

2025 年 03 月 26 日

## 华润电力 (00836. HK)

投资评级：买入（维持）

——减值损失金额大幅减少 分拆上市获得受理

## 证券分析师

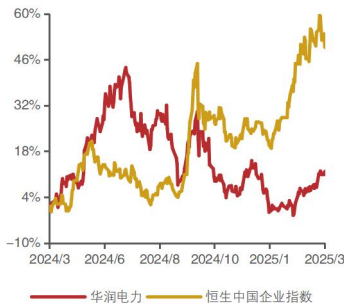
查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩  
SAC: S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现:



## 基本数据 2025 年 03 月 25 日

收盘价 (港元)	19.04
一年内最高/最低 (港元)	25.45/16.64
总市值 (百万港元)	98,571.18
流通市值 (百万港元)	98,571.18
资产负债率 (%)	66.91

资料来源：聚源数据

## 投资要点:

- 事件:** 公司公告 2024 年年度业绩, 全年实现营业收入 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%, 与我们的盈利预测基本一致。公司拟派期末股息 0.691 港元/股, 全年累计股息为 1.19 港元/股, 分红率 40%。
- 资产减值损失计提规模大幅减少, 贡献主要归母净利润增量, 核心利润整体平稳。** 公司 2024 年实现持有人应占核心利润 138.67 亿港元, 同比增长 3.97% (2023 年同期为 133.37 亿港元)。核心利润与归母净利润的差别主要为资产减值损失, 公司 2024 年计提资产减值损失 4.93 亿港元, 而 2023 年同期计提 24.0 亿港元, 系公司归母净利润大幅增长的主因。
- 经营层面, 煤价下跌带来火电盈利能力改善。** 公司 2024 年火电板块实现售电量 1554 亿千瓦时, 同比增长 4.0%, 主要系新增装机投产贡献, 火电利用小时数同比下降 1.2%, 绝对值为 4625 小时, 仍超过全国平均水平 225 小时。煤电平均上网电价同比下降 2.7%, 但是标煤单价同比减少 6.6% 至 922.1 元/吨, 度电燃料成本同比减少 6.8% 至 276.25 元/兆瓦时 (与标煤单价的降幅差异来自度电煤耗降低)。综合影响下, 公司 2024 年火电板块贡献 46.39 亿港元核心利润, 较 2023 年增加 10.28 亿港元。
- 可再生能源板块归母净利润增长但是核心利润下降, 主要系利用小时数与电价双重承压。** 公司 2024 年可再生能源板块实现持有人应占利润 90.29 亿港元, 2023 年同期为 80.82 亿港元, 但是上年同期利润较低主要系计提较多资产减值损失, 从核心利润口径看, 2024 年为 92.28 亿港元, 而 2023 年同期为 97.26 亿港元。核心利润下滑来自利用小时数和电价两方面, 从装机来看, 公司 2024 年新并网新能源装机 778.8 万千瓦, 其中风电 364.6 万千瓦, 光伏 414.2 万千瓦, 但是受风况和消纳影响, 公司全年风电利用小时数同比下降 120 小时或 4.9%, 风电和光伏平均不含税上网电价同比分别下降 5.3% 及 10.8%。
- 华润新能源分拆上市获得深交所受理。** 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, 拟募集资金 245 亿元人民币, 开发合计 7.175GW 新能源装机及配套储能项目, 总投资额达 404.22 亿元。我们分析公司分拆新能源板块至 A 股上市有利于提升公司新能源业务估值, 同时在实体层面加快公司新能源业务拓展。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 152.7、158.5、166.4 亿港元, 当前股价对应的 PE 分别为 6.5/6.2/5.9 倍 (本次分拆上市尚未完成, 暂不考虑公司股本变动), 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 煤价波动、补贴政策变动、新能源市场化政策变动。

## 盈利预测与估值 (港元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	103334	105283	112107	124072	131238
同比增长率 (%)	0.03%	1.89%	6.48%	10.67%	5.78%
归母净利润 (百万元)	11003	14388	15269	15847	16635
同比增长率 (%)	56.2%	30.8%	6.1%	3.8%	5.0%
每股收益 (元/股)	2.13	2.78	2.95	3.06	3.21
ROE (%)	12.9%	14.2%	13.8%	13.1%	12.7%
市盈率 (P/E)			6.5	6.2	5.9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测，人民币兑换港币汇率取 1: 1.07985

**图表 1：华润电力利润表预测（百万港元，人民币兑换港币汇率取 1：1.07985）**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	103305	103334	105283	112107	124072	131238
燃料费用	-64283	-54509	-52235	-50311	-55411	-56402
维修及保养费用	-2471	-2321	-1948	-2488	-3028	-3352
折旧及摊销	-14430	-14720	-16417	-19265	-22046	-24745
职工薪酬	-6632	-7187	-7752	-8296	-9181	-9449
耗用的存料与备料	-1301	-1167	-1088	-1197	-1316	-1448
资产减值损失	-1046	-2749	-579	-864	-864	-864
营业税金及附加	-760	-865	-989	-1066	-1179	-1248
其他支出-经营	-2998	-3863	-4685	-5153	-5669	-6235
营业支出	-93920	-87380	-85692	-88640	-98694	-103743
其他收入-经营	1981	2030	2108	1944	1944	1944
其他经营净收益	2184	214	1526	0	0	0
营业利润	13551	18198	23224	25410	27322	29439
衍生金融工具公允价值变动收益/(亏损)	0	0	0	0	0	0
财务费用	-3890	-4241	-4119	-5026	-5933	-6779
应占联营公司损益	-113	1183	1141	1188	1188	1188
应占共同控制实体损益	-86	358	-50	216	216	216
除税前溢利	9462	15499	20196	21789	22793	24064
所得税	-1905	-3389	-4218	-4576	-4787	-5053
净利润(含少数股东权益)	7555	12110	15978	17213	18006	19010
净利润(不含少数股东权益)	7043	11003	14388	15269	15847	16635
少数股东损益	513	1107	1590	1944	2160	2376

资料来源：wind，华源证券研究所

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。