

2025 年 05 月 29 日

投资评级：买入（维持）

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
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 05 月 28 日
收盘价（港元）	20.15
一年内最高/最低（港元）	25.45/16.64
总市值（百万港元）	104,317.71
流通市值（百万港元）	104,317.71
资产负债率（%）	66.91

资料来源：聚源数据

华润电力 (00836. HK)

——拟拆分新能源回 A 上市 优秀值得溢价

投资要点：

- **全权负责华润集团电力业务，集团市场化基因以及管理机制赋予公司更高自由度。**公司为华润集团旗下唯一电力主体，华润集团总部根植香港，特有的地理位置与早期工作性质奠定其市场化基因。上市以来，华润电力从未出现亏损，顺利通过火电两次大考（2008 年、2021 年）。公司 2004–2024 年摊薄 ROE 均值 11.49%，比华能国际高出 4.72 个百分点。华润电力上市以来累计分红 544 亿港元，占累计归母净利润的 41%。
- **优秀的管理机制与运营能力是公司穿越周期的重要保障。**复盘公司过去十年股价与估值，1）在行业无正向利好（甚至是基本面恶化）的时候，公司股价具备更强的支撑。2）在行业基本面改善的时候，华润电力股价表现显著跑赢同行，在历次火电修复逻辑中，华润电力股价涨幅领先全国性龙头；在双碳战略后绿电重估逻辑中，公司表现仅次于纯绿龙头龙源电力（H）。
- **分板块来看，公司 2024 年底可再生能源权益装机占比已接近 50%，拟拆分回 A 股上市，有望提升公司估值。**公司于 2021 年初宣布“十四五”计划新建 40GW 新能源装机，截至 2024 年底，公司可再生能源并网权益装机合计 3418.8 万千瓦，占比达到 47.2%。凭借更高的电价和利用小时数，公司新能源获得了远超绿电龙头的单位装机盈利能力。2024 年公司可再生能源板块实现归母净利润 92.28 亿港元，核心利润 90.29 亿港元。相比之下，新能源装机容量更大的龙源电力 2024 年归母净利润为 63.45 亿元人民币。补贴拖欠背景下，公司新能源存量机组多位于煤电基准电价整体更高的华南和华中省份，单位装机现金流也显著优于行业均值。
- 2025 年 3 月，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 亿元人民币用于建设新能源及配套储能项目。长期以来，港股新能源运营商估值显著低于 A 股，如果参照三峡能源估值，以华润电力 2024 年可再生能源板块核心利润 90.29 亿港元计算，回 A 股上市后可再生能源板块估值有望超过 1500 亿港元，远超当前华润电力港股市值。
- **公司火电资产盈利能力亦领先同行，在新型电力系统下有望发挥更大作用。**追本溯源，我们认为华润电力资产盈利能力的优秀在于市场化基因更浓、激励措施到位，较好发挥电厂主观能动性。与同样机组主要位于东部沿海区域的华能国际比较，公司 2022–2024 年度电利润较华能国际恒定高出约 0.032 元/千瓦时。在当下煤价下行背景下，优质的管理能力有助于公司业绩释放。展望未来，如果未来容量电价收入占比提升，公司业绩稳定性将得到进一步改善，周期属性的弱化有望降低公司的折现率，进而提升估值。
- **盈利预测与估值：**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 6.8/6.6/6.3 倍（本次分拆上市尚未完成，暂不考虑公司股本变动）。我们选取大唐新能源、龙源电力 H 作为港股绿电可比标的，2025–2027 年平均预测 PE 为 7.3、6.8、6.5 倍；三峡能源和龙源电力 A 作为 A 股绿电可比标的，2025–2027 年平均预测 PE 为 18、17、16 倍；中国电力和华能国际电力股份作为港股火电转型可比公司，2025–2027 年平均 PE 为 8、7、7 倍，均高于公司 PE。综合公司过往优秀业绩，公司有望在新型电力系统建设浪潮中再次发挥优势，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价下行不及预期，电价不利变化，新能源供给阶段性过剩。

盈利预测与估值（港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	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（百万港元）	11003	14388	15269	15847	16635
同比增长率（%）	56.2%	30.8%	6.1%	3.8%	5.0%
每股收益（港元/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）			6.8	6.6	6.3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

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 6.8/6.6/6.3 倍（本次分拆上市尚未完成，暂不考虑公司股本变动）。

我们选取大唐新能源、龙源电力 H 作为港股绿电可比标的，2025–2027 年平均预测 PE 为 7.3、6.8、6.5 倍；三峡能源和龙源电力 A 作为 A 股绿电可比标的，2025–2027 年平均预测 PE 为 18、17、16 倍；中国电力和华能国际电力股份作为港股火电转型可比公司，2025–2027 年平均 PE 为 8、7、7 倍，均高于公司 PE。综合公司过往优秀业绩，公司有望在新型电力系统建设浪潮中再次发挥优势，维持“买入”评级。

关键假设

我们预计 2025–2027 年公司火电机组每年分别投产 700、300、100 万千瓦；风电机组每年分别投产 500、500、500 万千瓦，光伏机组每年分别投产 500、600、700 万千瓦。平均入炉煤价分别下降 7%、1%和 1%。

投资逻辑要点

优秀的管理机制与运营能力是公司穿越周期的重要保障。

2025 年 3 月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。如果参照三峡能源估值，以华润电力 2024 年可再生能源板块核心利润 90.29 亿港元计算，回 A 股上市后可再生能源板块估值有望超过 1500 亿港元，远超当前华润电力港股市值。同时，在当下煤价下跌背景下，公司火电资产也有望释放盈利弹性。

核心风险提示

煤价下行不及预期，电价不利变化，新能源供给阶段性过剩。

内容目录

1. 电力市场化时代 优秀值得溢价	5
1.1. 华润集团：红色与市场 利润到价值	5
1.2. 华润电力：传承华润基因 优秀值得溢价	5
2. 新能源板块拟分拆上市 运营能力久经考验	8
2.1. 最早转型的火电公司 新能源运营能力有目共睹	8
2.2. 拟分拆新能源板块回 A 股上市 有望带动价值重估	10
3. 火电：以效益为底蕴 期待机制改革	12
4. 盈利预测与估值	15
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1： 华润集团产业布局及主要公司	5
图表 2： 华润电力 2004–2024 年归母净利润与摊薄 ROE 情况	6
图表 3： 主流电力港股与恒生指数涨跌幅比较（%，前复权）	6
图表 4： 华润电力 2016 年至今 PB-Band	7
图表 5： 华润电力、华能国际 h、恒生指数、龙源电力 h、中国电力 2016 年至今股价涨跌幅（前复权，%）	7
图表 6： 公司历年风电权益装机容量情况（万千瓦）	8
图表 7： 公司历年光伏权益装机容量情况（万千瓦）	8
图表 8： 华润电力、龙源电力和三峡能源 2023 年底装机布局情况（三峡能源用发电量代替）	9
图表 9： 华润电力、龙源电力和大唐新能源风电利用小时数情况	9
图表 10： 华润电力历年可再生能源归母净利润与核心利润（亿港元）	10
图表 11： 主要新能源运营商应收款项情况（单位亿元，华润电力为港币，其他为人民币）	10
图表 12： 三峡能源历史 PE band 情况（TTM PE）	12
图表 13： 龙源电力 A 股历史 PE band 情况（TTM PE）	12
图表 14： 华润电力火电装机情况（兆瓦，2024H1 数据，按装机规模排序）	13
图表 15： 2004–2024 年华润电力与华能国际摊薄 ROE 比较（%）	13
图表 16： 华润电力与华能国际火电业务关键财务指标比较（元/千瓦时）	14
图表 17： 2020–2024 年华润电力与华能国际单 GW 员工人数比较	14
图表 18： 可比公司相对估值表（华润电力单位为港币，其余为人民币）	15
图表 19： 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）	17

1. 电力市场化时代 优秀值得溢价

1.1. 华润集团：红色与市场 利润到价值

百年传承具备红色与市场双重基因，价值型管理体系高度重视股东回报。公司控股股东（持有公司股份 58.47%）华润集团为我国四大驻港央企之一，前身是于 1938 年在香港成立的“联和行”，先后隶属于中共中央办公厅、中央贸易部（现为商务部）、中央、国务院国资委，2022 年 6 月，华润集团正式转为国有资本投资公司（目前仅五家央企）。华润集团总部根植香港，特有的地理位置与早期工作性质奠定其市场化基因。

从产业布局看，华润集团现已发展成为业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域，其中综合能源板块由华润电力与华润燃气两大平台负责，五大六小电力集团中，仅华润集团与国投集团业务布局不限于能源产业链，多产业发展为各公司提供协同，二者均为国有资本投资公司。

图表 1：华润集团产业布局及主要公司

大消费	综合能源	城市建设运营	大健康	产业金融	科技及新兴产业
华润啤酒 (00291.HK)	华润电力 (00836.HK)	华润置地 (01109.HK)	华润医药集团 (03320.HK)	珠海华润 银行	华润微电子 (688396.SH)
华润万家	华润燃气 (01193.HK)	华润建材科技 (01313.HK)	华润三九医药 (000999.SZ)	华润深国 投信托	华润材料 (301090.SZ)
华润饮料 (02460.HK)		华润隆地	华润双鹤药业 (600062.SH)	华润资产 管理	华润数科控股
华润五丰			华润江中制药 (600750.SH)		华润现代服务

资料来源：华润集团官网，华源证券研究所

1.2. 华润电力：传承华润基因 优秀值得溢价

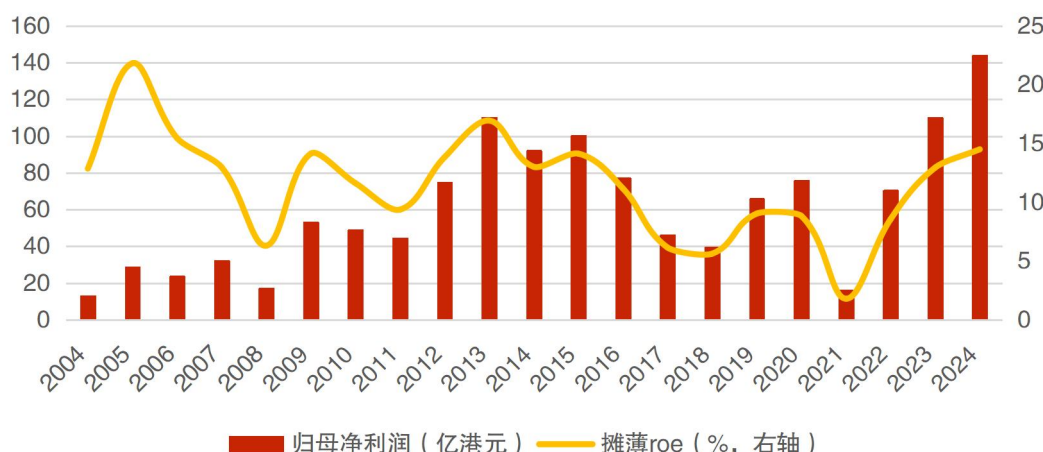
与传统电力集团的诞生不同¹，华润集团在 1994 年通过彭城电厂（中外合资）切入电力市场，在 2001 年成立华润电力控股有限公司，2003 年在港交所上市。从结果上看，华润电力“三个三角洲，一条京广线”²的战略规划战胜了“自然资源”选址策略。

上市以来，华润电力从未出现亏损，顺利通过火电两次大考（2008 年、2021 年）。公司 2004–2024 年摊薄 ROE 均值 11.49%，比华能国际高出 4.72 个百分点。华润电力上市以来累计分红 544 亿元港元，占累计归母净利润的 41%；分红金额为募资金额 2.6 倍。

¹ 我国五大发电集团由 2002 年厂网分离改革中，由国家电力公司拆分而来。

² 2008 年，华润电力将其规划调整为“三个三角洲，三条沿线”。

图表 2：华润电力 2004-2024 年归母净利润与摊薄 ROE 情况



资料来源：wind，华源证券研究所

华润电力在 2021 年提出十四五新增可再生能源装机 4000 万千瓦，预计至十四五末可可再生能源装机占比超过 50%。2020-2024 年，华润电力可再生能源并网权益装机从 1448 万千瓦增长到 3419 万千瓦，期间新增 1971 万千瓦，目前华润电力权益并网装机 7243 万千瓦，其中火电 3824 万千瓦、风电 2431 万千瓦、光伏 943 万千瓦，可再生能源占比 47.2%。

复盘公司过去十年股价与估值，1) 在行业无正向利好（甚至是基本面恶化）的时候，公司股价具备更强的支撑。2) 在行业基本面改善的时候，华润电力是所有综合性公司股价表现最好的，在火电修复逻辑中，华润电力股价表现显著领先其他全国性龙头；在绿电重估逻辑中，华润电力股价表现仅次于纯绿龙头龙源电力（H）。

具体而言，2016-2019 年行业基本面恶化，公司股价逆势上涨。在煤价上涨、电价政策性下降背景下，华润电力 ROE 从 2015 年的 14% 下降至 2018 年的 6%，PB 维持在 1 倍以上。即便行业基本面恶化，期间公司股价表现仍然可观（上涨 28%），远超同行水平。我们分析公司股价逆势上行主要系之前较低的估值、较高的比例分红与稳定的每股派息政策，公司 2015-2017 年分别派息 0.85、0.88、0.88 港元/股，对应股息率 6% 上下。但在 2018 年业绩发布后（2019 年 3 月）派息 0.33 港元/股，远低于市场预期，股价大幅回调约 30%。

值得注意的是，公司在任意时期行业无催化期间，股价表现优于大盘与同行。

图表 3：主流电力港股与恒生指数涨跌幅比较（%，前复权）

证券代码	公司	无重大变化	派息下降	无重大变化	疫情冲击	双碳战略	火电+绿电	港股+绿电	电价超预期	火电修复	红利退潮	十年涨跌幅
		2016/1-2019/2	2019/2-2019/3	2019/3-2020/1	2020/1-2020/3	2020/3-2021/7	2021/7-2022/1	2022/1-2022/10	2022/10-2023/10	2023/10-2024/7	2024/7-2025/4	2016/1-2025/5
0836.HK	华润电力	28%	-29%	2%	-41%	80%	161%	-57%	27%	89%	-25%	110%
2380.HK	中国电力	-40%	-6%	-11%	-28%	83%	199%	-55%	19%	60%	-30%	30%
1798.HK	大唐新能源	14%	-8%	-21%	-32%	344%	84%	-44%	-19%	22%	7%	178%
0916.HK	龙源电力	8%	-12%	-1%	-28%	260%	52%	-47%	-38%	30%	-19%	33%
0991.HK	大唐发电	6%	-6%	-24%	-34%	42%	57%	-45%	10%	59%	-10%	17%
0902.HK	华能国际	-9%	-10%	-8%	-45%	35%	109%	-48%	14%	76%	-20%	9%
1071.HK	华电国际	-20%	-10%	-7%	-35%	40%	67%	-25%	23%	77%	-10%	58%

HSI.HI 恒生指数 30% 0% -2% -22% 26% -15% -36% 15% 6% 19% 7%

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 由于篇幅限制, 涨跌幅区间仅显示到月份, 部分区域的涨跌幅评价简写

2020-2025 年: 公司在每一轮上涨中都表现最优。2020 年初的普跌或与疫情冲击有关, 华润电力由于机组布局特性, 受到的冲击最大, 公司估值持续承压, PB 在 0.4x-0.7x 震荡。尽管我国在 2020 年 9 月提出双碳转型, 但火电公司股份受到煤价拖累并未有表现, 一直到 2021 年 7 月, 在全国缺电与电改预期下, 火转绿公司迎来翻倍行情, 公司 PB 最高超过 1.5x, 期间恒指下跌 15%。2022 年, 在港股流动性危机、高煤价拖累火电业绩以及新能源入市压力下, 华润电力 PB 回落至 0.7x-0.9x。

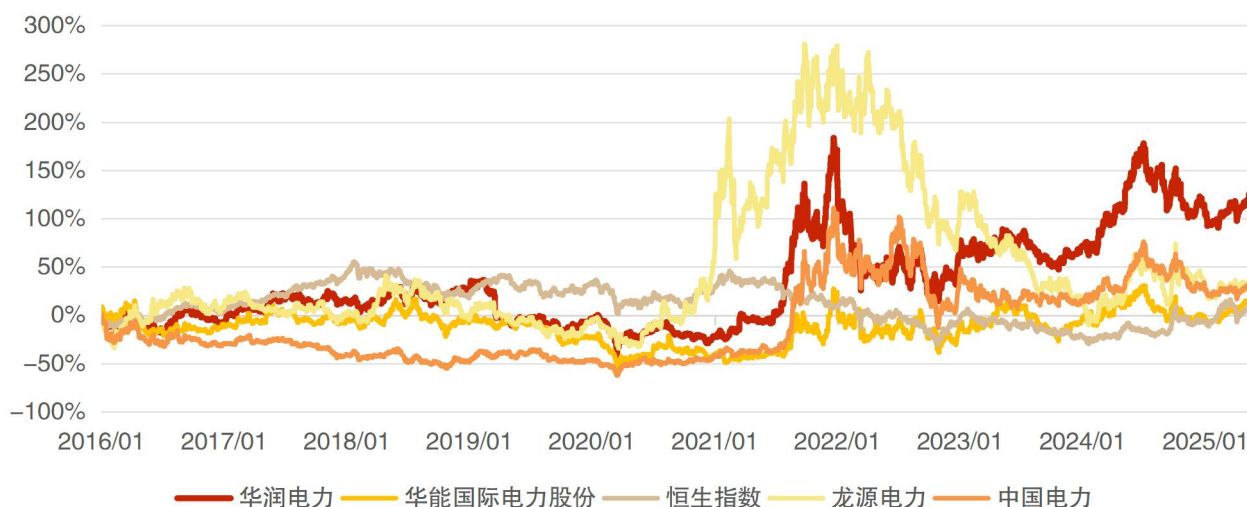
即便是 2023 年的业绩修复, 公司 PB 仅修复到 1x 上下, 此时公司 ROE 与 2013-2015 相近, 但彼时 PB 在 1.5x 上下, 估值差异主要来源于投资者对火电行业发展的信心。2024 年上半年, 在火电修复与红利市场风格下, 公司估值达到阶段新高 1.4x PB。

图表 4: 华润电力 2016 年至今 PB-Band



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 5: 华润电力、华能国际 h、恒生指数、龙源电力 h、中国电力 2016 年至今股价涨跌幅 (前复权, %)



资料来源: wind, 华源证券研究所

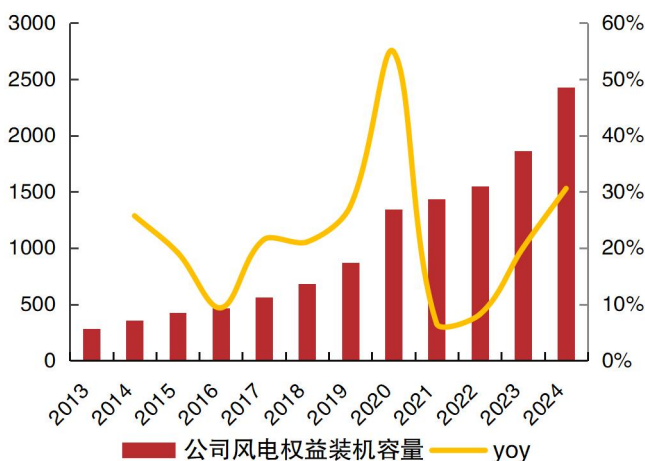
2. 新能源板块拟分拆上市 运营能力久经考验

2.1. 最早转型的火电公司 新能源运营能力有目共睹

公司新能源发展历史悠久，2024 年底可再生能源权益装机占比已接近 50%。公司为我国率先开展装机清洁化转型的煤电企业，正式切入新能源运营领域的时间最早可追溯至 2006 年（收购汕头 24MW 丹南风电项目）。从“十三五”后期开始，公司将发展重心全面转向新能源，双碳战略提出后，公司于 2021 年初宣布“十四五”计划新建 40GW 新能源装机。

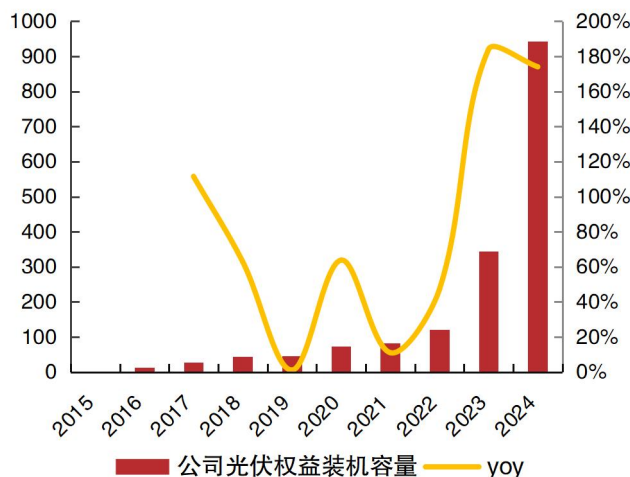
截至 2024 年底，公司可再生能源并网权益装机合计 3418.8 万千瓦，占比达到 47.2%，较 2023 年底上升 6 个百分点。其中，风电并网权益装机 2431.3 万千瓦，在建管理装机 985.6 万千瓦；光伏并网权益装机 943.3 万千瓦，在建管理装机 886.1 万千瓦。

图表 6：公司历年风电权益装机容量情况（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：公司历年光伏权益装机容量情况（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

从地域分布来看，在新能源补贴时代，我国将风能划分为 4 类资源区，其中 I、II、III 类资源区主要位于三北地区（东北、西北、华北）；IV 类资源区位于中东部地区。

我国早期绝大部分电力央企将开发重点放在前三类资源区，一线龙头中只有华润电力将开发重点放在 IV 类资源区。在平价时代，公司新增装机布局相对均衡，但是从 2023 年底存量在运机组布局来看，华润电力前五大分布省份为河南、山东、湖北、内蒙古和广东，除内蒙古外均为 IV 类资源区，与龙源电力、三峡能源、大唐新能源等央企形成鲜明的错位竞争。

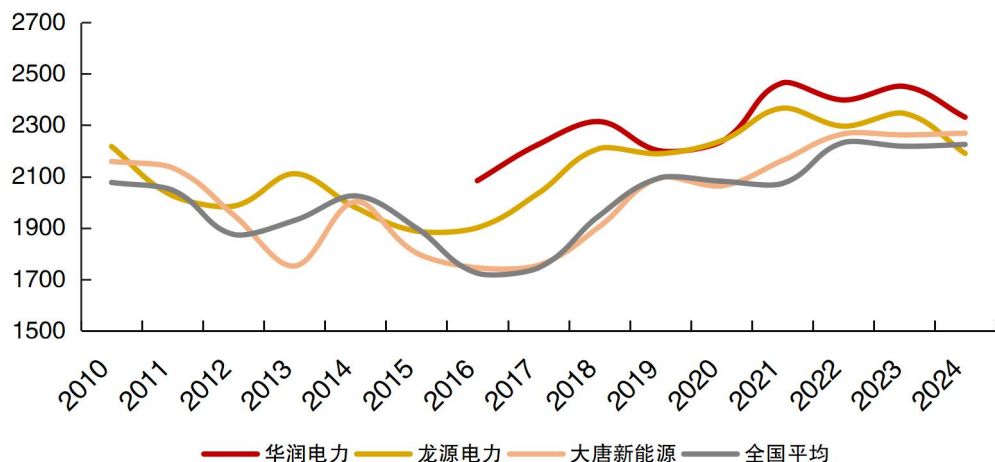
图表 8：华润电力、龙源电力和三峡能源 2023 年底装机布局情况（三峡能源用发电量代替）

华润电力权益装机 (MW)			龙源电力控股装机 (MW)		三峡能源发电量 (亿千瓦时)		
	风电	光伏		风电		风电	光伏
河南	2488	36	内蒙古	3034	福建	29.21	0.18
山东	2221	27	江苏海上	2192	广东	42.80	1.91
湖北	1965	1029	甘肃	1841	内蒙古	59.82	10.94
内蒙古	1692		新疆	1790	青海	8.80	17.31
广东	1528	217	河北	1770	甘肃	18.66	9.28
甘肃	1280	50	黑龙江	1496	陕西	2.06	7.89
山西	1130	100	辽宁	1490	宁夏	11.77	9.97
河北	1047	18	云南	1429	黑龙江	11.83	2.31
宁夏	760	820	山西	1340	吉林	3.84	3.30
辽宁	674	10	江苏陆上	1339	辽宁	10.88	3.10
广西	646	233	福建	1049	云南	24.60	8.17
贵州	620		贵州	1018	广西	3.84	5.43
江苏	458	116	广西	994	河北	14.83	10.00
陕西	419	0	宁夏	975	山西	7.03	14.95
浙江	400	108	吉林	944	江苏	49.22	1.53
安徽	386	33	安徽	834	浙江	0.75	12.90
云南	80	75	陕西	834	安徽	13.51	7.67
湖南	68	6	山东	647	河南	17.36	0.00
黑龙江	50	184	天津	538	江西	0.78	1.10
			湖南	308	新疆	22.48	9.71
			重庆	290	湖南	1.88	0.00
			南非	245	四川	5.40	4.52
			浙江	228	重庆	3.69	2.49
			河南	224	贵州	2.62	
			江西	209	山东	21.92	8.84
			青海	150			
			广东	126			
			加拿大	99			
			海南	99			
			湖北	94			
			乌克兰	77			
			上海	48			
			西藏	8			

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

虽然 IV 类资源区整体风况逊于前三类资源区，但是我国幅员辽阔，IV 类资源区亦存在极佳的风电选址，公司的前瞻性判断使得公司可以优中选优，叠加更强的运营能力以及更低的弃风率，华润电力近年来风电利用小时显著高于全国平均水平，也高于装机布局主要位于三北地区的同类企业，体现出公司深厚的市场化基因带来的长期影响。

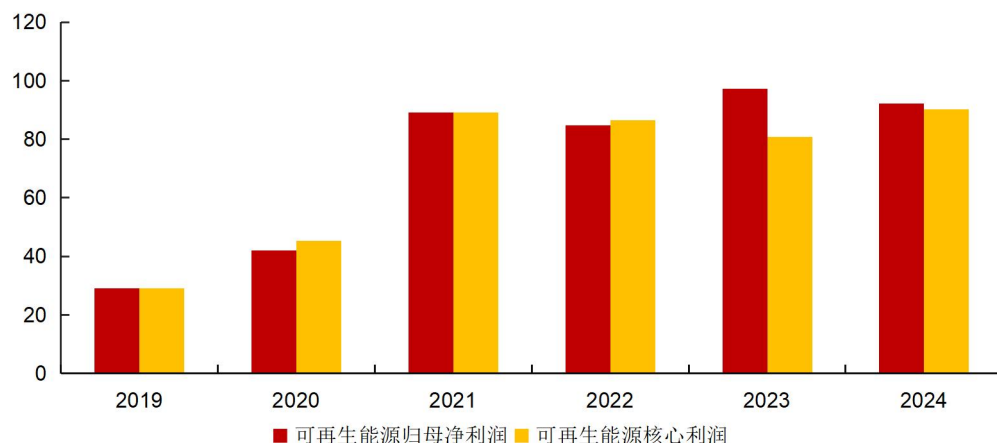
图表 9：华润电力、龙源电力和大唐新能源风电利用小时数情况



资料来源：各公司公告，中电联，华源证券研究所

凭借更高的电价和更高的利用小时数，公司获得了远超绿电龙头的单位装机盈利能力。2024 年公司可再生能源板块实现归母净利润 92.28 亿港元，核心利润 90.29 亿港元。相比之下，新能源装机容量更大的龙源电力 2024 年归母净利润为 63.45 亿元人民币，三峡能源 2024 年归母净利润为 61.1 亿元人民币。

图表 10：华润电力历年可再生能源归母净利润与核心利润（亿港元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

补贴拖欠背景下，公司存量机组单位装机现金流也显著优于行业均值。我国新能源带补贴的项目上网电价分两笔结算，当地煤电基准电价以内的部分由电网实时结算（实际有一定的市场化折价），煤电基准电价以上的部分（即补贴部分）通过可再生能源基金发放，“十三五”中后期开始补贴拖欠日益严重。因此，在补贴拖欠背景下，真正决定单位装机现金流的为所在省份煤电基准电价。公司新能源存量机组多位于煤电基准电价整体更高的华南和华中省份，即便在 IV 类资源区内部也处于较高水平，单位装机现金流也显著优于行业均值。

从应收款项净增加额来看，华润电力 2024 年应收款项仅增加约 17.5 亿港元，远少于同类公司；2021 年以来应收款项增长趋势也显著放缓（由于华润电力拥有大量火电业务，火电业务存在日常周转款项，因此下表绝对值对比意义较小，主要观察增长趋势）。

图表 11：主要新能源运营商应收款项情况（单位亿元，华润电力为港币，其他为人民币）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
华润电力	151.1	165.0	180.8	205.3	317.4	383.9	359.4	408.9	426.4
龙源电力	58.37	70.49	107.97	163.63	216.02	270.7	276.43	357.23	434.3
三峡能源	41.82	51.20	73.19	98.18	123.62	189.70	270.07	367.18	447.9
大唐新能源	31.3	60.3	85.3	106.6	147.4	201.5	162.0	196.3	233.1

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

2.2. 拟分拆新能源板块回 A 股上市 有望带动价值重估

2025 年 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。长期以来，港股新能源运营商估值显著低于 A 股，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。

综合来看，我们分析港股新能源运营商深度折价来自几个大的叙事差异：

2020 年 9 月我国提出双碳战略以来，A+H 股整个新能源产业链迎来一轮波澜壮阔的行情。然而时过境迁，短短几年时间里，新能源产业链即出现大幅回撤，但是相比之下，港股估值回撤显著大于 A 股。从底层需求来看，在双碳战略下，新能源装机规模一再超预期，但是高涨的装机并未带来利润的同步提升，新能源的电价、利用率以及收益率同步承压。

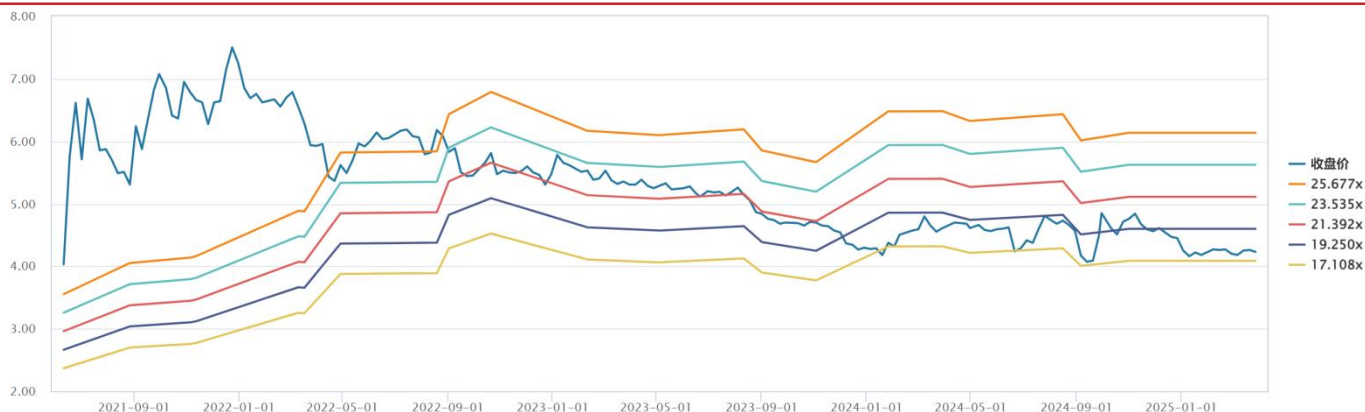
新能源收益率不及预期是多方面因素耦合的结果，包括但不限于电源电网建设进度不一导致的消纳问题、电-碳市场建设不同步阻碍绿电环境价值释放、央地博弈与非市场化干预电价等。从股价层面，受新能源电价持续下行且未来预期不稳定的影响，2022-2024 年主要新能源运营商股价走势均大幅弱于申万电力行业指数。

然而，从新型电力系统可持续发展的视角来看，我们认为当前新能源困境的根源是机制缺位，或者说电力体制改革不同步带来的。从建设全国统一电力市场的视角来看，央地博弈不利于电力要素在全国的最优配置，不利于新能源行业行稳致远。至少在 A 股投资者看来，新能源运营商当前的困境只是阶段性现象，新能源作为我国双碳战略最重要一环，毫无疑问其发展可持续非常重要。

另一个压制估值的重要因素是可再生能源补贴拖欠，A 股投资者对补贴回收显著更有信心。截至目前，第二批补贴核查正在持续推进，补贴核查有助于确定存量项目补贴资金规模，并陆续兑现合规项目历史拖欠补贴。

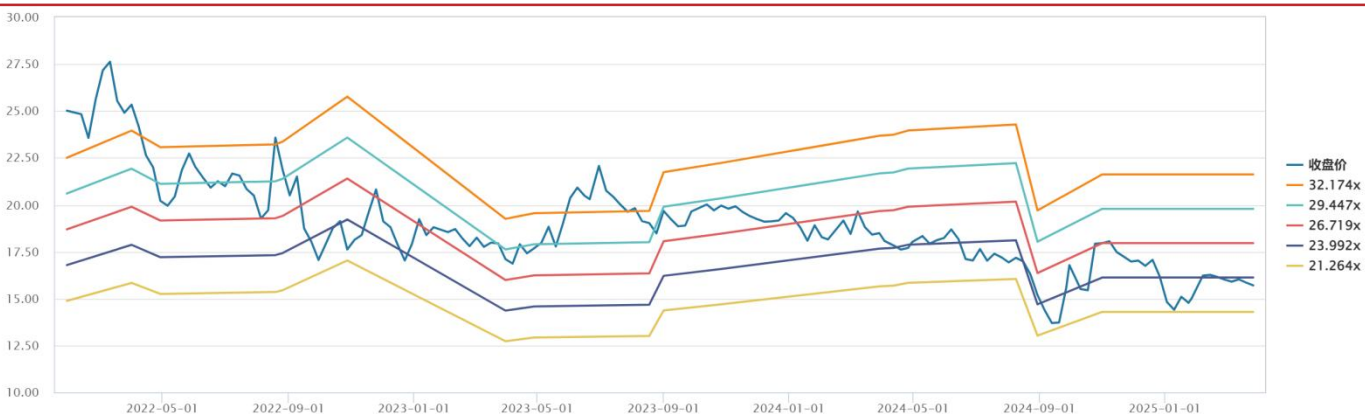
从三峡能源和龙源电力 A 股的 PE 走势来看，两者 2024 年以来 PE（TTM）整体稳定，其中三峡能源保持在 17 倍以上，龙源电力 A 股保持在 20 倍以上，均远超港股同类公司。如果参照三峡能源估值，**以华润电力 2024 年可再生能源板块核心利润 90.29 亿港币计算，回 A 股上市后可再生能源板块估值有望超过 1500 亿港币，远超当前华润电力港股市值。**

图表 12: 三峡能源历史 PE band 情况 (TTM PE)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 13: 龙源电力 A 股历史 PE band 情况 (TTM PE)



资料来源: wind, 华源证券研究所

3. 火电：以效益为底蕴 期待机制改革

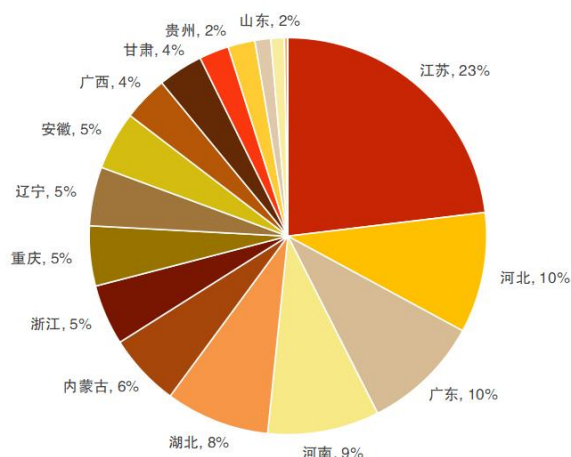
追本溯源，我们认为华润电力资产盈利能力的优秀在于市场化基因更浓、激励措施比较到位，较好发挥电厂主观能动性。

华润集团并非传统电力集团，进入电力行业乃是主动选择，项目投资也可自行决策。上世纪 90 年代，华润集团看重电力行业的发展前景，以外资的名义合资建设江苏徐州彭城电厂，与传统电企不同的是，徐州电厂董事会与管理团队权责分明，实行所有权与经营权分离。

计划电时期注重选址布局，公司煤电资产区位优势显著。即便是在计划用电时期，有别于传统五大电力集团发展电力资产的思路，华润电力的煤电选址也一直具有较强市场化特点，其秉持市场与资源并重的原则，聚焦“三个三角区，三条沿线”（京津唐、长三角、珠三角；京广线、东部沿海线、国家特高压输电沿线）。而在十三五期间煤电供给侧改革，十四五期间严格控制煤电审批，优中选优。因此公司目前在运的火电装机仍以十三五及之前投产的为主，主要位于电价相对较高的沿海发达省份以及部分经济条件相对较好的中部省份。

图表 14：华润电力火电装机情况（兆瓦，2024H1 数据，按装机规模排序）

区域	装机	占比
江苏	12606	23.09%
河北	5360	9.82%
广东	5262	9.64%
河南	4960	9.08%
湖北	4620	8.46%
内蒙古	3240	5.93%
浙江	2690	4.93%
重庆	2665	4.88%
辽宁	2620	4.80%
安徽	2600	4.76%
广西	2000	3.66%
甘肃	2000	3.66%
贵州	1320	2.42%
山东	1200	2.20%
山西	700	1.28%
湖南	600	1.10%
北京	150	0.27%
上海	2.4	0.00%
合计	54596	100%

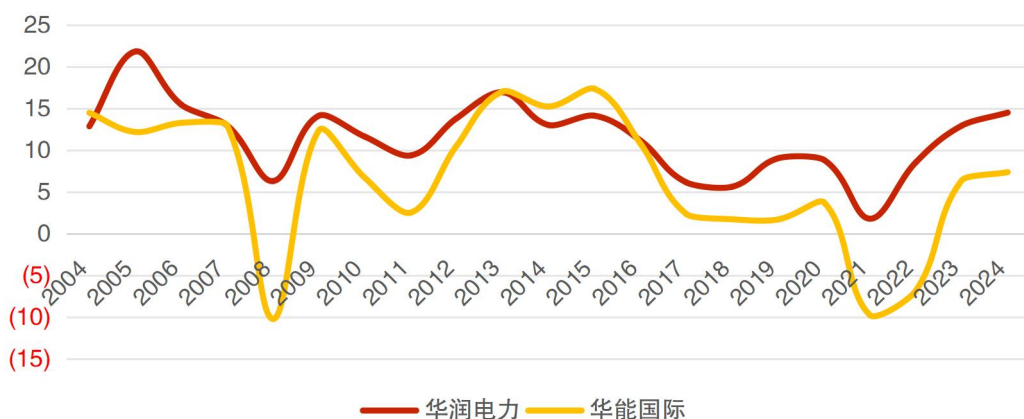


资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：重庆区域数据为根据权益装机数据倒算，可能存在误差

区位选择是一次性决策考验，而电站的经营管理是长久考验。通常来说，只要具备机组控股权，则在该省就享有一定话语权。我们从装机（非权益装机）口径分析，公司火电装机第一大省为江苏，占据 23%；前五大省份装机占比超过 60%。除区位选择，公司较早布置热电联产机组，并持续进行存量机组的热电联产改造，目前已投产火电机组中热电联产占比超过 70%。具备热电联产的火电机组，余温供热可获得额外供热收益。

从结果上看，我们比较以东南沿海地区火电机组较多的华能国际与华润电力摊薄 ROE 情况，在过去 20 年的经营中，华润电力 ROE 长期高于华能国际，并且在 2008 年、2021 年的高煤价极端压力测试下，华润电力未曾出现亏损。

图表 15：2004-2024 年华润电力与华能国际摊薄 ROE 比较 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

传统运营模式下火电盈利要素在于利用小时数、电价与煤价，考虑到短期内利用小时数不会发生较大变化，并且在计划用电时期，电量（利用小时）主要听从电网调度安排，同省

份火电机组利用小时数不会有太大变化。本地火电上网电价通过本地入炉煤价倒算，使得各省火电机组拥有较为合理的回报率，最后一次电价调整发生在 2017 年，可以简单理解为在 2017 年的时候，各省的火电平均回报率水平相差并不大，但省内仍存差异。

我们将同样机组主要位于东部沿海区域的华能国际与华润电力比较，发现**华润电力 2022-2024 年度电利润较华能国际恒定高出 0.032 元/千瓦时**：1) 华润电力火电利用小时数更优，较华能国际高出 300-500 小时。2) 2020-2024 年煤价剧烈波动期间，华润电力的单位燃料成本控制更优，较华能国际波动更小。3) 二者在非煤成本水平相近，非煤成本里面包括财务费用、折旧摊销以及人工成本等。实际上华能国际机组更加老旧，其在财务费用与折旧摊销上占优，但华能国际在 2022-2024 年计提较多减值，拉高非煤成本。

图表 16：华润电力与华能国际火电业务关键财务指标比较（元/千瓦时）

年份	利用小时数		上网电价（含税）		单位燃料成本（不含税）		单位非煤成本（不含税）		度电税前利润	
	华润电力	华能国际	华润电力	华能国际	华润电力	华能国际	华润电力	华能国际	华润电力	华能国际
2020	4489	4059	0.3922	0.4041	0.1907	0.2091	0.1046	-	0.0518	-
2021	4730	4488	0.4109	0.4251	0.3015	0.3164	0.1078	-	-0.0457	-
2022	4731	4228	0.4854	0.4912	0.3359	0.3726	0.1094	0.1097	-0.0158	-0.0476
2023	4688	4388	0.4914	0.4918	0.2933	0.3264	0.1083	0.1076	0.0333	0.0012
2024	4625	4285	0.4676	0.4809	0.2720	0.3003	0.0900	0.1059	0.0518	0.0193

资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：1) 华润电力利润为火电权益口径，华能国际利润为煤电控股口径；2) 华能国际自 2022 年开始披露分电源利润。

进一步分析华润电力与华能国际单 GW 员工数量，发现华润电力单位装机人员较华能国际减少约 30%。人数较少因为华润电力从 0 到 1 自行发展，而华能国际由电力部拆分而来，并且存在大量 90 年代的在运机组。

图表 17：2020-2024 年华润电力与华能国际单 GW 员工人数比较



资料来源：wind，华源证券研究所

2023 年 11 月国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，文件提出容量电价按照回收一定比例固定成本的方式确定，明确由下游用户承担。2024-2025 年多数省份补偿固定成本的 30%，文件格外强调，2026 年起回收固定成本的比例提升至不低于 50%。新能源装机的快速起量与加速入市，都加速推送煤电的定位转型，推动容量电价的回收固定成本的比例提升以及现货市场一次能源成本传导。

我们分析未来煤电的定位将以满足全社会用电高峰负荷为主，而非电量支撑，由此带来煤电商业模式的深刻变化。定位转变仍需相关政策支撑，如果未来燃料成本可以更好地传导，容量电价占到煤电收益的主体，公司业绩稳定性将得到大幅提升，周期属性的弱化有望降低公司未来现金流的折现率，进而提升估值水平。

4. 盈利预测与估值

我们预计 2025–2027 年公司火电机组每年分别投产 700、300、100 万千瓦；风电机组每年分别投产 500、500、500 万千瓦，光伏机组每年分别投产 500、600、700 万千瓦。平均入炉煤价分别下降 7%、1%和 1%。

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 6.8/6.6/6.3 倍（本次分拆上市尚未完成，暂不考虑公司股本变动）。我们选取大唐新能源、龙源电力 H 作为港股绿电可比标的，2025–2027 年平均预测 PE 为 7.3、6.8、6.5 倍；三峡能源和龙源电力 A 作为 A 股绿电可比标的，2025–2027 年平均预测 PE 为 18、17、16 倍；中国电力和华能国际电力股份作为港股火电转型可比公司，2025–2027 年平均 PE 为 8、7、7 倍，均高于公司 PE。综合公司过往优秀业绩，公司有望在新型电力系统建设浪潮中再次发挥优势，维持“买入”评级。

图表 18：可比公司相对估值表（华润电力单位为港币，其余为人民币）

证券代码	简称	收盘价(元/股)	每股收益 (元/股)			PE			PB (If)
		2025/5/28	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
1798.HK	大唐新能源	2.26	0.33	0.36	0.37	6.8	6.3	6.1	0.80
0916.HK	龙源电力	6.70	0.86	0.92	0.98	7.8	7.3	6.8	0.71
	平均值					7.3	6.8	6.5	0.76
600905.SH	三峡能源	4.30	0.25	0.27	0.29	17.2	15.9	14.8	1.38
001289.SZ	龙源电力	16.48	0.86	0.92	0.98	19.2	17.9	16.8	1.83
	平均值					18.2	16.9	15.8	1.60
2380.HK	中国电力	3.20	0.34	0.39	0.42	9.4	8.2	7.6	0.67
0902.HK	华能国际电力股份	4.93	0.79	0.83	0.84	6.2	5.9	5.9	1.13
	平均值					7.8	7.1	6.7	0.90
0836.HK	华润电力	20.15	2.95	3.06	3.21	6.8	6.6	6.3	1.04

资料来源：wind，华源证券研究所。盈利预测来自 wind 一致预期，PB 来自 Wind

5. 风险提示

1) 煤价下行不及预期；目前公司火电业务仍然贡献可观利润，煤价对火电业务盈利能力影响较大，目前市场普遍预期煤价中枢下行。

2) 电价发生不利变化；公用事业行业电价受政策影响较大，目前我国无论是传统能源还是新能源，政策均处于持续迭代期，模型中的电价预测按照现有政策推演。

3) 新能源供给阶段性过剩。目前我国多个省份尤其是三北地区, 新能源装机出现阶段性过剩, 对电价造成较大压力, 未来竞争格局取决于各大电力集团的考核机制优化。

图表 19：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）。