

煤价下行火电盈利改善，绿电价格承压拉低利润增速

华润电力(0836.HK)

核心观点

2024年，公司营业额为1052.84亿港元，同比增长1.89%；归母净利润为143.88亿港元，同比增长30.77%。其中，可再生能源业务核心利润贡献为92.28亿港元，同比下降5.1%，火电业务核心利润贡献为46.39亿港元，同比增长28.5%。公司每股基本盈利为2.97港元，同比增加0.68港元。2024年末公司每股派息0.691港元，全年派息1.19港元/股，派息率为40%。公司2024年归母净利润同比增长主要得益于资产减值损失同比减少和核心业务利润贡献增长。2024年公司资产减值损失为5.8亿港元，主要为热电项目、技术改造等原因计提减值，同比减少21.7亿港元，降幅达78.9%。公司核心利润同比增长主要系燃煤成本改善带动火电盈利提升。整体来看，公司2025火电盈利有望维持，新能源维持较高增速，分红派息维持相对稳定。

事件

华润电力公布2024年业绩

2024年，公司营业额为1052.84亿港元，同比增长1.89%；归母净利润为143.88亿港元，同比增长30.77%。其中，可再生能源业务核心利润贡献为92.28亿港元，同比下降5.1%，火电业务核心利润贡献为46.39亿港元，同比增长28.5%。公司每股基本盈利为2.97港元，同比增加0.68港元。2024年末公司每股派息0.691港元，叠加年中派息后，全年派息1.19港元/股，派息率约为40%。

简评

燃煤成本同比改善，火电利润显著提升

2024年，公司营业额为1052.84亿港元，同比增长1.89%；以人民币计算，公司营业收入为961.03亿元，同比增长3.4%。公司营业收入变化主要系售电量同比增长7.4%，叠加燃煤和风电上网电价同比下降2.7%和5.3%的影响。2024年，归母净利润为143.88亿港元，同比增长30.77%；其中核心业务归母净利润为138.67亿港元，同比增长3.97%。其中，可再生能源业务核心利润贡献为92.28亿港元，同比下降5.1%，火电业务核心利润贡献为46.39亿港元，同比增长28.5%。公司2024年归母净利润同比增长主要得益于资产减值损失同比减少和核心业务利润贡献增长。2024年

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BP491

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440519060004

发布日期：2025年03月26日

当前股价：21.75港元

目标价格6个月：25港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	1.87/-2.07	-4.81/1.21	34.59/36.06
12月最高/最低价(港元)			25.00/14.04
总股本(万股)			481,044.37
流通H股(万股)			481,044.37
总市值(亿港元)			1,046.27
流通市值(亿港元)			1,046.27
近3月日均成交量(万)			1422.92
主要股东			
华润集团(电力)有限公司			62.92%

股价表现



相关研究报告

公司资产减值损失为 5.79 亿港元，主要为热电项目、技术改造等原因计提减值同比减少 21.7 亿港元，降幅达 78.9%。公司核心利润同比增长主要系燃煤成本改善带动火电盈利提升。公司可再生能源利润贡献下降主要系风光利用小时数减少叠加上网电价下降的影响。公司决定 2024 年末每股派息 0.691 港元，叠加年中派息 0.455 港元，2024 合计派息 1.19 港元，派息率约为 40%，不考虑去年特殊派息情况下，派息比例持平去年水平。2024 年，公司财务费用为 41.19 亿港元，较去年同期下降 2.9%，主要系平均借贷利率同比下降叠加人民币贬值和新投产机组的综合影响。

新能源装机规模维持高增，25 年装机目标装机 1000 万千瓦

截至 2024 年末，公司控股装机容量为 8244 万千瓦，权益装机容量为 7243 万千瓦，其中火电权益装机容量为 3825 万千瓦，占比 52.8%；可再生能源（风电、光伏及水电）权益装机容量 3419 万千瓦，占比 47.2%，较 2023 年底上升 6.5%。具体来看，公司风电、光伏在运权益装机容量分别为 2431 和 943 万千瓦，在建权益装机容量分别为 986 和 886 万千瓦。2024 年，公司风电和光伏分别新增 365 和 414 万千瓦，获得建设指标 765 和 593 万千瓦。2025 年，公司计划新增风光装机容量 1000 万千瓦，预计资本开支总额为 568 亿港元，其中 420 亿用于新能源装机建设，95 亿用于火电机组建设。此外，公司 2025 年预计新投产火电机组 9 台，合计装机容量 609 万千瓦。

售电量规模同比增长，机组利用小时优于全国平均

2024 年，公司附属电厂售电量为 2076 亿千瓦时，同比增长 7.4%，其中火电厂、风电场和光伏电站的售电量分别增长 4.0%、10.5%和 141.5%。2024 年，公司风电利用小时为 2331 小时，同比下降 120 小时，超出全国风电机组平均利用水平 204 小时。光伏平均利用小时为 1415 小时，同比下降 65 小时，超过全国平均水平。燃煤电厂平均利用小时为 4625 小时，同比下降 57 小时，超出全国火电机组平均利用小时 225 小时，公司市场交易电量占比 85%，平均单价较标杆上网电价上涨 9.8%。

火电 25 盈利有望维持，维持“买入”评级

火电方面，目前动力煤市场供需相对宽松，燃煤价格有望维持下行趋势，火电盈利有望维持；新能源方面，短期来看，受新能源全面入市政策和新能源装机快速增长的影响，新能源上网电价或将承压；中长期来看，差价结算机制为新能源提供稳定性盈利预期，绿证消费增长带动环境价值兑现。整体来看，公司火电盈利有望维持，新能源维持较高增速，分红派息相对稳定。我们预计 2025 年至 2027 年公司实现归母净利润为 155.67 亿、165.79 亿和 174.37 亿港元，维持“买入”评级。

表 1：华润电力盈利预测（单位：百万港元，港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	103334.3	105284.3	112857.4	123192.0	130087.9
营业总成本/经营成本	87380.2	85693.7	90378.8	98976.7	104506.0
其他收入	2029.7	2108.0	2100.0	2100.0	2100.0
其他利得/损失	214.5	1526.0	1200.0	1200.0	1200.0
经营利润	18198.4	23224.5	25778.6	27515.3	28881.9
财务费用	4240.6	4118.7	4514.3	4804.5	4943.3
应占联营企业业绩	1183.1	1141.2	1000.0	1000.0	1000.0
应占合营企业业绩	358.3	-50.4	0.0	0.0	0.0
除税前利润	15499.1	20196.6	22264.3	23710.8	24938.5
减：所得税费用	3388.6	4217.9	5343.4	5690.6	5985.2
年内利润	12110.5	15978.7	16920.9	18020.2	18953.3
减：非控制性权益	1107.2	1590.3	1353.7	1441.6	1516.3
归属于母公司所有者的净利润	11003.3	14388.4	15567.2	16578.6	17437.0
EPS	2.29	2.97	3.21	3.42	3.59

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

燃煤成本波动的风险：如果国内燃煤市场价格大幅上升，公司燃煤成本走高，公司 2024 年火电业务仍有盈利下降或者转为亏损的风险。

电价政策风险：公司处于电力行业，上网电价的变化受政策调整的影响。如果电价政策或电力市场交易机制发生重大改变，公司平均上网电价下降，公司业绩可能会有所下降。

新能源装机不及预期的风险：公司新能源装机进度受到政策环境、原料价格等因素的影响，存在新增新能源装机进度或盈利不及预期的风险。

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

高兴

华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017年开始从事卖方研究工作。2018年加入中信建投证券，2021年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取2021-2022年新财富电力公用事业入围、2022年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

研究助理

侯启明

houqiming@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk