	(37,230)	(40,124)	总资产负债率 (%)	67%	67%	67%	67%	66%
						净负债/股本	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6
<b>增长</b>						收入/总资产	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
总收入 (%)	2%	-3%	2%	4%	1%	总资产/股本	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2
净利润 (%)	31%	1%	-15%	5%	3%	收入对利息倍数	25.6	25.6	22.9	22.4	21.1

### 资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	5,835	11,675	10,401	10,639	10,019
应收账款	42,411	42,602	37,749	39,079	39,407
存货	5,074	5,151	3,976	4,062	4,079
其他流动资产	538	499	524	550	578
<b>流动资产</b>	53,857	59,926	52,650	54,331	54,083
固定资产	244,851	278,785	319,436	343,496	373,895
其他固定资产	63,756	70,298	71,635	75,096	78,830
<b>非流动资产</b>	308,607	349,084	391,071	418,593	452,726
<b>总资产</b>	362,464	409,364	443,721	472,923	506,809
<b>流动负债</b>	93,226	116,871	118,913	134,250	151,815
应付帐款	37,447	46,170	36,683	37,482	37,635
短期银行贷款	50,207	59,592	71,510	85,812	102,974
其他短期负债	5,573	11,109	10,720	10,956	11,206
<b>非流动负债</b>	149,286	158,854	179,950	180,671	181,489
长期银行贷款	140,160	148,527	166,337	166,338	166,339
其他负债	9,126	10,327	13,612	14,332	15,149
<b>总负债</b>	242,512	275,725	298,863	314,921	333,304
少数股东权益	10,114	11,424	11,995	12,595	13,224
<b>股东权益</b>	109,838	122,216	132,863	145,407	160,280
每股账面值(港元)	24.94	25.81	27.98	30.52	33.51
营运资金	(39,369)	(56,944)	(66,263)	(79,920)	(97,732)

### 现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>EBITDA</b>	(35,351)	(34,788)	(34,252)	(37,230)	(40,124)
融资成本	4,119	3,989	4,559	4,833	5,162
营运资金变化	(489)	8,487	(3,541)	(419)	30
所得税	(4,367)	(3,706)	(3,214)	(3,337)	(3,412)
<b>营运现金流</b>	33,695	44,522	32,538	38,689	42,189
资本开支	(49,700)	(57,155)	(45,724)	(50,296)	(55,326)
其他投资活动	(2,375)	640	714	794	883
<b>投资活动现金流</b>	(52,074)	(56,514)	(45,010)	(49,502)	(54,442)
负债变化	82,926	84,584	80,355	82,766	86,076
股本变化	7,197	0	0	0	0
股息	5,755	5,808	4,958	5,210	5,374
其他融资活动	(75,474)	(72,559)	(74,114)	(76,925)	(79,817)
<b>融资活动现金流</b>	20,404	17,833	11,199	11,050	11,633
<b>现金变化</b>	2,025	5,840	(1,273)	238	(620)
期初持有现金	4,083	5,835	11,675	10,401	10,639
汇率变动	(274)	0	0	0	0
期末持有现金	5,835	11,675	10,401	10,639	10,019

# 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>