

电力	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 18.38	港元 23.10↓	+25.7%

2025年3月14日

华润电力 (836 HK)

预期公司 2024 年核心盈利同比增约 16%，估值已部分反映不确定性

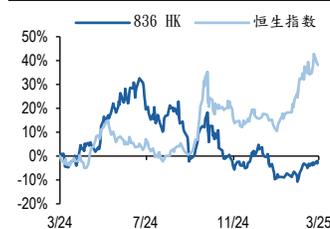
华润电力将会在 3 月 20 日公布 2024 全年业绩，经财务模型调整后，我们估计公司 2024 年公司核心盈利同比增长 15.7% 至 127 亿港元。考虑到 2025 年风光项目限电率以及市场化交易量同比上升，同时火电点火价差预期同比下降，我们下调了公司风光项目利用率/平均电价 1-2 个百分点。因此我们下调 2025/26 年盈利预测 22%/21%。我们以分部估值法得出的目标价下调至 23.1 港元，维持买入评级。

- 考虑到公司 2024 年风/光发电量略低于我们预期 3%，我们下调公司 2024 年核心盈利预测 1.7%，估计公司 2024 年核心盈利同比增长 15.7% 至 127 亿港元（不计及一次性收益约 15 亿港元）。
- 考虑到 2025 年风光项目限电率放宽上限的全年影响，以及市场化交易量同比上升，同时因预期上网电价同比跌幅高于燃料成本同比跌幅，火电点火价差同比下降约 8%，我们下调了公司风光项目利用率/平均电价 1-2 个百分点。因此我们下调 2025/26 年盈利预测 22%/21%，预计 2025/26 核心盈利同比上升 10%/23%。
- 我们以分部估值法得出的目标价下调至 23.1 港元，预计公司仍保持 40% 的分红比率，但因 2024 年增发有所摊薄，目前公司 2024/25 年股息率为 5.3%/5.9%。当前公司 6.8 倍的 2025 年市盈率已在 5 年历史平均以下，我们认为已部分反映公司在 2025 年电价及利用小时的不确定性，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	25.00
52周低位 (港元)	16.76
市值 (百万港元)	95,154.36
日均成交量 (百万)	20.93
年初至今变化 (%)	(2.65)
200天平均价 (港元)	18.78

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	104,132	104,166	0.0%	105,084	112,798	-6.8%	111,137	121,494	-8.5%
经营利润	21,965	22,261	-1.3%	21,947	27,147	-19.2%	26,244	32,185	-18.5%
经营利润率 (%)	21.1%	21.4%	-0.3 ppt	20.9%	24.1%	-3.2 ppts	23.6%	26.5%	-2.9 ppts
净利润	12,727	12,952	-1.7%	13,954	17,860	-21.9%	17,167	21,630	-20.6%
净利率 (%)	12.2%	12.4%	-0.2 ppt	13.3%	15.8%	-2.6 ppts	15.4%	17.8%	-2.4 ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 装机容量及售电量预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
应占装机容量 (兆瓦)					
火电	35,577	37,167	38,167	39,167	40,167
风电	15,512	18,618	22,618	26,618	30,618
光伏	1,212	3,442	7,442	12,442	17,442
水电	280	280	280	280	280
总计	52,581	59,507	68,507	78,507	88,507
新能源装机比重	32%	31%	48%	53%	58%
售电量 (吉瓦时)					
火电	146,117	149,452	155,410	156,933	159,950
风电	35,255	39,612	43,771	53,344	55,375
光伏	1,352	2,863	6,917	11,979	24,654
水电	1,880	1,337	1,540	1,540	1,540
总计	184,604	193,265	207,638	223,796	241,519

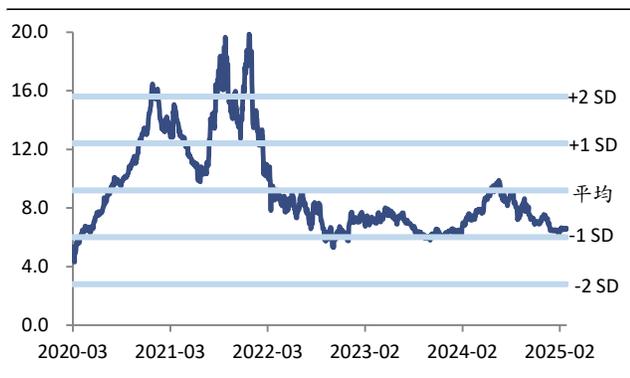
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 分部加总估值

板块	估值基准	估值 (百万港元)	每股价值 (港元)
火电	0.7x 2025E P/B	16,837	3.25
新能源	8.0x 2025E P/E	102,778	19.85
总计		119,600	23.10

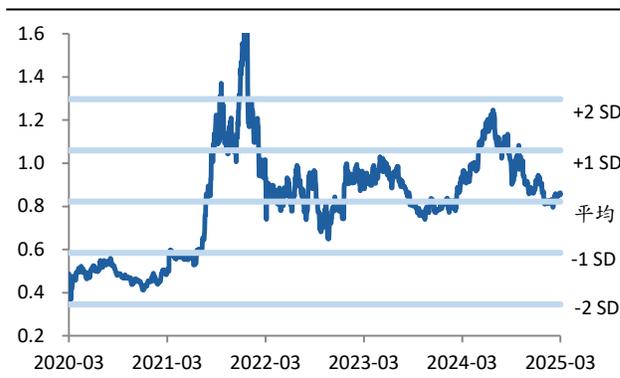
资料来源：交银国际预测

图表 3: 远期市盈率(倍)



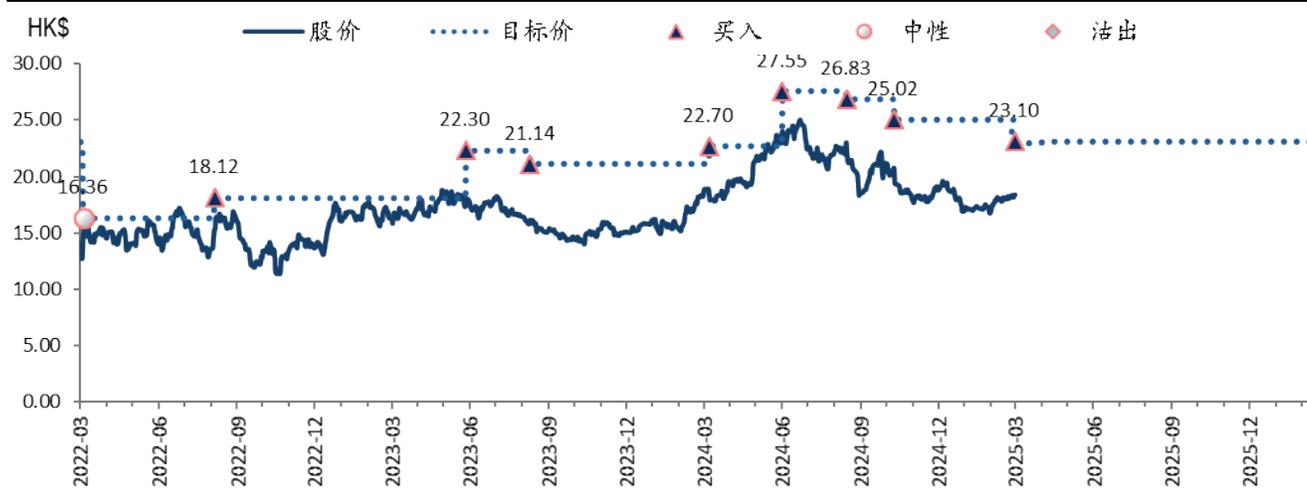
资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4: 远期市净率(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5: 华润电力 (836 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级 发表日期	子行业
836 HK	华润电力	买入	18.38	23.10	25.7%	2025 年 03 月 13 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	2.99	3.72	24.4%	2025 年 03 月 07 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.02	8.00	32.9%	2025 年 02 月 21 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.87	2.37	26.7%	2024 年 10 月 21 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.20	1.92	-12.7%	2024 年 08 月 28 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	67.60	104.80	55.0%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	40.63	57.10	40.5%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	5.94	7.66	29.0%	2025 年 03 月 12 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.10	1.77	60.9%	2024 年 10 月 28 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.22	4.28	32.9%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.63	3.80	4.7%	2024 年 10 月 31 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	12.10	13.15	8.7%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	57.90	73.36	26.7%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	13.20	11.04	-16.4%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	买入	0.94	1.17	24.5%	2025 年 03 月 03 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 13 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	103,305	103,334	104,132	105,084	111,137
主营业务成本	(78,713)	(69,229)	(68,809)	(69,760)	(70,815)
毛利	24,592	34,105	35,323	35,324	40,322
销售及管理费用	(15,207)	(18,151)	(16,951)	(15,537)	(16,309)
其他经营净收入/费用	4,166	2,244	3,593	2,160	2,231
经营利润	13,551	18,198	21,965	21,947	26,244
财务成本净额	(3,890)	(4,241)	(4,716)	(4,877)	(5,013)
应占联营公司利润及亏损	(199)	1,541	1,848	1,944	2,061
税前利润	9,461	15,499	19,097	19,014	23,292
税费	(1,906)	(3,389)	(3,628)	(3,803)	(4,658)
非控股权益	(93)	(778)	(913)	(928)	(1,137)
净利润	7,463	11,333	14,556	14,283	17,497
归于权益的分派	(420)	(329)	(329)	(329)	(329)
作每股收益计算的净利润	7,042	11,003	12,727	13,954	17,167

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,721	4,083	9,726	5,333	3,275
应收账款及票据	35,616	40,467	39,941	40,306	42,628
存货	4,582	4,017	3,876	3,773	3,750
其他流动资产	2,763	1,050	1,050	1,050	1,050
总流动资产	50,682	49,617	54,594	50,462	50,703
物业、厂房及设备	191,356	215,752	243,251	261,589	278,552
无形资产	11,094	15,275	15,275	15,275	15,275
合资企业/联营公司投资	15,048	22,128	23,059	24,086	25,231
其他长期资产	15,207	19,624	19,624	19,624	19,624
总长期资产	232,705	272,779	301,208	320,574	338,682
总资产	283,388	322,396	355,802	371,036	389,385
短期贷款	38,383	33,365	37,368	39,237	40,022
应付账款	30,248	36,424	35,324	34,384	34,179
其他短期负债	14,252	14,273	14,817	15,388	16,087
总流动负债	82,883	84,062	87,510	89,008	90,287
长期贷款	93,322	125,827	139,668	143,858	148,174
其他长期负债	6,629	7,959	7,959	7,959	7,959
总长期负债	99,951	133,787	147,628	151,818	156,133
总负债	182,834	217,849	235,138	240,826	246,421
股本	22,317	22,317	22,317	22,317	22,317
储备及其他资本项目	59,922	62,657	77,532	85,821	97,109
股东权益	82,239	84,974	99,849	108,138	119,426
记作权益的金融工具	10,664	10,664	10,994	11,323	11,652
非控股权益	7,651	8,909	9,822	10,750	11,886
总权益	100,554	104,547	120,665	130,210	142,964

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	9,461	15,499	19,097	19,014	23,292
合资企业/联营公司收入调整	199	(1,541)	(1,848)	(1,944)	(2,061)
折旧及摊销	14,430	14,720	16,181	18,244	19,619
营运资本变动	(595)	(3,402)	(433)	(1,202)	(2,504)
利息调整	3,698	4,116	4,716	4,877	5,013
税费	(1,863)	(2,998)	(3,084)	(3,232)	(3,960)
其他经营活动现金流	(1,163)	2,476	0	0	0
经营活动现金流	24,167	28,869	34,629	35,757	39,399
资本开支	(32,580)	(38,777)	(43,680)	(36,582)	(36,582)
投资活动	(881)	(258)	0	0	0
其他投资活动现金流	(386)	(4,951)	917	917	917
投资活动现金流	(33,847)	(43,986)	(42,763)	(35,665)	(35,665)
负债净变动	13,070	23,137	17,845	6,058	5,100
权益净变动	105	0	0	0	0
股息	(1,226)	(3,386)	(6,548)	(5,665)	(5,880)
其他融资活动现金流	(1,790)	(7,922)	(4,716)	(4,877)	(5,013)
融资活动现金流	10,159	11,829	6,581	(4,484)	(5,792)
汇率收益/损失	(691)	(351)	0	0	0
年初现金	7,934	7,721	4,083	9,726	5,333
年末现金	7,721	4,083	9,726	5,333	3,275

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(港元)					
核心每股收益	1.464	2.287	2.458	2.695	3.316
全面摊薄每股收益	1.464	2.287	2.458	2.695	3.316
每股股息	0.586	1.415	0.983	1.078	1.326
每股账面值	17.096	17.664	19.287	20.888	23.068
利润率分析(%)					
毛利率	23.8	33.0	33.9	33.6	36.3
EBITDA利润率	27.1	31.9	36.9	38.5	41.7
EBIT利润率	13.1	17.6	21.1	20.9	23.6
净利率	7.2	11.0	14.0	13.6	15.7
盈利能力(%)					
ROA	2.5	3.4	3.6	3.8	4.4
ROE	8.6	12.9	12.7	12.9	14.4
其他					
净负债权益比(%)	123.3	148.4	138.7	136.5	129.3
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	25.5	26.3	26.3	26.3	26.3
应收账款周转天数	125.8	142.9	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	168.3	238.8	240.0	240.0	240.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年3月14日
华润电力 (836 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。