

买入

2025年3月26日

经营稳健火电盈利能力修复，能源转型背景下的优质资产

- 2024 年业绩总体符合预期：** 2024 年公司实现营业收入 1052.84 亿港元，同比+1.9%；实现归母净利润 143.88 亿港元，同比+30.8%；每股盈利 2.97 港元。其中火电由燃料成本大幅下降，贡献的核心利润为 46.39 亿港元，受制于电价下降以及自然资源的影响，可再生能源核心利润下降至 92.28 亿港元。公司拟定末期派息每股 0.691 港元，结合已派发的中期股息，2024 年全年派息为每股 1.19 港元，派息率 40%。
- 火电燃料成本下降，盈利得到持续修复：** 2024 年公司火电业务得益于煤价的下降，燃料成本下降 6.8%，点火价差扩大 6.6%。2025 年公司火电核心度电利润为 0.0298 港元/千瓦时，同比增长 23.5%，盈利能力得到进一步修复。公司预计 2025 年单位燃料成本再降 7-8%，标煤单价可能跌破 900 元/吨，对冲部分火电年度长协电价下降对于点火价差的影响。随着 2026 年容量电价执行标准上调，还将为公司进一步提供稳定现金流，按照现有规划，2026 年公司容量电价收入规模有望达到 60-70 亿元的规模，调峰等辅助服务也将贡献增量利润。
- 新能源盈利承压，项目储备充沛：** 受制于新能源市场化交易比例提升以及电价下调的影响，公司风电、光伏平均不含税电价分别下降 5.3%和 10.8%。全年可再生能源核心度电利润为 0.177 港元/千瓦时，同比下降 20.4%。但公司凭借大量新增装机带动可再生能源售电量同比增长 19.2%，对冲了部分电价下降的影响。公司目前项目储备充沛，在建风电装机 9856 兆瓦，在建光伏装机 8861 兆瓦，2025 年目标新增装机 10 吉瓦。公司项目集中在中东部地区，市场化电价水平高，绿电需求旺盛，未来新能源项目盈利能力有望得到一定保障。
- 目标价 24 港元，维持买入评级：** 公司 2025 年业绩预计受电价下调影响有所承压，但运营能力仍处于行业优秀水平。我们下调 2025-2027 年公司归母净利润预测至 156/167/175 亿港元（25-26 年前值 168/188 亿港元），同比增长 8.4%/7.1%/4.4%。公司长期派息率维持在 40%以上，重视股东回报，兼具成长性（新能源装机 CAGR 25%+）与防御性（火电现金流+6%股息率），是能源转型背景下稀缺的攻守兼备标的。我们调整目标价至 24 港元，保持对应 2025 年 8 倍 PE，较现价有 26.1%的上升空间，维持买入评级。
- 风险因素：** 新增装机不及预期、电力需求不及预期、上网电价大幅下降。

陈晓霞
+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李羚玮
+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	电力
股价	19.04 港元
目标价	24.00 港元 (+26.1%)
股票代码	0836.HK
已发行股本	51.77 亿股
市值	984.68 亿港元
52 周高/低	24.88/16.64 港元
每股净资产	19.15 港元
主要股东	华润集团 62.92%

盈利摘要

截止 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额(百万港元)	103,334	105,284	111,640	120,568	123,122
变动(%)	0.0%	1.9%	6.0%	8.0%	2.1%
归母净利润(百万港元)	11,333	14,388	15,603	16,705	17,446
基本每股盈利(港元)	2.29	2.97	3.01	3.23	3.37
变动(%)	56.2%	29.7%	1.6%	7.1%	4.4%
市盈率@19.04港元(倍)	8.3	6.4	6.3	5.9	5.6
市净率@19.04港元(倍)	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9
每股股息(港元)	1.42	1.19	1.21	1.29	1.35
股息现价比率(%)	7.43%	6.23%	6.33%	6.78%	7.08%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表							财务分析						
百万港元 财务年度截止12月31日							百万港元 财务年度截止12月31日						
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	103,305	103,334	105,284	111,640	120,568	123,122	盈利能力						
毛利	22,121	31,784	34,683	39,346	42,569	44,331	毛利率 (%)	21.4%	30.8%	32.9%	35.2%	35.3%	36.0%
销售及管理费用	(12,736)	(15,830)	(15,093)	(15,969)	(17,199)	(17,552)	EBITDA 利率 (%)	27.1%	31.9%	37.7%	40.0%	40.7%	42.8%
其他业务收入	4,166	2,244	3,634	2,235	2,414	2,465	EBIT 利率 (%)	13.1%	17.6%	22.1%	22.9%	23.0%	23.8%
经营利润	13,551	18,198	23,225	25,613	27,784	29,244	净利率 (%)	7.2%	11.0%	13.7%	14.0%	13.9%	14.2%
财务开支	(3,890)	(4,241)	(4,119)	(4,959)	(5,714)	(6,185)	营运表现						
联营公司	(113)	1,183	1,141	1,210	1,307	1,334	SG&A/收入 (%)	12.3%	15.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
其他收益	(87)	358	(50)	0	0	0	实际税率 (%)	20.1%	21.9%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
税前盈利	9,461	15,499	20,197	21,864	23,377	24,393	股息支付率 (%)	40.0%	61.9%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
所得税	(1,906)	(3,389)	(4,218)	(4,566)	(4,882)	(5,094)	库存周转	20	22	17	17	17	17
少数股东应占利润	(93)	(778)	(1,263)	(1,367)	(1,461)	(1,525)	应付账款周转率	3	2	2	2	2	2
股东应占利益	7,463	11,333	14,388	15,603	16,705	17,446	应收账款周转率	3	3	2	2	2	2
折旧及摊销	(14,430)	(14,720)	(16,417)	(19,038)	(21,231)	(23,424)	财务状况						
EBITDA	27,981	32,919	39,642	44,651	49,015	52,668	ROE	7.0%	10.5%	12.0%	13.7%	14.0%	13.3%
增长							ROA	2.5%	3.4%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%
总收入 (%)	14.3%	0.0%	1.9%	6.0%	8.0%	2.1%	有形资产回报率	2.5%	3.5%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%
EBITDA (%)	35.5%	17.6%	20.4%	12.6%	9.8%	7.5%	负债率	64.5%	67.6%	66.9%	71.6%	72.4%	71.5%
EPS (%)	229.4%	56.2%	29.7%	1.6%	7.1%	4.4%							
资产负债表							现金流量表						
百万港元 财务年度截止12月31日							百万港元 财务年度截止12月31日						
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	7,721	4,083	5,834	6,306	5,262	4,768	税前利润	9,461	15,499	20,197	21,864	23,377	24,393
应收账款	35,616	40,467	42,411	44,971	48,568	49,597	营运资金变化	(595)	(3,402)	(489)	(6,695)	(7,263)	(1,634)
存货	4,582	4,017	5,074	5,226	5,637	5,705	所得税	(1,863)	(2,998)	(4,367)	(4,566)	(4,882)	(5,094)
其他流动资产	712	1,050	538	538	538	538	其他	17,164	19,770	18,354	24,576	27,524	30,188
总流动资产	48,631	49,617	53,857	57,042	60,004	60,607	营运现金流	24,167	28,869	33,695	35,179	38,756	47,853
固定资产	191,356	215,752	244,851	280,529	310,598	338,473	资本开支	(30,412)	(38,777)	(49,700)	(51,300)	(51,300)	(51,300)
联营公司权益	9,050	16,671	17,743	17,743	17,743	17,743	其他投资活动	(1,267)	(5,209)	(2,375)	0	0	0
其他资产	34,351	40,355	46,012	45,177	45,177	45,177	投资活动现金流	(31,680)	(43,986)	(52,074)	(51,300)	(51,300)	(51,300)
总资产	283,388	322,396	362,464	400,492	433,523	462,001	银行贷款变化	18,846	25,317	30,070	27,793	23,896	16,117
短期银行贷款	38,383	33,365	50,207	46,104	50,883	54,107	股本变化	0	0	41	326	0	0
应付账款	30,248	36,424	37,447	41,429	44,684	45,222	股息	(1,226)	(3,386)	(7,418)	(6,241)	(6,682)	(6,979)
其他短期负债	14,039	14,273	5,573	5,573	5,573	5,573	其他融资活动	(7,461)	(10,102)	(2,288)	(5,285)	(5,714)	(6,185)
总短期负债	82,671	84,062	93,226	93,106	101,141	104,901	融资活动现金流	10,159	11,829	20,404	16,593	11,500	2,953
长期银行贷款	93,322	125,827	140,160	184,417	203,534	216,427	现金变化	2,646	(3,287)	2,025	472	(1,045)	(494)
其他负债	6,841	7,959	9,126	9,126	9,126	9,126	汇兑变化	(691)	(351)	(274)	0	0	0
总负债	182,834	217,849	242,512	286,649	313,801	330,455	期初持有现金	7,934	7,721	4,083	5,834	6,306	5,262
少数股东权益	18,315	19,573	20,801	22,167	23,629	25,154	期末持有现金	9,889	4,083	5,834	6,306	5,262	4,768
股东权益	82,239	84,974	99,151	91,675	96,094	106,393							
负债权益合计	283,388	322,396	362,464	400,492	433,523	462,001							

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。