

公用事业

2025 年 03 月 21 日

华润电力 (00836)

——火电降本延续 新能源拟分拆上市

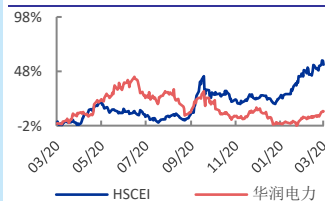
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 20 日

收盘价 (港币)	19.00
恒生中国企业指数	8950.18
52 周最高/最低 (港币)	25.45/16.64
H 股市值 (亿港元)	983.64
流通 H 股 (百万股)	5,177.06
汇率 (人民币/港币)	1.0828

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司公告 2024 年全年业绩，2024 年公司实现营业收入 1052.84 亿港元，同比增长 1.9%；实现归母净利润 143.88 亿港元，同比增长 30.8%，基本符合我们的预期。公司拟派末期息 0.691 港元/股，2024 年公司股息为 1.19 港元/股，派息率为 40%。根据 3 月 20 日收盘价计算，公司股息率高达 6.3%。
- **煤价下跌燃料成本下降，火电盈利能力大幅修复。**2024 年公司火电售电量 1554.10 亿千瓦时，同比增长 4.0%。虽然公司火电利用小时数同比-1.2%至 4625 小时，但仍超全国行业平均 225 小时。煤电平均电价为 413.8 元/兆瓦时，同比下降 2.7%，但标煤单价同比变化减少 6.6%至 922.1 元/吨，供电煤耗也同比减少 0.65%至 295.25 克/千瓦时，单位燃料成本同比减少 6.8%至 276.25 人民币/兆瓦时。成本端降幅高于电价降幅，火电贡献 46.39 亿港元的核心利润，同比增加 10.28 亿港元。
- **新增装机高发电量显著增长，高比例风电长期盈利稳定性强。**2024 年风电与光伏售电量分别同比增加 10.5%与 141.5%至 437.70 与 69.16 亿千瓦时。尽管 2024 年风力和光照条件相对较弱，公司风电和光伏平均利用小时数分别同比减少 4.9%和 4.4%，但得益于公司资产项目优质，风光利用小时数均比全国行业平均水平高 204 小时。2024 年公司新并网新能源装机容量 778.8 万千瓦，其中风电和光伏项目权益装机容量分别为 364.6 和 414.2 万千瓦。截至 2024 年底，公司风电权益装机容量达 2431.3 万千瓦，占清洁能源总权益装机容量 3418.8 万千瓦的 71%。136 号文出台后，新能源全面入市大势所趋。由于风电的出力曲线相对平稳，在分时交易机制下风电的电价波动相对较小，在市场化比例提升后，风电上网电价长周期更为稳定。我们看好公司高比例风电资源优势保障新能源盈利性长期稳定。
- **华润新能源 IPO 已获受理，新能源发展稳步推进。**公司在新能源领域的战略布局持续推进，计划 2025 年投资 376.52 亿港元用于风电、光伏电站建设。3 月 14 日，公司公告华润新能源计划在深交所主板 IPO 的申请已获受理，公司拟募资 245 亿元人民币，开发合计 7.175GW 风光装机及配套储能项目建设（总投资额达 404.22 亿元）。近年来公司持续加快新能源发展节奏，有息负债规模持续扩张。我们看好华润新能源上市募资完成后降低整体债务压力，优化公司资产结构，并将加快公司新能源资产规模扩张速度。
- **盈利预测与估值：**考虑到 2025 年全国火电年度长协电价普遍下降，新能源全面入市后竞争加剧，暂不考虑分拆，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 149.35、161.90 亿港元（前值为 173.56、215.60 亿港元），新增 2027 年归母净利润预测为 175.56 亿港元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 6.6、6.1 和 5.6 倍。公司估值水平处于历史低位，子公司华润新能源分拆上市利好公司估值回升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭价格波动，火电及绿电上网电价下降、新能源装机不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万港元)	103,334	105,284	113,653	117,819	123,286
同比增长率 (%)	0.03	1.89	7.95	3.67	8.48
归母净利润 (百万港元)	11,003	14,388	14,935	16,190	17,556
同比增长率 (%)	56.24	30.76	3.80	8.40	17.55
每股收益 (港元/股)	2.29	2.97	2.88	3.13	3.39
净资产收益率 (%)	12.95	14.51	13.63	13.52	13.42
市盈率	.	.	.	.	.
市净率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	103334	105284	113653	117819	123286
燃料费用	-54509	-52236	-53420	-51923	-51897
维修及保养费用	-2321	-1948	-2185	-2362	-2540
折旧及摊销	-14720	-17139	-20295	-23173	-25923
职工薪酬	-7187	-7752	-7956	-8247	-8630
耗用的存料与备料	-1167	-1088	-1102	-1102	-1102
资产减值损失	-2749	-579	-666	-666	-666
营业税金及附加	-865	-989	-1068	-1107	-1159
其他支出-经营	-3863	-4685	-4746	-4746	-4746
营业支出	-87380	-85694	-91438	-93327	-96663
其他收入-经营	2030	2108	2042	2042	2042
其他经营净收益	215	1526	222	222	222
营业利润	18198	23225	24479	26756	28887
衍生金融工具公允价值变动收益/(亏损)	0	0	0	0	0
财务费用	-4241	-4119	-4822	-5095	-5397
应占联营公司损益	1183	1141	1332	1221	1332
应占共同控制实体损益	358	-50	222	111	111
所得税	-3389	-4218	-4430	-4802	-5207
净利润(含少数股东权益)	12111	15979	16781	18191	19726
净利润(不含少数股东权益)	11003	14388	14935	16190	17556
少数股东损益	1107	1590	1846	2001	2170

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。