

火电资产优质，新能源发展提速

相关研究：

《新疆、蒙西“136号文”承接方案发布，存量平稳过渡》 2025.06.29

《广东“136号文”征求意见，增量项目保障比例不超过90%》 2025.05.18

《1-3月风光新增7433万千瓦，电网投资延续高增》 2025.04.22

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-4	-8	-55
绝对收益	1	9	-4

注：相对收益与恒生指数相比

分析师：孙菲

证书编号：S0500524010002

Tel: (8621) 50293587

Email: sf06902@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 华润发电业务单元，兼具市场化基因与央企资源优势

公司是中国华润旗舰附属公司。中国华润业务涵盖综合能源、大消费、城市建设运营、大健康、产业金融、科技新兴产业等6大领域，公司借助集团多元化业态优势，通过产业协同开拓新能源发电业务，同时公司市场化基因保障央企背景赋能最大化。

□ 电量增长推动收入增长，火电修复抵消绿电承压

公司主营电力投资、建设、经营与管理。根据公司财报，2024 年公司营业额 1052.84 亿港元，同比增长 1.9%，归母净利润 143.88 亿港元，同比增长 30.8%。公司火电业务受益燃料成本下降，利润贡献大幅增长，可再生能源业务由于电价下行和利用小时下降，核心利润贡献 92.28 亿港元，同比减少 5.1%。截至 2024 年末，公司权益并网装机容量达 72433 兆瓦。

□ 火电资产布局优质区域，运营能力良好

近几年公司通过投资新项目、收购实现火电资产规模增长，并优化火电装机结构，大容量高效能机组占比提升。从区域布局看，公司主要火电资产地处经济增长较快省份或资源丰富地区。根据公司财报，截至 2024 年末，公司华中、华东、华南、华北地区权益装机容量占权益总容量比重为 78.15%；此外为确保煤炭供应，公司战略性选择邻近煤炭资源丰富的山西、陕西或内蒙古等地区。根据公司财报，2025 年内计划投产的煤电权益装机 6093 兆瓦。公司火电资产高效运营。根据公司财报，2024 年公司燃煤电厂满负荷平均利用小时 4625 小时，较 2023 年小幅下降 57 小时但超出全国火电机组平均利用小时 225 小时。

□ 新能源发展加速，分拆上市缓解资金压力

公司借助中国华润多元业态，与集团旗下业务积极合作，开拓新能源业务。根据公司财报，截至 2024 年底公司风光权益装机容量分别为 24313 和 9433 兆瓦，在建管理装机容量分别为 9856 和 8861 兆瓦。从区域布局看，主要在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等消纳较好地区重点布局，在“三北”地区等风光资源富集地区争取开发权。公司近两年加大新能源相关资本开支力度，根据公司财报，2024 年现金资本开支 534.33 亿港元，约 376.52 亿港元用于风光建设。2025 年计划现金资本开支 568 亿港元，预计 420 亿港元用于风光建设，公司计划新增风光装机 10000 兆瓦。2025 年 3 月华润新能源在深交所主板上市申请获受理，高额资本开支背景下分拆华润新能源上市有望缓解资本开支压力，支撑新能源业务高速发展。

□ 煤价中枢下行修复成本，旺季反弹幅度预计有限

根据公司财报，2024 年公司经营成本 856.94 亿港元，同比减少 1.9%。其中，燃料成本 522.36 亿港元，同比减少 4.2%，推动公司业绩修复。根据 Wind，2025 年上半年动力煤价中枢进一步下行，7 月以来伴随迎峰度夏来临，煤炭库存下行，截至 2025 年 7 月 24 日，秦皇岛港煤炭库存量已处于历史同期正常水平。短期看，预计动力煤价逐渐触底；展望下半年，迎峰度夏期间动力煤需求支撑强，或将推动动力煤价阶段性反弹，考虑到

新能源装机持续增长，对火电造成挤兑，影响电煤需求，预计动力煤反弹幅度有限，公司全年成本端仍有望修复。

□ 盈利预测与投资建议

公司为华润集团发电业务平台，兼具市场化基因与央企资源协同优势。2025 年为“十四五”收官之年，公司新能源业务发展提速，若华润新能源分拆上市成功，将进一步支撑公司新能源业务发展。预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 151.08/158.29/165.68 亿港元，同比增速 5.00%/4.77%/4.67%。截至 7 月 25 日收盘，公司股价对应 PE 6.77/6.46/6.17 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

市场电价下跌超出预期风险；新能源装机进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；资产减值的风险；行业需求不及预期的风险；燃料成本波动的风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	105,284	113,537	121,453	125,045
同比（%）	1.89	7.84	6.97	2.96
归母净利润（百万港元）	14,388	15,108	15,829	16,568
同比（%）	30.77	5.00	4.77	4.67
毛利率（%）	20.10	19.57	19.37	19.56
净利率（%）	15.18	14.78	14.47	14.71
ROE（%）	14.51	14.32	14.10	13.89
每股收益（摊薄/港元）	2.78	2.92	3.06	3.20
P/E（倍）	7.11	6.77	6.46	6.17
P/B（倍）	1.03	0.97	0.91	0.86

资料来源：ifind、湘财证券研究所

正文目录

1 华润发电业务单元，兼具市场化基因与央企资源优势.....	1
2 电量增长推动收入增长，火电修复抵消绿电承压.....	4
3 火电资产布局优质区域，运营能力良好.....	6
4 新能源发展加速，分拆上市缓解资金压力.....	11
5 煤价中枢下行修复成本，旺季反弹幅度预计有限.....	15
6 盈利预测与投资建议.....	18
6.1 盈利预测.....	18
6.2 投资建议.....	19
7 风险提示.....	20

图表目录

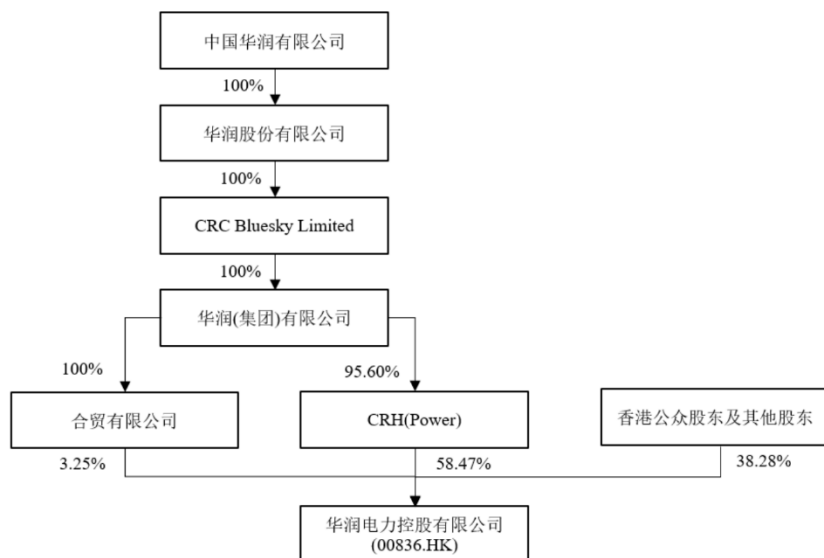
图 1 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	1
图 2 公司权益并网装机容量.....	4
图 3 公司权益并网装机类型.....	4
图 4 公司电力机组区域结构.....	4
图 5 公司可再生能源装机占比.....	4
图 6 公司电力资产区域布局（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	5
图 7 公司营业额及增速.....	6
图 8 公司归母净利润及增速.....	6
图 9 公司火电收入及增速.....	7
图 10 公司火电权益装机及增速.....	7
图 11 公司火电上网电量及增速.....	7
图 12 公司火电上网电价.....	7
图 13 煤电综合电价构成变化.....	8
图 14 辅助服务类型.....	10
图 15 全国辅助服务费用（亿元，左）及占上网电费比重（右）.....	10
图 16 公司可再生能源收入及增速.....	11
图 17 公司可再生能源权益装机及增速.....	11
图 18 公司可再生能源上网电量及增速.....	12
图 19 公司可再生能源上网电价.....	12
图 20 风电月发电量（亿千瓦时，当月）.....	12
图 21 风电月新增装机容量（万千瓦，累计）.....	12
图 22 光伏月发电量（亿千瓦时，当月）.....	13
图 23 光伏发电月新增装机容量（万千瓦，累计）.....	13
图 24 公司燃料成本及增速.....	16
图 25 公司供电煤耗（克/千瓦时）.....	16

图 26 秦皇岛港动力煤(Q5500,山西产)平仓价 (元/吨)	17
图 27 秦皇岛港煤炭库存量 (万吨)	17
图 28 CECI 沿海指数 (元/吨)	17
图 29 样本电厂煤炭库存(左, 万吨)与日耗(右, 万吨)	17
图 30 澳洲纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价 (美元/吨)	18
图 31 印尼产 3800K NAR 煤炭离岸价(美元/吨).....	18
表 1 中国华润产业布局	2
表 2 煤电容量电价机制具体内容.....	9
表 3 省级电网煤电容量电价表 (元/千瓦·年, 含税) (2024~2025 年)	9
表 4 存量新能源项目“136 号文”细则对比.....	13
表 5 增量新能源项目“136 号文”细则对比.....	14
表 6 公司分业务预测 (亿港元)	19

1 华润发电业务单元,兼具市场化基因与央企资源优势

公司成立于 2001 年 8 月 27 日,是中国华润集团旗舰附属公司,是国有大型发电企业之一。

图 1 公司股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日)



资料来源：华润新能源主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）、湘财证券研究所
 注：中国华润直接及通过其全资子公司间接合计持有华润股份 100%股份。华润集团直接及通过其控股子公司合计持有 CRH（Power）95.60%股份

中国华润及其下属公司业务涵盖综合能源、大消费、城市建设运营、大健康、产业金融、科技新兴产业等 6 大领域，下辖 24 个业务单元公司，中国华润通过其直接管理的 24 家业务单元公司对其控制的全部下属企业进行分级管理。其中，华润电力属于综合能源板块，为中国华润下属发电业务单元，主营业务包括火电、水电等常规能源发电业务，以及风电、太阳能发电等新能源发电业务。

央企赋能公司协同优势。公司借助中国华润多元化业态优势，与中国华润旗下业务板块合作，通过产业协同开拓新能源发电业务。如，2022 年凉山州启动新能源资源配套产业竞配工作，华润集团各业务单元发挥专业化及协同优势，由公司在凉山州建设新能源发电项目，同时由华润三九在凉山州建设中医药全产业链项目，双方开展协同。华润新能源（凉山）有限公司再下设七家子公司，其中西昌润九中医药有限公司负责凉山州当地的中医药项目建设，华润新能源（西昌）有限公司、华润风电（木里）有限公司、华润新能源光伏发电（德昌）有限公司、华润新能源光伏发电（木里）有限公司、华润风电（布拖）有限公司、华润风电（宁南）有限公司负责凉山州当地的新能源项目建设。

表 1 中国华润产业布局

业务板块	公司简称	业务单元
综合能源	华润电力	华润电力控股有限公司（00836.HK）（含华润新能源）
	华润燃气	华润燃气控股有限公司（01193.HK）
大消费	华润啤酒	华润啤酒（控股）有限公司（00291.HK）
	华润万家	华润万家（控股）有限公司
	华润饮料	华润饮料（控股）有限公司（02460.HK）
	华润五丰	华润五丰有限公司
	华润置地	华润置地有限公司（01109.HK）
城市建设运营	华润建材科技	华润建材科技控股有限公司（01313.HK）
	华润隆地	华润隆地有限公司
大健康	华润医药	华润医药集团有限公司（03320.HK）
	华润医药商业	华润医药商业集团有限公司
	华润三九	华润三九医药股份有限公司（000999.SZ）
	华润双鹤	华润双鹤药业股份有限公司（600062.SH）
	华润江中	华润江中制药集团有限责任公司 （截至 2024 年末，持有江中药业（600750.SH）43.10%股份）
	华润健康	华润健康集团有限公司
产业金融	华润金控	华润金融控股有限公司
	华润银行	珠海华润银行股份有限公司
	华润信托	华润深国投信托有限公司
	华润资产	华润资产管理有限公司
科技及新兴产业	华润创业	华润创业有限公司
	华润微	华润微电子有限公司（688396.SH）
	华润材料	华润化学材料科技股份有限公司（301090.SZ）
	华润数科	华润数科控股有限公司
	华润服务	华润现代服务（深圳）有限公司

资料来源：华润新能源主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）、湘财证券研究所

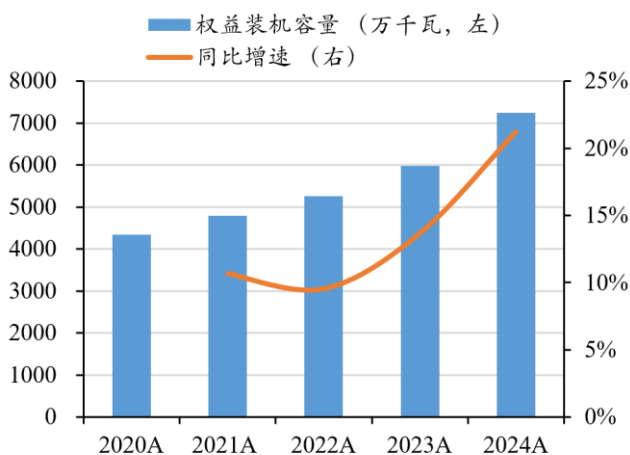
华润电力成立于 2001 年，市场化基因保障央企背景赋能最大化。我们复盘公司发展历程，无论是新兴技术尝试还是管理体制改革公司均走在时代前列，推动集团在国家电力规划版图中占据一定市场份额。

- 2000 年华润集团涉足电力领域。1993 年 11 月，彭城电厂一期工程开工报告获国家批准；1994 年 3 月，华润集团举行中外合资徐州华润电力有限公司合同签字仪式，是中国首个自主建设、自主管理、自主经营的电力项目；1994 年 5 月，彭城电厂具备开工条件，1996 年 9 月首台机组投产。
- 2001 至 2011 年华润电力通过收购实现机组规模快速扩大和涉足风电领域。2001 年 8 月，华润集团在香港注册成立华润电力控股有限公司；2002 年通过三次重大收购（温州特鲁莱电厂、湖北蒲圻电厂、广东沙角 C 电厂），资产和规模迅速扩大；2003 年 11 月公司在香港联交所主板上市；2006 年 4 月收购广东汕头丹南风电项目部分股权，拥有第一个风电场；2007 年 9 月首个水电项目——云南华润电力（红河）有限公司 3 台机组投产；2009 年 7 月湖南分公司成立，区域公司改革迈出第一步。
- 2012 至 2016 年华润电力实施多轮管理架构改革。2012 年 4 月按照“总部做强、区域做实、项目做精”的总体原则，实施“总部+事业部”矩阵式管控变革；2015 年 11 月成立华润电力（广东）销售有限公司，进入售电领域；2016 年 5 月实施“总部+大区+项目公司”三级矩阵式管控变革。
- 2017 至 2020 年华润电力布局信息化、低碳化。2017 年 11 月首个综合能源示范项目——福耀智慧能源平台上线；2017 年 12 月收购英国 Dudgeon 海上风电项目；2018 年 7 月创立售电与综合能源服务“灵犀”品牌；2019 年 12 月国内首个海风项目苍南 1 号项目获得核准；2019 年 5 月基于超超临界火电厂的多线程、多技术的二氧化碳捕集技术（CCUS）测试平台投产；2020 年 12 月全球最大污泥耦合掺烧全量处置工程投产；
- 2021 年以来华润电力新能源转型加速。2022 年参与重庆能源集团重整，为“外电入渝”奠定基础；2023 年 1 月海风项目苍南 1 号全容量并网；2024 年新疆业务加速发展，天山北麓新能源基地风光项目动工。

2 电量增长推动收入增长，火电修复抵消绿电承压

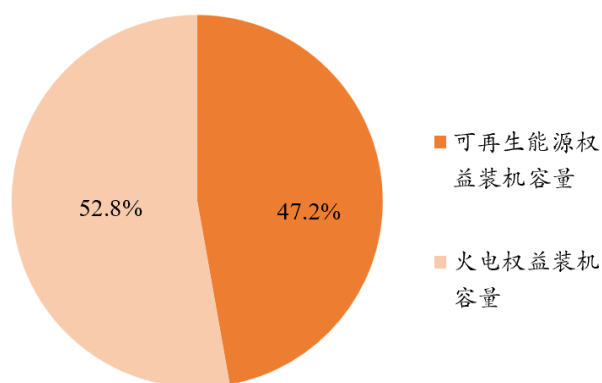
公司主营为电力投资、建设、经营与管理，公司核心业务包括火力发电（包括燃煤发电及燃气发电）、可再生能源（包括风力发电、光伏发电及水力发电）两大分部。根据公司财报，截至2024年12月31日，公司管理并网装机容量合计为82441兆瓦，权益并网装机容量合计为72433兆瓦。其中，火力发电权益并网装机容量为38245兆瓦，风电、光伏及水电发电项目权益并网装机容量合共34188兆瓦。

图2 公司权益并网装机容量



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

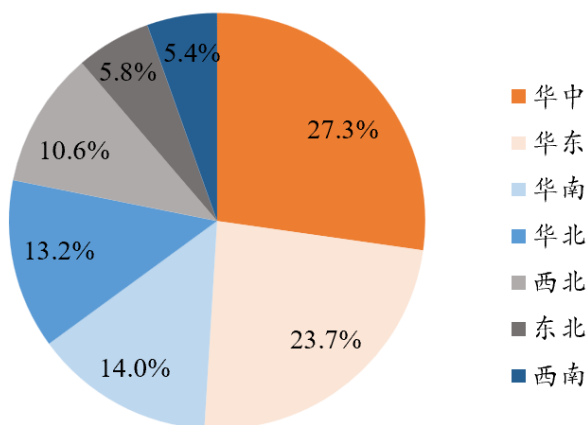
图3 公司权益并网装机类型



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

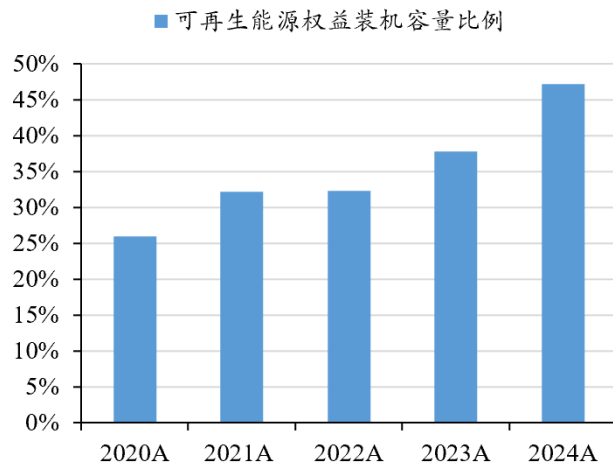
2023年以来伴随公司新能源转型加速，公司可再生能源装机容量这两年大幅增长。根据公司财报，2024年公司可再生能源权益装机容量增长至34188兆瓦，占公司权益装机总容量的比重为47.2%。

图4 公司电力机组区域结构



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

图5 公司可再生能源装机占比



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

图 6 公司电力资产区域布局（截至 2024 年 12 月 31 日）

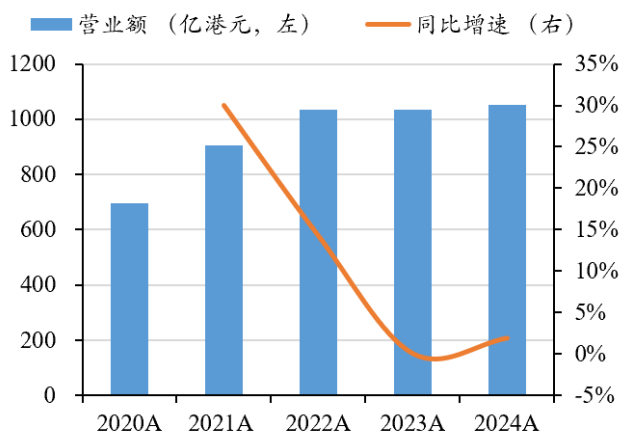


资料来源：公司财报、湘财证券研究所

根据公司财报，2024 年，华润电力营业额为 1052.84 亿港元，同比增加 1.9%。2024 年公司售电量 207637 吉瓦时，同比增长 7.4%。分业务来看，火电厂售电量同比增长 4.0%，风电场和光伏电站的售电量分别同比增长 10.5% 和 141.5%。2024 年，公司附属风电场平均利用小时为 2331 小时，较 2023 年下降 120 小时，降幅 4.9%，超出全国风电机组平均利用小时 204 小时；附属光伏电站平均利用小时为 1415 小时，较 2023 年下降 65 小时，降幅 4.4%，超出全国光伏发电机组平均利用小时 204 小时。

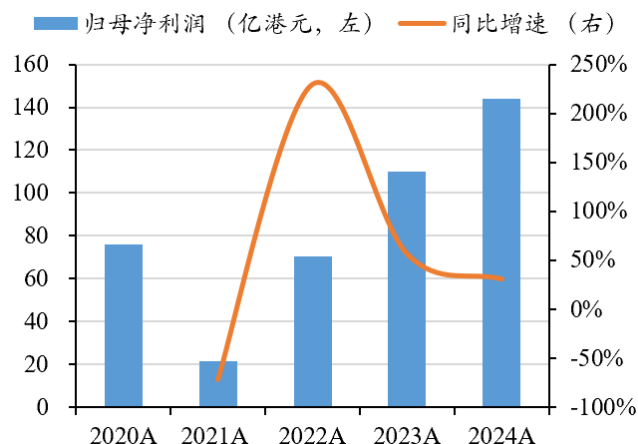
根据公司财报，2024 年公司归母净利润达 143.88 亿港元，同比增长 30.8%。公司火电业务受益燃料成本下降，利润贡献大幅增长，可再生能源业务由于电价下行和利用小时下降，核心利润贡献为 92.28 亿港元，同比减少 5.1%。

图 7 公司营业额及增速



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

图 8 公司归母净利润及增速



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

3 火电资产布局优质区域，运营能力良好

华润电力投资为公司在境内发电业务平台，集中了公司的主要火电资产。近几年公司通过投资新项目、收购等方式，实现了火电资产规模增长。截至 2024 年 12 月 31 日，公司火电资产广泛分布在江苏、广东、河南、河北等十几个省份。

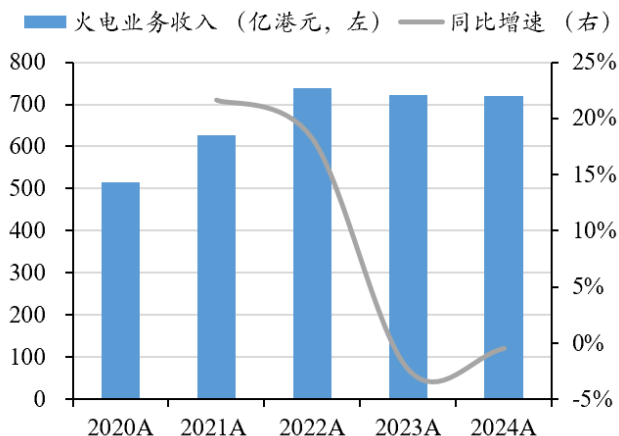
近年来公司持续优化火电装机结构，大容量高效能的火电机组占比持续提升。根据《华润电力投资 2025 年度第三期中期票据募集说明书》，从装机结构看，截至 2024 年 12 月 31 日，华润电力投资参控股装机容量 3788.58 万千瓦，权益装机容量 2573 万千瓦，其中 60 万千瓦级及以上机组的权益装机容量 1677.8 万千瓦，占华润电力投资权益装机容量的比例为 65.21%；30 万千瓦级及以上机组的权益装机容量 826.10 万千瓦，占华润电力投资权益装机容量的比例为 32.11%。从环保改造看，近年来华润电力投资加大环保投资和环境技术开发，提升清洁生产能，开展脱硫设施增容改造，推进除尘改造，大力开展煤电机组超低排放改造，污染物减排能力有效提高，截至 2024 年 12 月 31 日已投运煤电机组脱硫、脱硝装置安装率达到 100%，均获得脱硫、脱硝、除尘环保电价，超低排放机组容量占燃煤机组总容量达到 100%。

从区域布局来看，公司主要火电资产地处经济增长较快省份或资源丰富地区。根据公司财报，截至 2024 年 12 月 31 日，公司在华中、华东、华南、华北地区的权益装机容量分别为 19738、17184、10128、9560 兆瓦，占公司权益装机总容量的比重合计为 78.15%；另一方面，为确保煤炭供应，降低燃料成本，公司火电资产布局战略性选择位于或邻近煤炭资源丰富的山西、陕西或

内蒙古等地区。

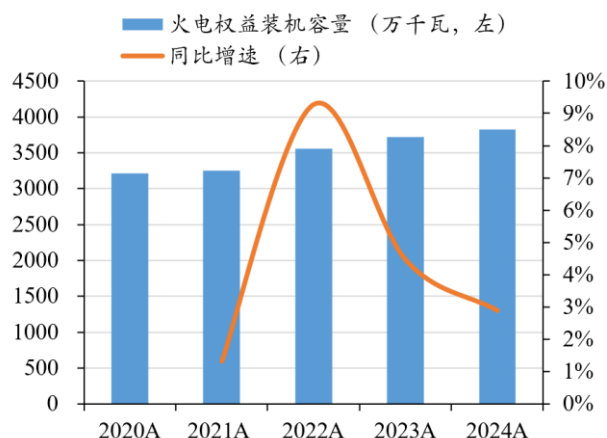
从在建项目看，根据公司财报，2025 年内计划投产的燃煤发电机组权益装机容量共 6093 兆瓦，包括广东云浮电厂一台机组、湖北电厂三期两台机组、温州电厂二期两台机组、海丰电厂二期两台机组及重能哈密电厂两台机组。

图 9 公司火电收入及增速



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

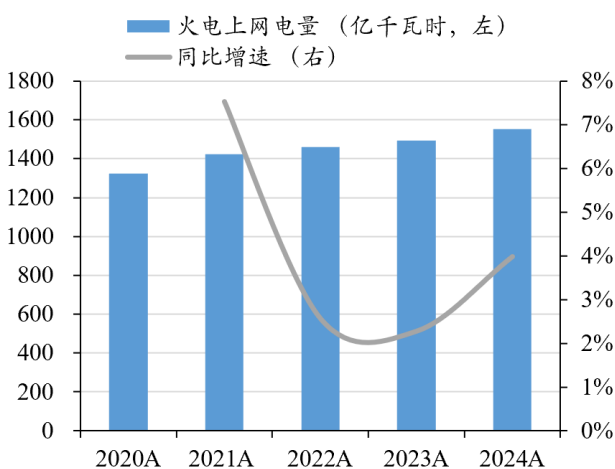
图 10 公司火电权益装机及增速



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

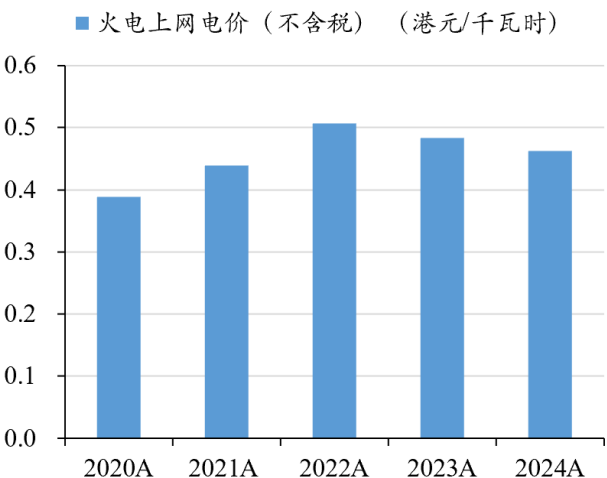
公司火电资产运营高效。公司依托长期开发和运营电厂的丰富经验，制定开发和营运电厂考核指标体系，提高业务经营效率。根据公司财报，2024 年公司附属燃煤电厂满负荷平均利用小时为 4625 小时，较 2023 年小幅下降 57 小时，降幅为 1.2%，但超出全国火电机组平均利用小时 225 小时。成本端，公司生产经营中采取多项措施控制燃料成本，华润电力统一管理燃料，在全国范围内调配资源，发挥价格谈判和运输能力调配的优势，减少中间供应商。

图 11 公司火电上网电量及增速



资料来源：公司售电量公告、湘财证券研究所

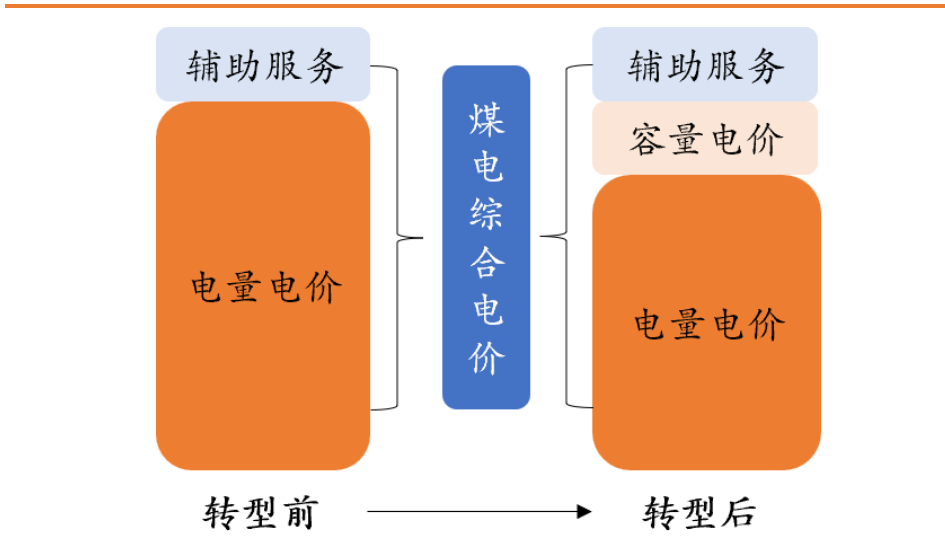
图 12 公司火电上网电价



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

从行业层面看，近两年电改推动煤电价格新机制形成，火电资产价值有望迎来重估。电力系统转型导致煤电等传统电源为新能源让位，传统电源盈利保障不足会导致煤电投资热情下降，但新能源发展依赖支撑性调节性电源建设。为推动支撑调节性电源建设，促进新能源并网消纳，政策端针对各类调节电源建立回报机制。2024 年国家能源局一季度新闻发布会提出“目前初步形成了容量电价回收固定成本、电量电价回收变动成本、辅助服务回收调节成本的煤电价格新机制”。未来在新型电力系统中，煤电资产价值体现将不仅仅局限于为电力用户提供电量，还包括为整个电力系统平衡稳定运行提供的调节价值。

图 13 煤电综合电价构成变化



资料来源：国家发改委、湘财证券研究所

煤电容量电价施行稳定火电项目投资收益预期，提升火电企业盈利稳定性。2023 年 11 月，国家发改委、能源局印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》（自 2024 年 1 月 1 日起正式实施），将现行煤电单一制电价调整为两部制电价。其中，电量电价由市场交易形成，反映电力供需、燃料成本等；容量电价根据转型进度等情况确定并逐步调整，体现煤电支撑调节价值，确保煤电行业健康运行。煤电容量电价相当于给予煤电机组补贴，不同于新能源补贴的是，煤电容量电费纳入系统运行费用，由工商业用户每月按当月用电量比例分摊，电网按月结算，不会形成大额长期应收账款。

表 2 煤电容量电价机制具体内容

内容	主要内容
实施范围	煤电容量电价机制适用于合规在运的公用煤电机组。燃煤自备电厂、不符合国家规划的煤电机组，以及不满足国家对于能耗、环保和灵活调节能力等要求的煤电机组，不执行容量电价机制，具体由国家能源局另行明确。
容量电价确定	煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。其中，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为 h 每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024~2025 年多数地方为 30% 左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50% 左右（各省级电网煤电容量电价水平具体见附件）。2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%。
容量电费分摊	根据当地煤电容量电价和机组申报的最大出力确定，煤电机组分月申报，电网企业按月结算。新建煤电机组自投运次月起执行煤电容量电价机制。各地煤电容量电费纳入系统运行费用，每月由工商业用户按当月用电量比例分摊，由电网企业按月发布、滚动清算。对纳入受电省份电力电量平衡的跨省跨区外送煤电机组，送受双方应当签订年度及以上中长期合同，明确煤电容量电费分摊比例和履约责任等内容。对未纳入受电省份电力电量平衡的跨省跨区外送煤电机组，由送电省份承担其容量电费。
容量电费考核	正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令（跨省跨区送电按合同约定，下同）提供申报最大出力的，月内发生两次扣减当月容量电费的 10%，发生三次扣减 50%，发生四次及以上扣 100%。对自然年内月容量电费全部扣减累计发生三次的煤电机组，取消获取容量电费资格。

资料来源：国家发改委、湘财证券研究所

表 3 省级电网煤电容量电价表（元/千瓦·年，含税）（2024~2025 年）

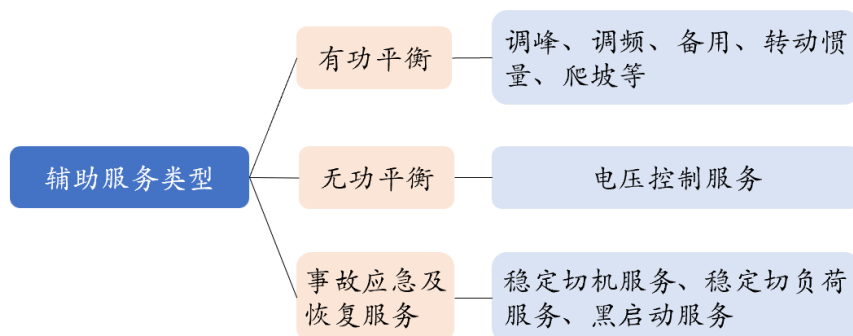
省级电网	容量电价	省级电网	容量电价	省级电网	容量电价	省级电网	容量电价
北京	100	吉林	100	湖北	100	深圳	100
天津	100	黑龙江	100	湖南	165	广东	100
冀北	100	上海	100	重庆	165	云南	165
河北	100	江苏	100	四川	165	海南	100
山西	100	浙江	100	陕西	100	贵州	100
山东	100	安徽	100	新疆	100	广西	165
蒙西	100	福建	100	青海	165		
蒙东	100	江西	100	宁夏	100		
辽宁	100	河南	165	甘肃	100		

资料来源：国家发改委、湘财证券研究所

注：2026 年起云南、四川等煤电转型较快的地方通过容量电价回收煤电固定成本比例原则上提至不低于 70%，其他地方提至不低于 50%。

根据 2021 年 12 月国家能源局印发的《电力辅助服务管理办法》，电力辅助服务是指由发电侧并网主体、储能以及能响应电力调度指令的可调节负荷提供的服务。发电侧并网主体在基本辅助服务之外所提供的辅助服务，通过固定补偿方式提供。

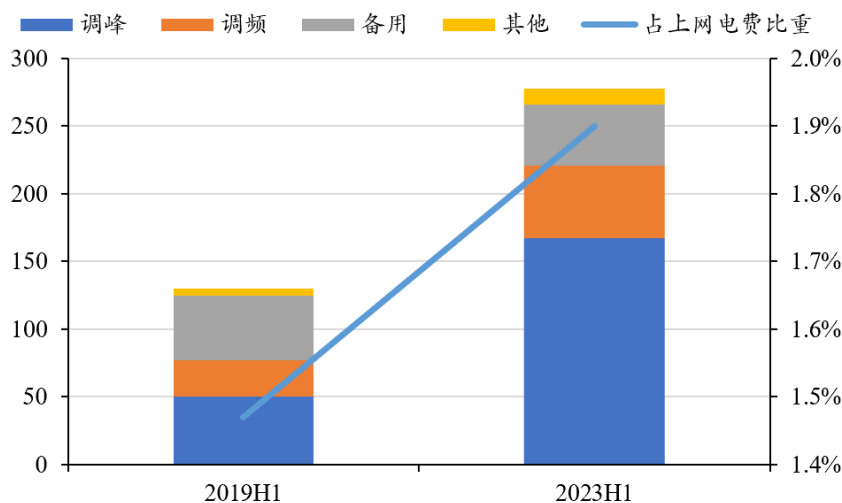
图 14 辅助服务类型



资料来源：国家发改委、湘财证券研究所

全国辅助服务费用主要来自调峰，其次为调频和备用，其中调峰和调频费用近几年快速增长。根据国家能源局，截至 2023 年 6 月底，全国发电装机容量 27.1 亿千瓦，参与辅助服务的装机约 20 亿千瓦。2023H1 全国电力辅助服务费用约 278 亿元，较 2019 年同期上升 114%，占上网电费比重 1.9%，较 2019 年同期上升 0.43pct。从结构上看，市场化补偿费用 204 亿元，占比 73.4%；固定补偿费用 74 亿元，占比 26.6%。从类型上看，调峰补偿 167 亿元，占比 60.0%；调频补偿 54 亿元，占比 19.4%；备用补偿 45 亿元，占比 16.2%。从主体看，火电企业获得补偿 254 亿元，占比 91.4%，是辅助服务主力。

图 15 全国辅助服务费用（亿元，左）及占上网电费比重（右）



资料来源：国家能源局、湘财证券研究所

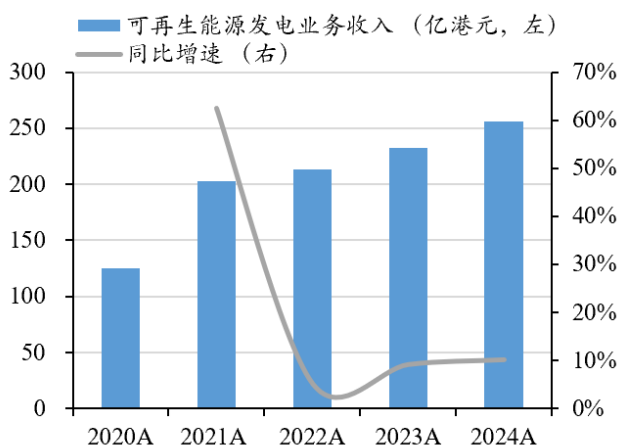
4 新能源发展加速，分拆上市缓解资金压力

从公司发展战略来看，在中国能源行业向非化石能源转型的趋势不变情况下，华润电力围绕绿色低碳转型和可持续发展的关键主题，优化健强清洁高效发电、综合能源服务、能源科技创新三大业务能力，向世界一流的清洁能源企业发展。公司借助中国华润的多元化业态优势，与中国华润旗下业务板块积极合作，通过产业协同全力开拓新能源发电业务。公司围绕国家“双碳”战略，加快提升新能源发电装机规模，持续强化运营管理能力。根据公司财报，截至2024年底，公司风电权益并网装机容量24313兆瓦，在建管理装机容量9856兆瓦；光伏权益并网装机容量9433兆瓦，在建管理装机容量8861兆瓦。

从区域布局来看，公司新能源发电资产在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等电力消纳条件较好地区重点布局，并在“三北”地区等风光资源富集地区努力争取风力发电、太阳能发电项目的开发权，储备优质项目资源。由于中、东部和南部地区的风光项目建设制约因素较多，根据公司财报，2024年公司新并网新能源项目装机容量为7788兆瓦，其中风电为3646兆瓦、光伏为4142兆瓦。2024年，公司获得可再生能源开发建设指标13584兆瓦，其中风电7652兆瓦、光伏5932兆瓦（包括分布式光伏411兆瓦）。

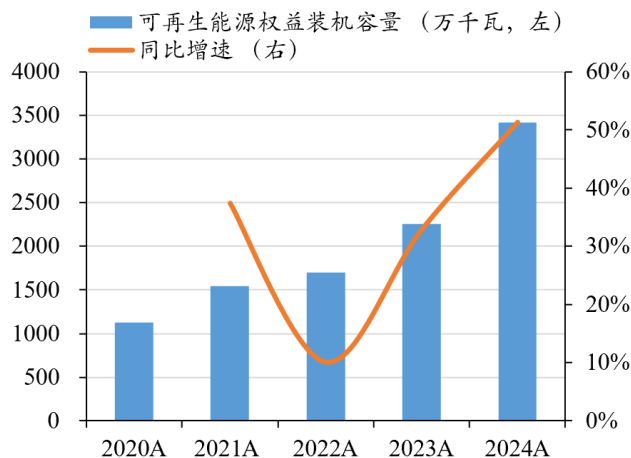
公司近两年加大新能源相关资本开支力度。根据公司财报，2024年，公司的现金资本开支约534.33亿港元，其中约376.52亿港元用于风电场及光伏电站的建设，约97.99亿港元用于火电机组的建设，约14.45亿港元用于已运营发电机组的技术改造，约8.95亿港元用于支付内蒙古煤电一体化项目煤矿尾款，约36.42亿港元用于综合能源及其他项目的建设。

图 16 公司可再生能源收入及增速

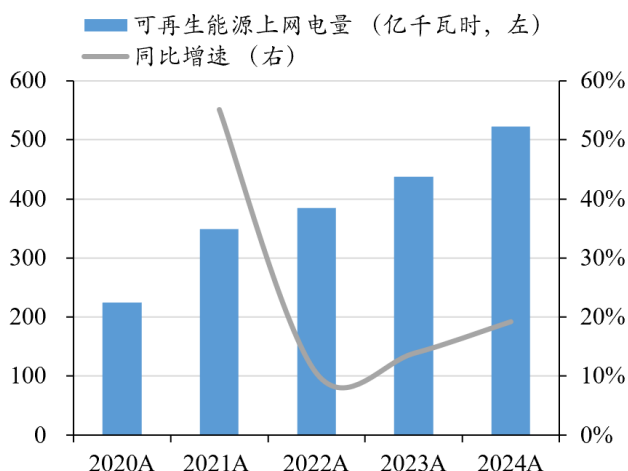


资料来源：公司财报、湘财证券研究所

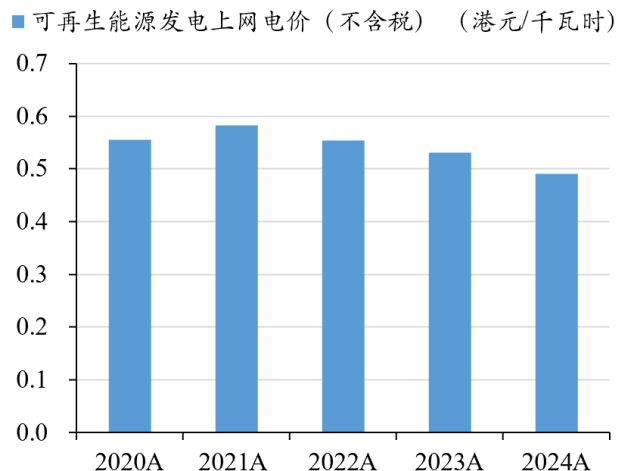
图 17 公司可再生能源权益装机及增速



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

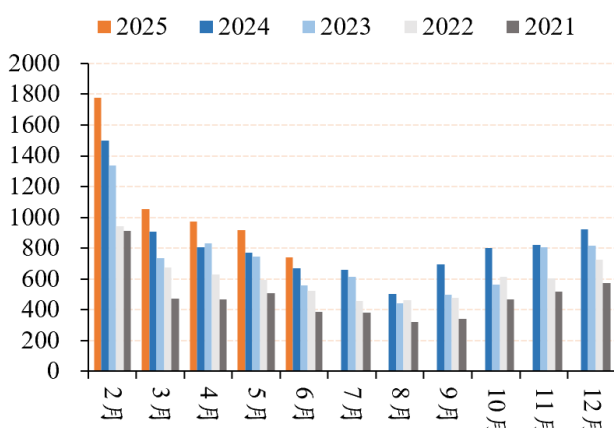
图 18 公司可再生能源上网电量及增速


资料来源：公司售电量公告、湘财证券研究所

图 19 公司可再生能源上网电价


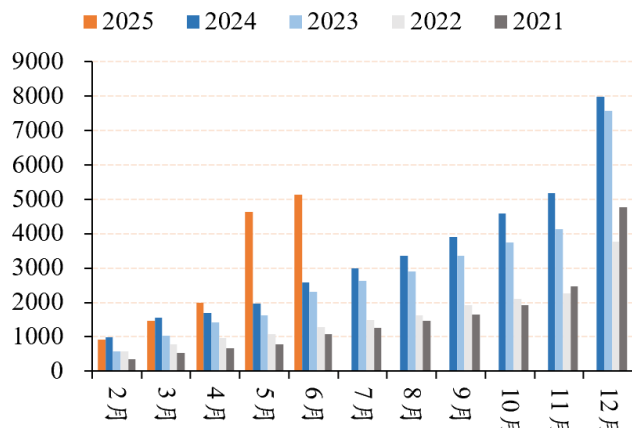
资料来源：公司财报、湘财证券研究所

“136 号文”以 2025 年 6 月 1 日为节点划分存量、增量项目，推动 2025 年上半年风光发电新增装机容量大幅增长。根据 Wind，2025 年 1-5 月，全国规上工业风电新增装机容量为 46.3 吉瓦，同比增长 134.2%，发电量为 4742 亿千瓦时，同比增长 11.1%；光伏发电新增装机容量为 197.9 吉瓦，同比增长 150%，发电量为 2105 亿千瓦时，同比增长 18.3%。受 5 月抢装潮影响，2025 年 6 月风光新增装机有所放缓。预计新能源短期大规模投产、并网对电网造成一定压力，随着消纳问题逐步解决，新能源出力有望进一步释放。

图 20 风电月发电量（亿千瓦时，当月）


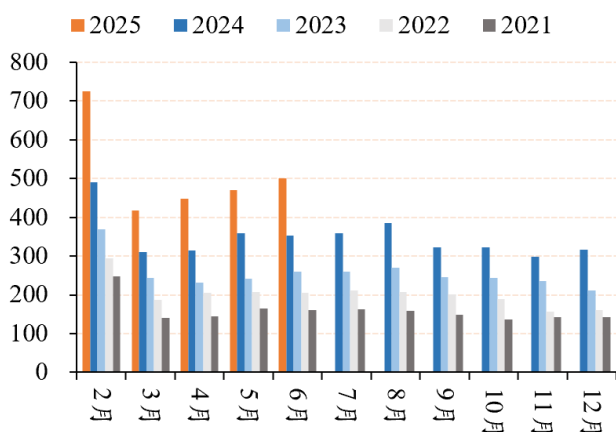
资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：2 月为 1-2 月累计值，其他为单月值

图 21 风电月新增装机容量（万千瓦，累计）


资料来源：Wind、湘财证券研究所

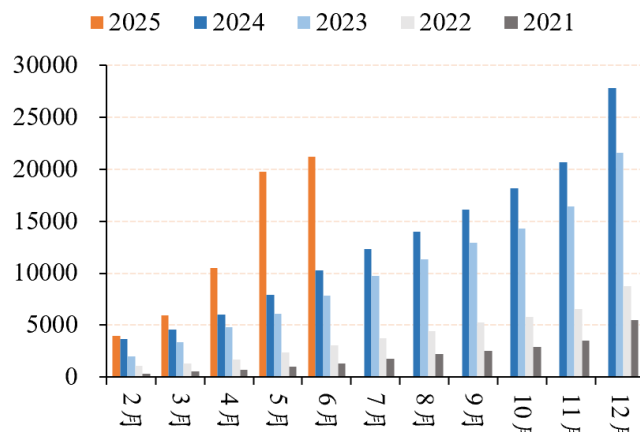
图 22 光伏月发电量（亿千瓦时，当月）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：2 月为 1-2 月累计值，其他为单月值

图 23 光伏发电月新增装机容量（万千瓦，累计）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 月国家相关部门发布“136 号文”后，根据北极星电力网，截至 5 月末，已有部分省份公布承接方案。从方案细则来看，地方承接方案原则基本与国家“136 号文”一致。对于存量项目，山东、蒙东机制电价设置为当地燃煤发电基准价，机制电量比例衔接过去保障性电量相关政策；对于增量项目，山东、广东均明确机制电价需竞价形成，其中山东设置竞价申报充足率下限（2025 年不低于 125%），蒙东 2025 年暂不安排新增纳入机制的电量。在新能源全面开启入市背景下，存量新能源项目有望受益“136 号文”落地，盈利平稳过渡，增量新能源项目未来分化加剧，项目资源优质、造价成本低、交易能力强的绿电企业有望实现更高项目收益率。

表 4 存量新能源项目“136 号文”细则对比

国家	山东	广东	蒙东
机制电价	按现行价格政策执行；不高于当地煤电基准价	煤电基准价 0.3949 元/kwh	煤电基准价 0.3035 元/kwh；当市场环境发生重大变化时，结合市场价格运行实际适时调整机制电价水平
机制电量	各地衔接现行具有保障性质的相关电量规模政策。新能源项目在规模范围内每年自	单个项目机制电量上限参考外省新能源非市场化率，适度优化	分布/散式风光、扶贫光伏等按实际上网电量；带补贴集中式风光和风电供热试点

	主确定执行机制的电量比例、但不高于上年			/特许权，现货市场连续运行前后分别按790/635/1900/1900和380/420/760/720h安排；
执行期限	按现行政策保障期限。光热/已开展竞配的海风按各地现行政策	按全生命周期合理利用小时数剩余小时数执行		按剩余合理利用小时数或20年

资料来源：国家发改委、北极星电力网、湘财证券研究所

表5 增量新能源项目“136号文”细则对比

	国家	山东	广东	蒙东
机制电价	每年组织已投产和未来12个月投产且未纳入过机制的项目自愿竞价，初期成本差异大的可按技术类型分类。按报价从低到高确定入选项目，按入选项目最高报价确定。竞价上限由省发改委考虑合理成本收益、绿色价值、市场供需、用户承受能力等确定，初期可考虑成本、避免无序竞争等设定下限	设置竞价申报充足率下限，25年不低于125%；首次竞价上限不高于该电源上年结算均价；下限参照先进机组固定成本造价折算度电成本；当只有一个项目按出清价格申报时，该项目机制电量按实际剩余机制电量出清；两个以上按出清价格申报时，按装机占比平分剩余机制电量。	集中竞价。申报电量比例，接近三年同类小时数、项目容量计算绝对值；将绝对值按报价从低到高排序至满足总规模，规模内项目全成交；按入选项目最高报价确定。已成交的中长期交易和绿电电量，相应调减竞价申报比例上限。竞价上下限按《实施方案》执行。成交的最后项目申报比例全额成交。	为促进集中式、分布/散式等新能源项目公平参与市场，衔接现行电力交易政策，暂不安排新增纳入机制的电量。后续根据年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，及用户承受能力等，结合电力市场运行实际及新能源项目收益等再行统筹考虑。
机制电量	每年新增规模根据年度非水可再生消纳责任权重及用户承受能力等确定。超出（未完成）消纳责任权重的，次年可适当减少（增加）。首年新增机制电量占当地增量项目新能源上网电量比例与现有新能源非市场化比例适当衔接	由省发改委会同有关单位明确机制电量规模、执行期限。	每年新增机制电量规模由广东省发改委、能源局确定，在竞价前公布。机制电量比例申报上限与存量项目机制电量比例衔接，不高于90%	

	接，避免过度波动。 单个项目申请机制电量，可适当低于其全部发电量			
执行期限	按同类项目回收初始投资的平均期限确定		海风 14 年、其他 12 年，到期后不再执行机制电价	

资料来源：国家发改委、北极星电力网、湘财证券研究所

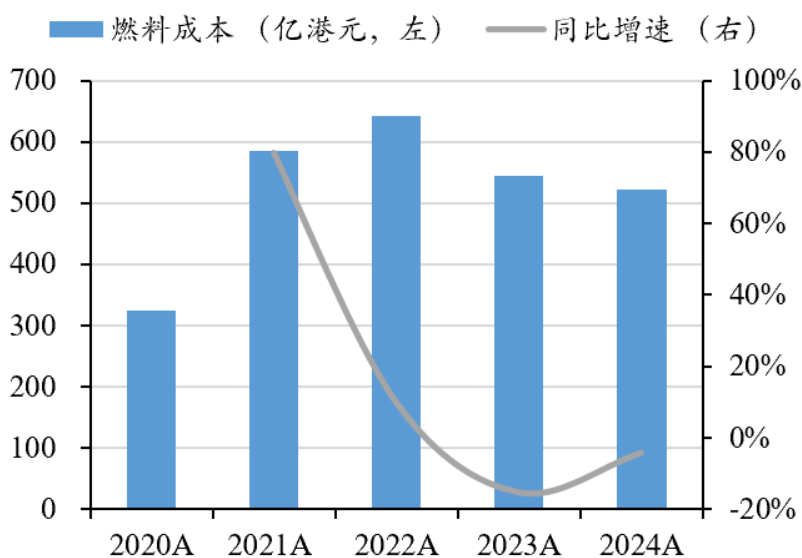
从公司资本开支来看，公司将继续加速发展、建设风电和光伏项目。根据公司财报，公司 2025 年现金资本开支预计约为 568 亿港元。其中约 420 亿港元用于风电、光伏电站的建设，约 95 亿港元用于火电机组的建设，约 15 亿港元用于已运营发电机组的技术改造，约 3 亿港元用于支付内蒙古煤电一体化项目煤矿尾款，约 35 亿港元用于综合能源及其他项目的建设。2025 年公司新增风电和光伏项目装机容量目标为 10000 兆瓦，预计至 2025 年底，可再生能源装机占比达到 50%。

华润新能源为公司可再生能源发展唯一平台。2025 年 3 月，华润新能源在深交所主板上市的申请获得受理。根据《华润新能源主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，该发行项目计划募资 245 亿元，投入风力发电、太阳能发电项目建设，募投项目拟投资总额 404.22 亿元。在巨额资本开支背景下，华润电力分拆华润新能源上市有望缓解资本开支压力，支撑新能源业务高速发展。

5 煤价中枢下行修复成本，旺季反弹幅度预计有限

公司经营成本主要包括燃料成本、折旧与摊销、雇员福利开支、维修和维护、材料、减值损失、税金及附加以及其他经营成本。根据公司财报，2024 年公司总经营成本为 856.94 亿港元，较 2023 年 873.80 亿港元减少 16.86 亿港元，降幅为 1.9%。其中，2024 年公司燃料成本为 522.36 亿港元，较 2023 年 545.09 亿港元减少 22.73 亿港元，降幅为 4.2%，推动公司业绩修复；2024 年公司折旧与摊销为 164.17 亿港元，由 2023 年 147.20 亿港元增加 16.97 亿港元，增幅为 11.5%，主要由于新项目投产及新并购项目带来折旧与摊销成本增加，部分火电机组折旧到期有所抵消。

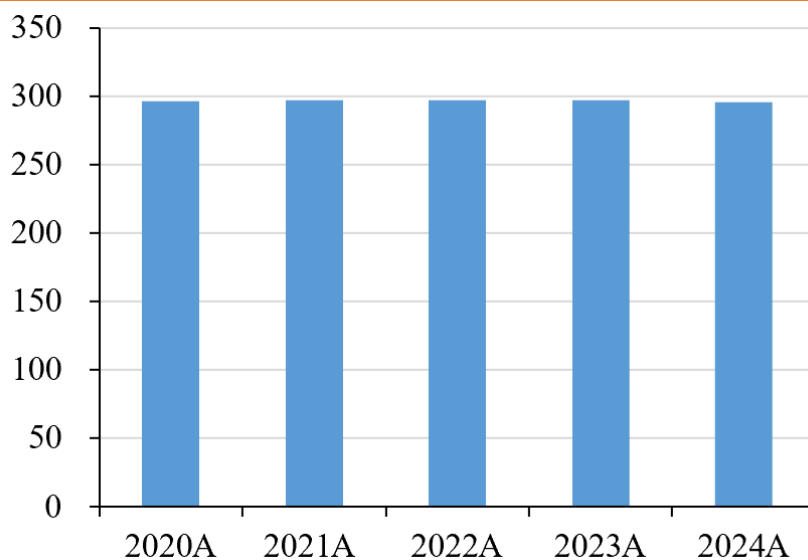
图 24 公司燃料成本及增速



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

公司燃料成本管控效率提升。根据公司财报，2024 年公司附属燃煤电厂平均单位燃料成本为每兆瓦时人民币 276.2 元，较 2023 年下降 6.8%；平均标煤单价为每吨人民币 922.1 元，较 2023 年下降 6.6%；公司附属燃煤电厂的平均供电标准煤耗为每千瓦时 295.94 克，较 2023 年下降 1.23 克，降幅为 0.4%。

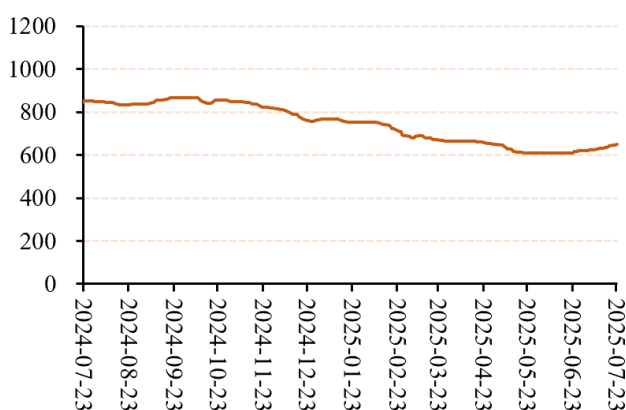
图 25 公司供电煤耗（克/千瓦时）



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

上半年动力煤价中枢进一步下行，下半年动力煤旺季预计煤价中枢小幅反弹。根据 Wind，2025 年 1-5 月秦皇岛港动力煤（Q5500，山西产）平仓价平均为 677 元/吨，较去年同期均价下降 22.9%。从库存情况看，2025 年 6 月秦皇岛港煤炭库存量平均水平为 607 万吨，处多年历史同期高位，较去年同期平均水平高 11.6%；7 月以来伴随迎峰度夏来临，煤炭库存持续下行，截至 2025 年 7 月 24 日，秦皇岛港煤炭库存量持续下降，已处于历史同期正常水平。短期看，预计动力煤价逐渐触底；展望下半年，迎峰度夏期间动力煤需求支撑强，或将推动动力煤价阶段性反弹，考虑到新能源装机持续增长，对火电造成挤兑，影响电煤需求，预计动力煤反弹幅度有限。

图 26 秦皇岛港动力煤(Q5500,山西产)平仓价 (元/吨)



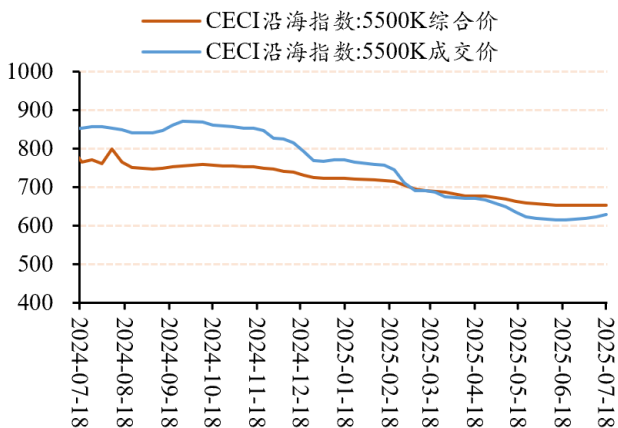
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 27 秦皇岛港煤炭库存量 (万吨)



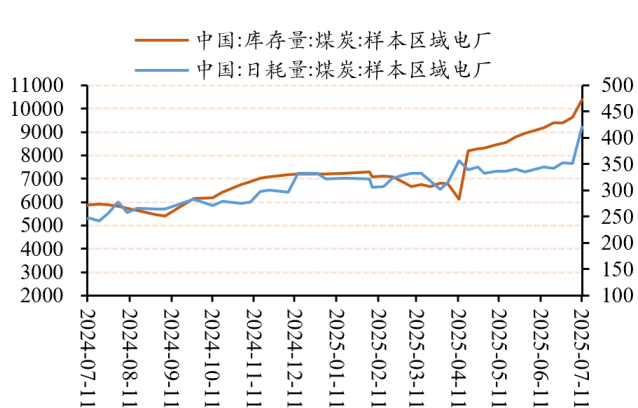
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 28 CECI 沿海指数 (元/吨)



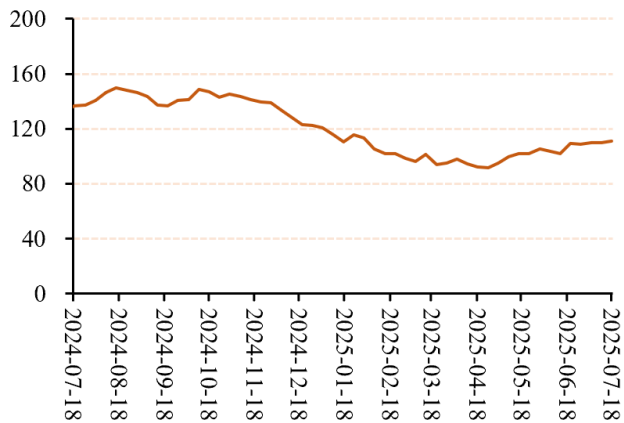
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 29 样本电厂煤炭库存(左, 万吨)与日耗(右, 万吨)



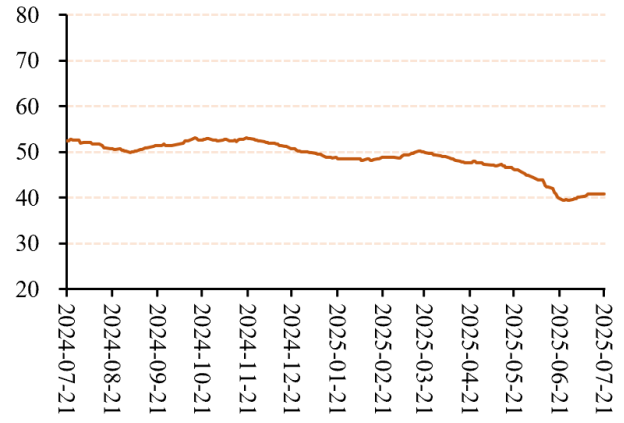
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 30 澳洲纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价 (美元/吨)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 31 印尼产 3800K NAR 煤炭离岸价(美元/吨)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

核心假设:

可再生能源发电业务。随着公司对新能源业务开发加速和新机组投产并网发电,预计 2025-2027 年公司可再生能源发电业务收入同比增长 35.29%、15.09%、15.26%至 346.87、399.20、460.11 亿港元,其中可再生能源发电上网电量同比增长 50.32%、25.09%、20.06%至 785.10、982.10、1179.10 亿千瓦时。

火电业务。公司主要火电资产地处经济增长较快省份或资源丰富地区,预计公司火电业务经营整体保持稳健,随着新机组投产发电,电量有望小幅增长,预计 2025-2027 年公司火电业务收入同比-1.43%、3.56%、-3.63%至 708.73、733.96、707.35 亿港元,其中火电上网电量同比+6.64%、+6.04%、-1.26%至 1657.25、1757.35、1735.18 亿千瓦时。

营业开支。在煤价中枢整体下行背景下,公司燃料成本进一步下降,新能源新机组投产带来一定折旧摊销费用增长,公司营业开支预计小幅上行,预计 2025-2027 年公司营业开支同比增长 8.56%、7.23%、2.72%至 913.23、979.24、1005.85 亿港元。

表 6 公司分业务预测 (亿港元)

业务类别	单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
可再生能源发电业务							
营业收入	亿港元	213.34	232.81	256.39	346.87	399.20	460.11
同比增速			9.13%	10.13%	35.29%	15.09%	15.26%
上网电量	亿千瓦时	384.87	438.12	522.27	785.10	982.10	1179.10
同比增速			13.84%	19.21%	50.32%	25.09%	20.06%
火电业务							
营业收入	亿港元	739.54	722.26	719.01	708.73	733.96	707.35
同比增速			-2.34%	-0.45%	-1.43%	3.56%	-3.63%
上网电量	亿千瓦时	1461.17	1494.52	1554.10	1657.25	1757.35	1735.18
同比增速			2.28%	3.99%	6.64%	6.04%	-1.26%
供热业务							
营业收入	亿港元	80.18	78.27	77.45	79.77	81.36	82.99
同比增速			-2.38%	-1.05%	3.00%	2.00%	2.00%
合计							
营业收入	亿港元	1033.05	1033.34	1052.84	1135.37	1214.53	1250.45
同比增速			0.03%	1.89%	7.84%	6.97%	2.96%
营业开支	亿港元	921.14	837.67	841.26	913.23	979.24	1005.85
同比增速			-9.06%	0.43%	8.56%	7.23%	2.72%
毛利率		10.83%	18.94%	20.10%	19.57%	19.37%	19.56%

资料来源：公司财报、售电量公告、湘财证券研究所

6.2 投资建议

公司为华润集团发电业务平台，兼具市场化基因与央企资源协同优势。2025 年为“十四五”收官之年，公司新能源业务发展提速，若华润新能源分拆上市成功，将进一步支撑公司新能源业务发展。预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 151.08/158.29/165.68 亿港元，同比增速 5.00% /4.77%/4.67%。截至 7 月 25 日收盘，公司股价对应 PE 6.77/6.46/6.17 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

7 风险提示

市场电价下跌超出预期风险；新能源装机进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；资产减值的风险。

行业需求不及预期的风险。用电需求受宏观经济形势变化的影响，若经济增长放缓甚至转负导致用电需求出现大幅收缩，将进一步造成公司电价和电量双重下降，电力业务收入减少，对公司业绩造成负面影响。对于公司 2025 年业绩，我们测算，若公司实际营业收入较预测值减少 1%，则公司归母净利润较预测值减少 3.4%。

燃料成本波动的风险。公司火电板块盈利水平受煤价波动影响较大，若煤炭供给出现收缩或下游需求大幅增长，煤价下跌不及预期甚至出现大幅反弹，燃料成本上升将对公司业绩造成负面影响。对于公司 2025 年业绩，我们测算，若公司实际燃料成本较预测值增长 1%，则公司归母净利润较预测值减少 2.4%。

附表 1 华润电力财务报表以及相应指标 (百万港元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	53,857	56,511	60,246	61,766
现金	6,009	7,948	8,502	8,753
应收票据及应收账款合计	34,281	34,680	37,098	38,195
其他应收款	351	523	559	576
预付账款	4,636	5,128	5,485	5,647
存货	5,074	4,118	4,200	4,063
其他流动资产	3,506	4,115	4,402	4,532
非流动资产	308,607	350,593	364,763	352,824
长期投资	21,335	22,335	23,335	24,335
固定资产	244,851	239,955	245,259	253,470
无形资产	16,690	17,271	18,502	17,583
其他非流动资产	25,731	71,032	77,667	57,436
资产总计	362,464	407,103	425,009	414,590
流动负债	93,226	123,452	132,913	113,656
短期借款	50,207	75,179	81,733	61,561
应付票据及应付账款合计	6,860	6,282	6,408	6,198
其他流动负债	36,160	41,990	44,772	45,897
非流动负债	149,286	155,640	155,640	155,640
长期借款	140,160	146,514	146,514	146,514
其他非流动负债	9,126	9,126	9,126	9,126
负债合计	242,512	279,092	288,553	269,296
少数股东权益	20,801	22,470	24,220	26,051
股本	29,514	29,514	29,514	29,514
资本公积	69,638	69,638	69,638	69,638
留存收益	0	6,390	13,084	20,091
归属母公司股东权益	99,151	105,541	112,236	119,243
负债和股东权益	362,464	407,103	425,009	414,590

现金流量表 (百万元)		净负债	2026E	2027E
经营活动现金流		流动比	49,475	54,219
净利润		16,778	17,578	18,399
折旧摊销	16,417	27,014	30,830	34,939
财务费用	4,119	4,454	4,757	4,651
其他经营现金流	-2,820	1,120	-3,690	-3,771
投资活动现金流	-52,074	-65,583	-41,583	-19,583
资本支出	-48,533	-68,000	-44,000	-22,000
其他投资现金流	-3,541	2,417	2,417	2,417
筹资活动现金流	20,404	18,154	-7,338	-34,384
短期借款	16,842	24,973	6,554	-20,172
长期借款	14,333	6,354	0	0
其他筹资现金流	-10,771	-13,173	-13,892	-14,212
现金净增加额	2,025	1,938	554	251

资料来源: ifind、湘财证券研究所

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	105,284	113,537	121,453	125,045
营业成本	52,236	51,024	52,046	50,341
营业税金及附加	4,685	4,919	5,165	5,423
销售费用	0	0	0	0
管理费用	27,205	35,380	40,714	44,821
研发费用	0	0	0	0
财务费用	4,119	4,454	4,757	4,651
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他经营收益	-989	-872	-872	-872
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1,091	1,000	1,000	1,000
营业利润	17,141	17,888	18,899	19,937
其他非经营损益	3,055	3,055	3,055	3,055
利润总额	20,197	20,943	21,954	22,992
所得税	4,218	4,165	4,376	4,593
净利润	15,979	16,778	17,578	18,399
少数股东损益	1,590	1,670	1,749	1,831
归属母公司净利润	14,388	15,108	15,829	16,568
EBITDA	40,733	52,411	57,542	62,582
EPS (元)	2.78	2.92	3.06	3.20
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	1.89	7.84	6.97	2.96
净利润(%)	31.94	5.00	4.77	4.67
获利能力				
毛利率(%)	20.10	19.57	19.37	19.56
净利率(%)	15.18	14.78	14.47	14.71
ROE(%)	14.51	14.32	14.10	13.89
ROIC(%)	6.38	5.76	5.41	5.39
偿债能力				
资产负债率(%)	66.91	68.56	67.89	64.95
净负债比率(%)	153.69	166.97	161.04	137.19
流动比率	0.58	0.46	0.45	0.54
速动比率	0.49	0.39	0.39	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.28	0.29	0.30
应收账款周转率	3.07	3.27	3.27	3.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.78	2.92	3.06	3.20
每股经营现金流(最新摊薄)	6.51	9.54	9.56	10.47
每股净资产(最新摊薄)	19.15	20.39	21.68	23.03
估值比率				
P/E	7.11	6.77	6.46	6.17
P/B	1.03	0.97	0.91	0.86
EV/EBITDA	19.50	15.79	14.52	13.06

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为恒生指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。