

华润旗下新能源平台，重点布局中东部区域

华润新能源 (A06718.SZ)

核心观点

公司系华润电力旗下唯一新能源整合平台，近年来，伴随控股股东资产整合的推进，公司新能源装机持续增长。装机结构方面，截至2024年末，公司风电装机2353.07万千瓦，光伏装机957.35万千瓦；区域分布方面，公司新能源装机主要分布于中东部地区。电价方面，伴随平价项目的增加和市场化交易比例的提升，公司新能源上网电价有所下降。归母净利润方面，受发电项目投产及利用小时数下降的综合影响，公司营业成本及期间费用同比增长，归母净利润同比下降。伴随136号文的出台，新能源全面入市交易，但机制电价政策有望为存量项目提供较稳定的收益预期。营业成本方面，伴随公司投产机组利用小时数的爬升，公司度电营业成本有望改善，助力公司盈利能力回升。

摘要

华润电力唯一新能源平台，机组重点布局中东部地区

公司系华润电力旗下新能源发电投资与运营的唯一平台，近年来，公司进行多次资产重组，逐步整合华润电力所属新能源发电资产，剥离非新能源相关业务。2022年，公司收购华润电力及其子公司所属的81家新能源项目公司以及新能源发电相关研究的技术研究院，同时，公司向华润智慧能源出售华润综合能源（珠海）有限公司，剥离综合能源业务；2023-2024年，公司先后收购华润电力所属其他新能源风光资产，主要包括分布式光伏项目公司及新能源投资公司。截至2024年12月31日，公司控股发电项目装机容量为3310.42万千瓦，其中，风电2353.07万千瓦，太阳能发电957.35万千瓦。在区域分布方面，公司新能源项目遍布国内30个省（直辖市、自治区），重点布局消纳条件较好的中东部地区，并在风光资源较丰富的“三北”地区积极争取优质项目储备。

平价上网拉低平均电价，可再生能源补贴减值总体可控

受平价项目增加及市场化交易占比提升的综合影响，公司风光项目平均上网电价有所下滑，上网电量增长带动营收规模提升。2024年公司实现主营业务营收225.93亿元，同比增长10.9%；测算平均上网电价约为0.4187元/千瓦时（不含税，下同），同比下降6.0%。分电源类型来看，公司风电和光伏营业收入分别为198.55和27.39亿元，同比增长5.46%和76.66%；上网电量分别为453.80和85.80亿千瓦时，同比增长9.21%和104.04%；测算不含税上网电价分别为0.4375和0.3192元/千瓦时，同比下降3.43%和13.42%。在信用资产减值损失

首次覆盖

不评级

高兴

gaoxing@csc.com.cn
021-68821600
SAC编号:S1440519060004

侯启明

houqiming@csc.com.cn
SAC编号:S1440525070011

发布日期：2025年07月27日

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
	/	/	/
12月最高/最低价(元)			/
总股本(万股)			1,089,826.99
流通A股(万股)			
总市值(亿元)			/
流通市值(亿元)			
近3月日均成交量(万)			
主要股东			
华润电力控股有限公司			100.00%

方面，公司 2022-2024 年计提信用减值损失分别为-0.17、0.39 和 0.29 亿元，主要包括应收账款坏账损失及其他应收款坏账损失。截至 2024 年末，公司应收账款余额为 230.13 亿元；同比增长 17.4%；其中应收可再生能源补贴构成为 211.80 亿元，同比增长 20.3%；在公司应收账款中占比达 92.03%，同比提升 2.21 个百分点。在坏账计提政策方面，公司对应收账款中的新增可再生能源补贴计提 1% 的坏账准备。是公司信用资产减值损失的主要构成。公司应收账款以国家可再生能源补贴为主，尽管回款周期较长，但是整体可靠性有保障，伴随可再生能源款项的收回，减值损失仍有冲回潜力。同时，伴随新能源发电项目进入平价上网阶段，公司可再生能源补贴规模将逐渐减少，坏账准备计提的影响有望下降。

新能源全面入市交易，机制电价保障存量项目收益

在现行电力交易政策下，电力市场上网电量可区分为保障性收购电量及市场化交易电量，其中保障性收购电量主要执行保障性收购电价，市场化电量按交易电价结算。近年来，伴随各地新能源入市政策的推行，公司市场化交易电量占比呈增长趋势。2022-2024 年公司市场化交易电量由 100.2 亿千瓦时增长至 205.77 亿千瓦时，占全部上网电量的比例由 26.45% 上升至 38.13%。电价方面，2022-2024 年，公司市场化平均电价分别为 0.25、0.26 和 0.27 元/千瓦时；非市场化平均电价分别为 0.32、0.32 和 0.31 元/千瓦时/（均不含可再生能源补贴）。总体来看，由于市场化交易电价低于非市场电价，因此市场化交易比例的提升导致公司平均标杆电价的下降。在价格变化方面，公司市场交易均价有所提升，我们认为主要系高电价区域的交易电量增长的影响。伴随 136 号文的发布，新能源全面进行市场化交易，但原有的保障性收购政策与机制电价衔接，仍为新能源项目提供了一定的稳定收入预期。

风险提示

新能源装机增长不及预期的风险；发电设备采购价格上涨的风险；风光上网电量波动的风险。

目录

华润电力唯一新能源平台，机组重点布局中东部地区	1
平价上网拉低平均电价，可再生能源补贴减值总体可控	3
新能源全面入市交易，机制电价保障存量项目收益	7
盈利预测和投资建议	15
风险分析	18

图目录

图 1:公司股份结构图	1
图 2:截至 2024 年末公司装机分布情况（单位：万千瓦）	2
图 3:截至 2024 年末公司装机分布情况（单位：万千瓦）	2
图 4:公司营业收入及度电电价变化情况	3
图 5:公司分业务毛利润及度电毛利润变化情况	3
图 6:公司资产负债率变化情况（%）	4
图 7:公司期间费用率情况（%）	4
图 8:公司信用减值损失情况（单位：亿元）	4
图 9:公司应收账款余额的构成（亿元）	4
图 10:公司资产减值构成（单位：亿元）	5
图 11:公司投资收益构成（单位：亿元）	5
图 12:公司资产减值构成（单位：亿元）	5
图 13:公司投资收益构成（单位：亿元）	5
图 14:公司现金流情况（单位：亿元）	6
图 15:公司净现比情况	6
图 16:公司装机容量变化情况（单位：万千瓦）	7
图 17:公司上网电量变化情况（单位：亿千瓦时）	7
图 18:公司分电源利用小时情况（单位：小时）	7
图 19 公司弃风弃光率情况（单位：%）	7
图 20:2024 年末公司不同类型项目占比	8
图 21:分类型电费变化情况（单位：亿元）	8
图 22:公司电价变化情况（单位：元/千瓦时）	9
图 23:分类型度电电费变化情况（单位：元/千瓦时）	9
图 24:公司市场化交易比例变化（单位：亿千瓦时）	10
图 25:市场及非市场电价对比（单位：元/千瓦时）	10
图 26:公司不同省份的市场交易比例变化	10
图 27:公司市场化比例变化预期（单位：亿千瓦时）	11
图 28:公司度电标杆电价变化预期（单位：元/千瓦时）	11
图 29:公司前五大客户情况	11
图 30:公司 2024 年营业收入区域分布	11
图 31:公司分区域平均上网电价变化（元/千瓦时）	12

图 32:各地区平均标杆电价水平（元/千瓦时）12
图 33:公司成本结构变化情况（单位：亿元）13
图 34:分电源类型度电成本变化情况（单位：元/千瓦时）13
图 35:公司风电设备采购价格（单位：元/千瓦）13
图 36:公司光伏组件采购价格（单位：元/千瓦）13
图 37:公司分电源利用小时情况预期（单位：小时）14
图 38:公司风光度电成本变化预期（单位：元/千瓦时）14
图 37:公司分电源利用小时情况预期（单位：小时）14
图 38:公司毛利润变化情况预期（单位：元/千瓦时）14

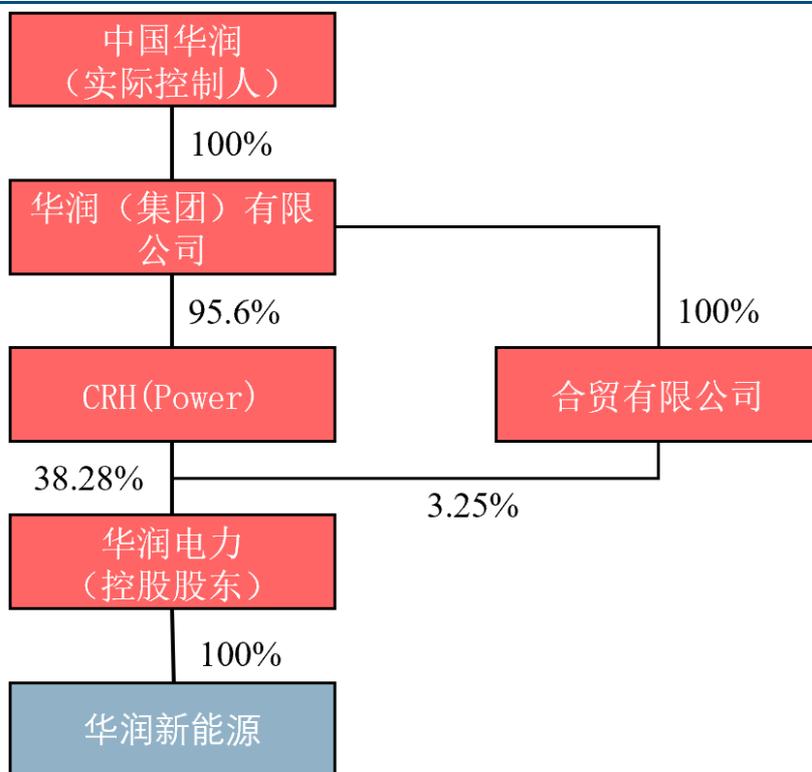
表目录

表 1:公司营收及成本构成预测表（单位:亿元） 15
表 2:华润新能源盈利预测（单位:百万元，元/股） 16
表 3:华润新能源资产负债表预测（单位:百万元） 16
表 4:华润新能源现金流量表预测（单位:百万元） 17

华润电力唯一新能源平台，机组重点布局中东部地区

公司系华润电力旗下新能源发电投资与运营的唯一平台，控股股东华润电力持有公司 100% 股份；实际控制人为中国华润。2010 年以来，公司进行多次资产重组，逐步整合华润电力所属新能源发电资产，并剥离非新能源相关业务。2022 年，公司收购华润电力及其子公司所属的 81 家新能源项目公司以及新能源发电相关研究的技术研究院，同时，公司向华润智慧能源出售华润综合能源（珠海）有限公司，剥离综合能源业务；2023-2024 年，公司先后收购华润电力所属其他新能源风光资产，主要包括分布式光伏项目公司及新能源投资公司。截至 2024 年末，控股股东华润电力及控制少量新能源资产，在建及在运新能源装机约 79 万千瓦，其中 77.8 万千瓦在满足相关条件后仍可能注入华润新能源。

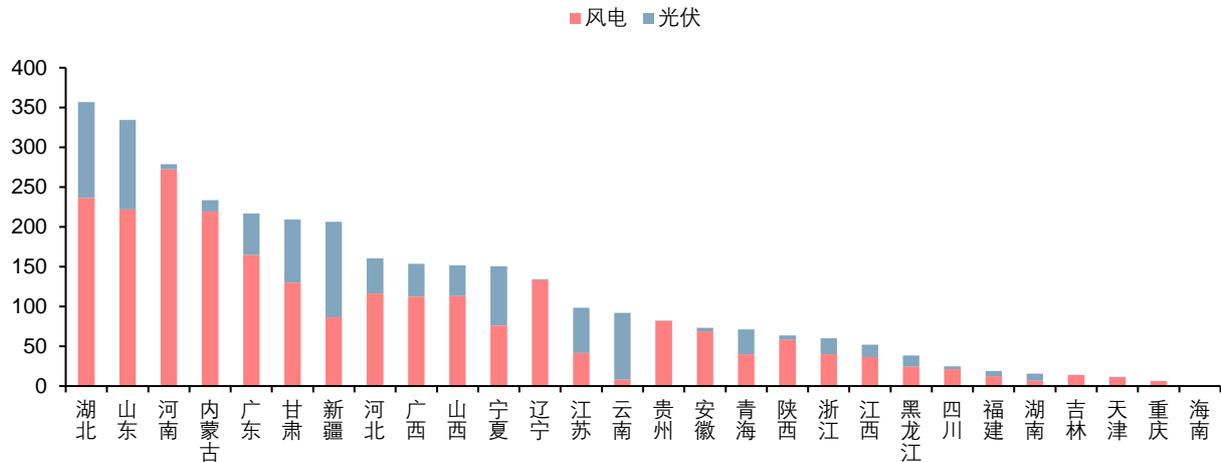
图 1:公司股份结构图



数据来源:公司公告, 中信建投

截至 2024 年 12 月 31 日，公司控股发电装机容量为 3310.42 万千瓦，其中，风电 2353.07 万千瓦，太阳能发电 957.35 万千瓦。在区域分布方面，公司新能源项目遍布国内 30 个省（直辖市、自治区），重点布局消纳条件较好的中东部地区，并在风光资源较丰富的“三北”地区积极争取优质项目储备。具体来看，湖北、山东和河南三地系公司新能源装机容量的 TOP3，分别为 356.9、334.6 和 279.0 万千瓦；占比 10.8%、10.1% 和 8.4%。分电源类型来看，河南、湖北、山东三地风电装机最大，分别为 272.6、236.5 和 221.9 万千瓦；湖北、新疆、山东三地光伏规模最大，分别为 120.4、120.0 和 112.8 万千瓦。受装机分布和区域电价的影响，公司前五大销售客户分别为山东、河南、湖北、广东和山西电网，24 年合计销售收入占比约为 48.41%。

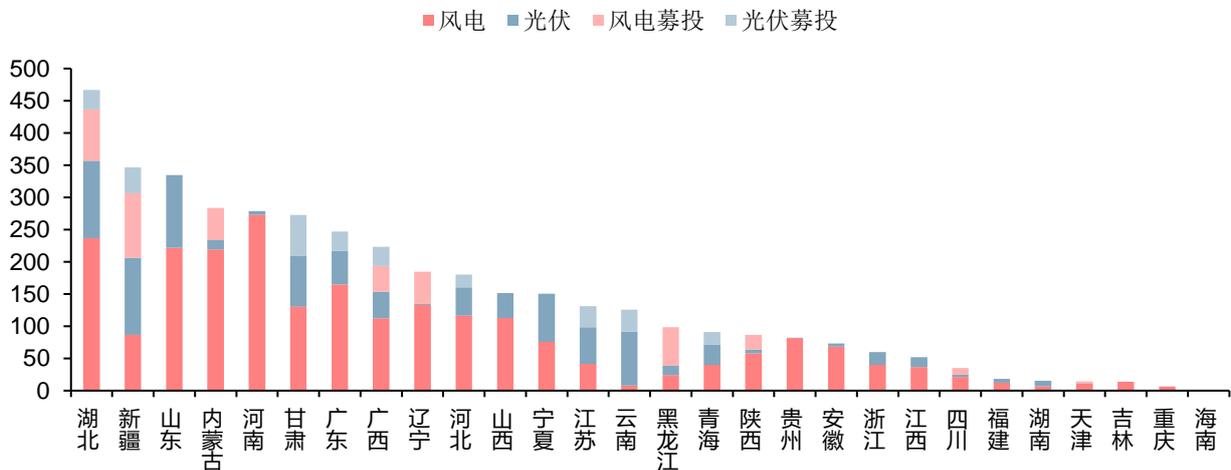
图 2:截至 2024 年末公司装机分布情况 (单位:万千瓦)



数据来源:公司招股说明书, 中信建投

根据公司招股说明书,公司本次拟募集建设新能源装机 717.5 万千瓦,合计投资规模约为 404 亿元,折合单位装机投资额约为 5634 元/千瓦。分电源类型来看,风电装机容量约为 416.5 万千瓦,光伏装机容量约为 301 万千瓦。公司本次募投项目主要包括新能源基地项目、多能互补一体化项目、绿色生态发展综合利用项目以及融合发展型新能源项目四种类型,装机容量分别为 280、250、131 和 56.5 万千瓦,投资规模分别为 155、152、59 和 38 亿元。假设项目均顺利投产,公司新能源装机分布如下图,其中湖北、新疆和山东装机容量位列前茅,分别为 467、346 和 335 万千瓦。

图 3:募投项目投产后装机分布预期 (单位:万千瓦)



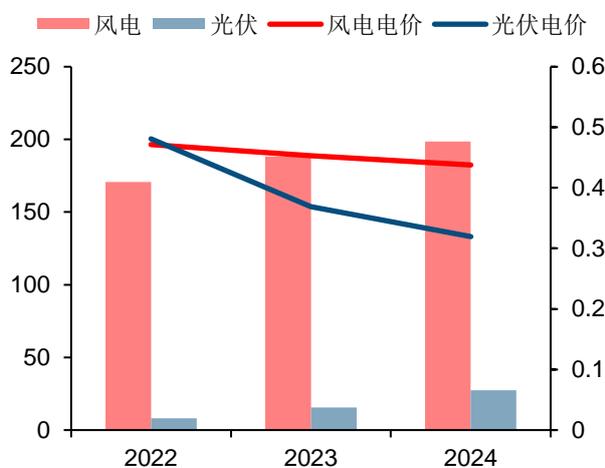
数据来源:公司招股说明书, 中信建投

平价上网拉低平均电价，可再生能源补贴减值总体可控

受平价项目增加及市场化交易占比提升的综合影响，公司风光项目上网均价有所下滑，上网电量增长带动营收规模提升。2024年公司实现主营业务营收225.93亿元，同比增长10.9%；测算平均上网电价约为0.4187元/千瓦时（不含税，下同），同比下降6.0%。分电源类型来看，公司风电和光伏营业收入分别为198.55和27.39亿元，同比增长5.46%和76.66%；上网电量分别为453.80和85.80亿千瓦时，同比增长9.21%和104.04%；测算不含税上网电价分别为0.4375和0.3192元/千瓦时，同比下降3.43%和13.42%。

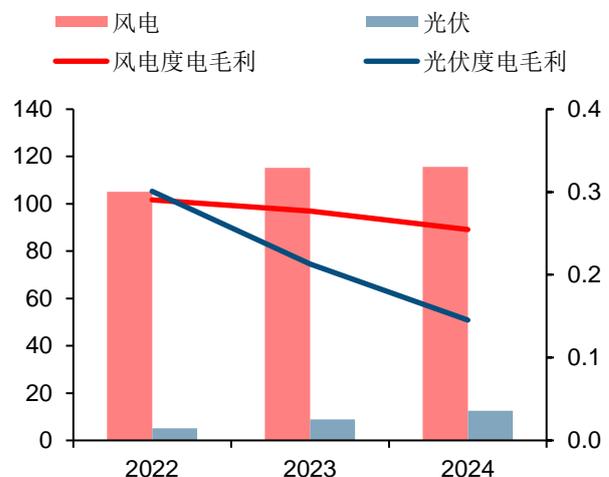
在毛利润方面，公司实现主营业务毛利润128.09亿元，同比增长3.2%；实现毛利率57%，同比下降4个百分点；实现度电成本0.1813元/千瓦时，同比增长4.1%；实现度电毛利润0.2374元/千瓦时，同比下降12.5%。新能源项目投产与利用小时下降使得度电成本分摊同比增长，叠加上网电量同比下降，导致度电毛利减少。分电源类型来看，公司风电实现毛利润115.61亿元，同比增长0.4%，毛利率58.2%，同比下降3个百分点，实现度电毛利润0.2548元/千瓦时，同比下降8.0%；光伏业务实现毛利润12.48亿元，同比增长39.3%，毛利率45.6%，同比下降12.2个百分点，实现度电毛利润0.1455元/千瓦时，同比下降31.7%。伴随平价上网项目比例的提升及新能源市场化的推进，新能源上网电价仍存在进一步下降压力，其中光伏压力或将更为明显。

图 4:公司营收及度电电价变化情况（左：亿元，右：元/千瓦时）



数据来源:wind, 中信建投

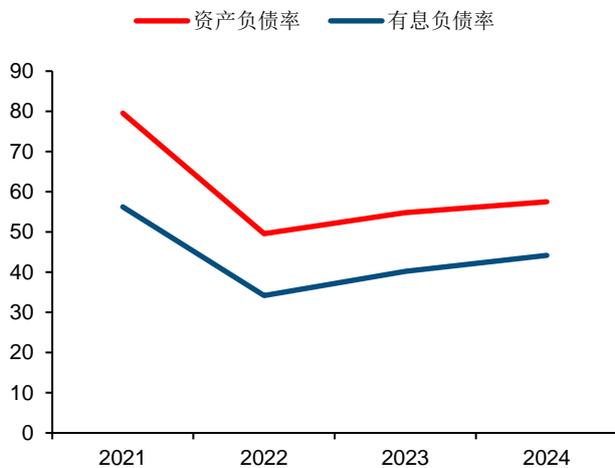
图 5:公司毛利润及度电毛利润（左：亿元，右：元/千瓦时）



数据来源:wind, 中信建投

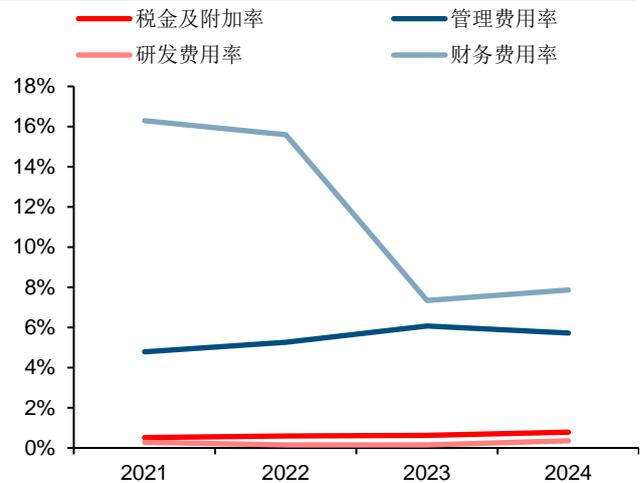
在资产负债率方面，伴随公司新能源装机投资建设规模的增长，公司资产负债率有所提升。截至2024年末，公司资产负债率为57.50%，同比增加2.70个百分点；有息负债率为44.21%，同比增加3.99个百分点。期间费用率方面，2024年，公司财务费用率、管理费用率、研发费用率和税金及附加率分别为7.9%、5.7%、0.8%和0.4%，同比变化+0.5%、-0.4%、+0.2%和+0.2个百分点。公司财务费用率同比提升主要系新能源发电项目投资需求拉动资本开支增长，而非上市公司依赖债权融资，导致负债规模提升。如果公司完成上市募资，融资结构有望改善。截至2024年末，公司带息债务规模约为908.3亿元，同比增长29.9%；财务费用和带息债务的比值为1.98%，同比下降0.18个百分点，处于较低水平。在国内利率环境整体偏宽松的背景下，公司综合融资成本仍有下降空间，我们认为公司财务费用边际变化更多受带息债务规模增长影响。

图 6:公司资产负债率变化情况 (%)



数据来源:wind, 中信建投

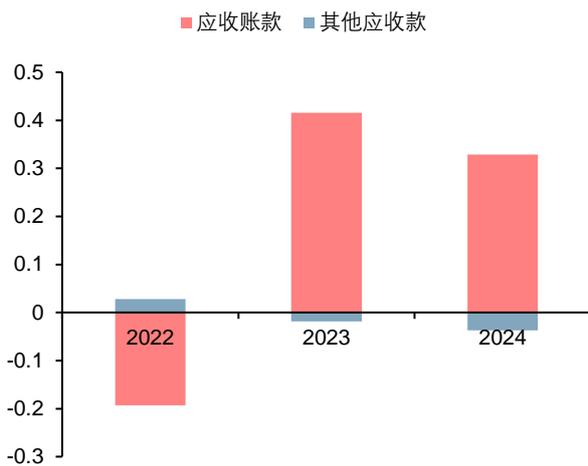
图 7:公司期间费用率情况 (%)



数据来源:wind, 中信建投

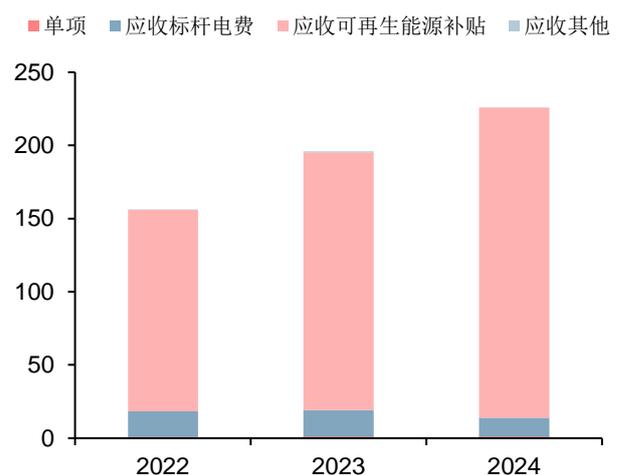
信用资产减值损失方面, 公司 2022-2024 年计提信用减值损失分别为-0.17、0.39 和 0.29 亿元, 主要包括应收账款坏账损失及其他应收款坏账损失。截至 2024 年末, 公司应收账款余额为 230.13 亿元; 同比增长 17.4%; 其中应收可再生能源补贴构成为 211.80 亿元, 同比增长 20.3%; 在公司应收账款中占比达 92.03%, 同比提升 2.21 个百分点。在坏账计提政策方面, 公司对应收账款中的新增可再生能源补贴计提 1% 的坏账准备。是公司信用资产减值损失的主要构成。公司应收账款以国家可再生能源补贴为主, 尽管回款周期较长, 但是整体可靠性有保障, 伴随可再生能源款项的收回, 减值损失仍有冲回潜力。同时, 伴随新能源发电项目进入平价上网阶段, 公司可再生能源补贴规模将逐渐减少, 坏账准备计提的对业绩的影响有望下降。

图 8:公司信用减值损失情况 (单位: 亿元)



数据来源:wind, 中信建投

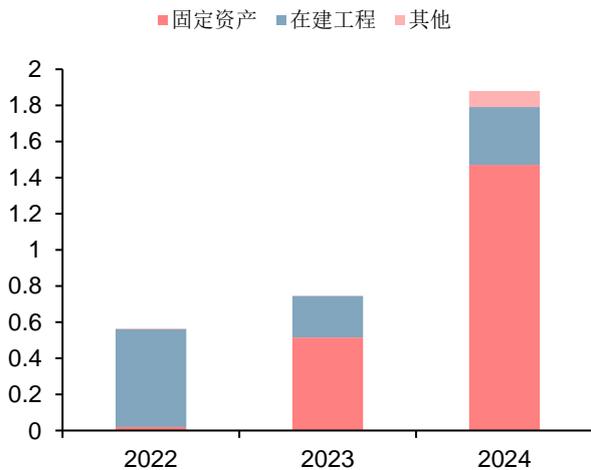
图 9:公司应收账款余额的构成 (亿元)



数据来源:wind, 中信建投

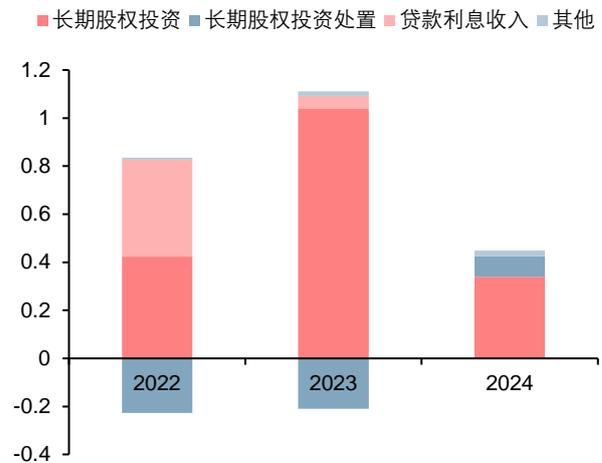
资产减值损失方面，公司 2022-2024 年计提资产减值损失分别为 0.56、0.75 和 1.88 亿元，主要包括固定资产减值损失及在建工程减值损失。2022 年，公司计提在建工程减值损失 0.54 亿元，主要系在建工程建设进度不及预期叠加预计可回收金额减少的影响；2023-2024 年，公司分别计提固定资产减值损失 0.51 和 1.47 亿元，主要系未来收益不及预期的风电项目和风电场升级改造的影响。投资收益方面，2024 年公司投资净收益为 0.45 亿元，同比下降 50.2%；其中长期股权投资 0.34 亿元，同比下降 67.4%；公司长期股权投资收益的主要来源为参股多个新能源发电公司贡献。2023 年后，公司完成对存放控股股东资金管理中心存款的清理，贷款利息收入不再发生。

图 10:公司资产减值构成（单位：亿元）



数据来源:wind, 中信建投

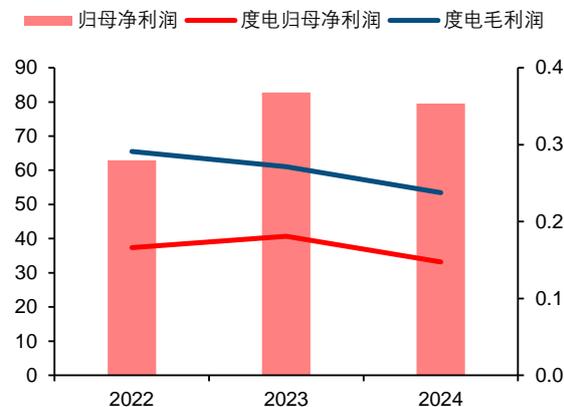
图 11:公司投资收益构成（单位：亿元）



数据来源:wind, 中信建投

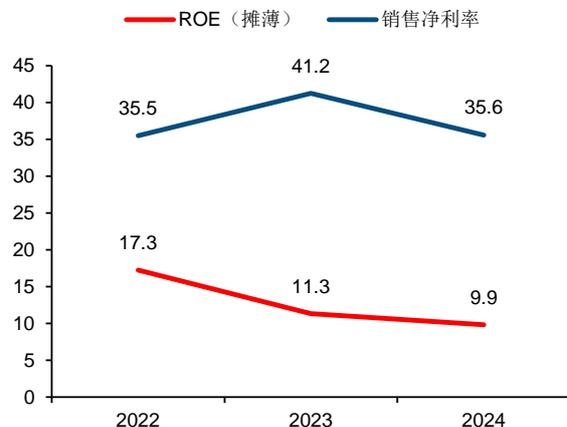
归母净利润方面，2024 年，公司实现归母净利润 79.53 亿元，同比下降 3.9%；以上网电量折算，公司度电归母净利润为 0.1474 元/千瓦时，同比下降 18.5%。我们认为上网电价下行、度电分摊成本增加、利息支出增长以及资产减值的计提是公司经营业绩“增收不增利”的主要原因。伴随新近投产机组产能利用率的爬坡，公司新能源发电利用小时有望提升，新能源项目盈利能力有望改善。在净资产收益率方面，公司 2024 年 ROE(摊薄)为 9.38%，同比下降 1.41 个百分点，主要系销售净利率同比下降的影响；23 年 ROE 同比下降，主要系公司资产规模增速较快，资产周转率下降，权益乘数上升。

图 12:公司归母净利润及毛利润变化情况（亿元，元/千瓦时）



数据来源:wind, 中信建投

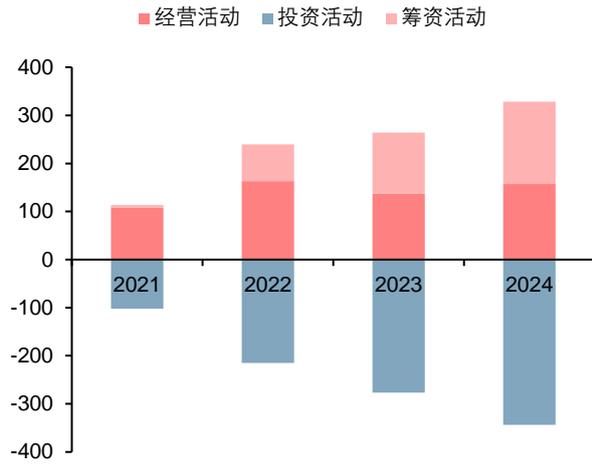
图 13:公司 ROE 及销售净利率变化情况（单位：%）



数据来源:wind, 中信建投

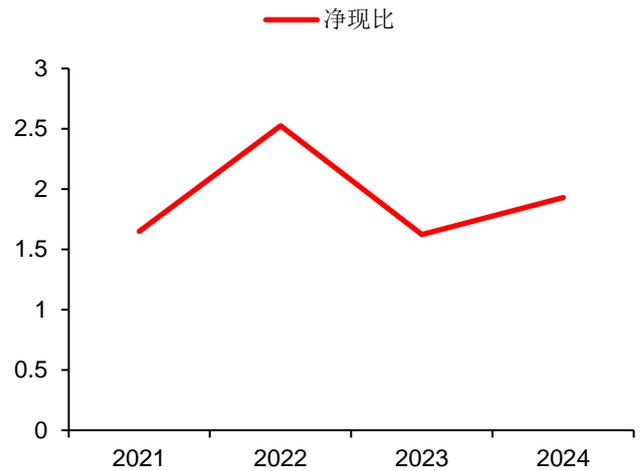
现金流方面，受大规模项目投建的影响，公司投资与筹资活动现金净额持续增长。同时，伴随在建项目的陆续投产，经营活动现金流入同比增长。2024 年，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 157.20、343.94 和 171.26 亿元，同比增长 14.6%、24.3% 和 35.1%。净现比方面，受可再生能源补贴回款波动的影响，公司净现比水平有所波动，伴随平价项目的增长，公司盈利质量有望持续改善，净现比水平有望提升。2024 年，公司净现比水平为 1.93，同比增长约 19.0%。

图 14:公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源:wind, 中信建投

图 15:公司净现比情况

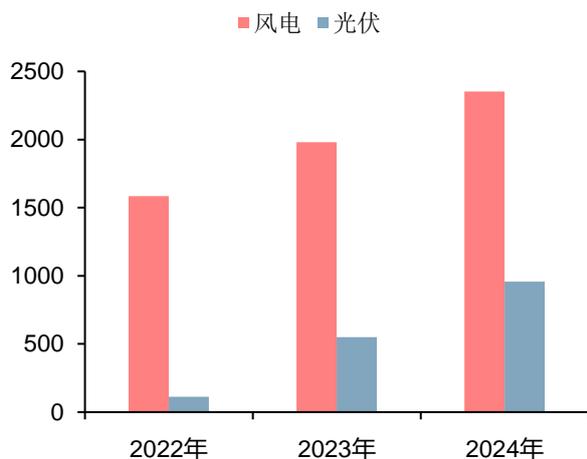


数据来源:wind, 中信建投

新能源全面入市交易，机制电价保障存量项目收益

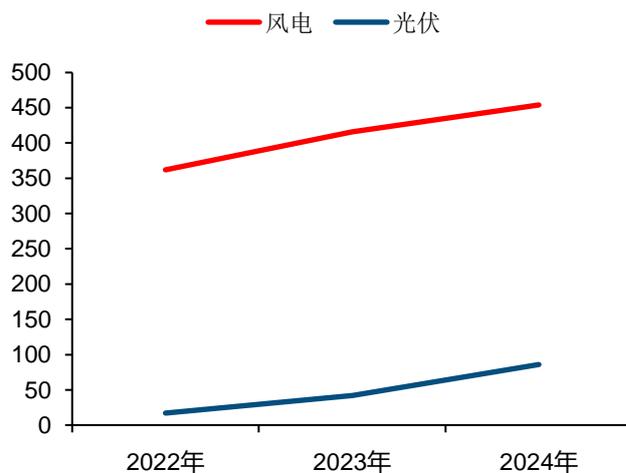
装机容量有序增长，光伏发电贡献主要增长。截至 2024 年末，公司控股装机容量为 3310.37 万千瓦，其中风电 2353.07 万千瓦，光伏 957.30 万千瓦；装机容量同比增长 779.28 万千瓦，其中风电和光伏分别新增 371.78 和 407.50 万千瓦。电量方面，2024 年公司上网电量为 539.6 亿千瓦时，其中风电和光伏分别为 453.8 和 85.8 亿千瓦时；同比增长 82.0 亿千瓦时，风电和光伏分别增长 38.3 和 43.8 亿千瓦时。

图 16:公司装机容量变化情况（单位：万千瓦）



数据来源:公司公告, 中信建投

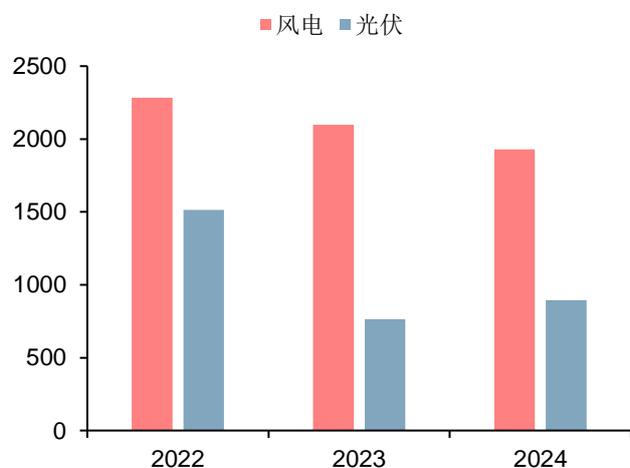
图 17:公司上网电量变化情况（单位：亿千瓦时）



数据来源:公司公告, 中信建投

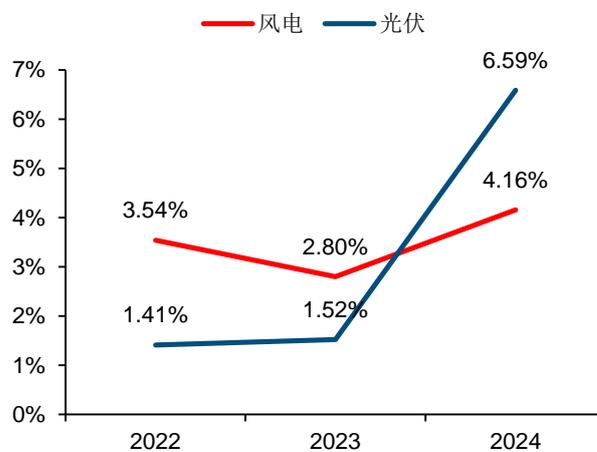
利用小时方面，根据公司披露数据，2024 年，公司风电与光伏利用小时数分别为 2331 和 1416 小时，同比下降 5.1% 和 4.1%。公司风光利用小时变化受自然资源变化情况、风光项目区域分布、弃风弃光率情况等多种因素综合影响。弃风弃光方面，2024 年，公司弃风率和弃光率分别为 4.16% 和 6.59%，同比增加 1.36 和 5.07 个百分点，主要系新能源装机投产规模较大，当地配套电网建设及用电负荷滞后于装机增长，导致弃风弃光规模明显上升。中长期来看，伴随新能源外送通道及灵活性调节电源建设的完善，弃风弃光率有望改善。

图 18:公司分电源利用小时情况（单位：小时）



数据来源:公司公告, 中信建投

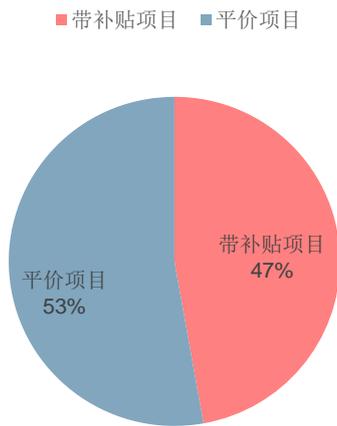
图 19 公司弃风弃光率情况（单位：%）



数据来源:公司公告, 中信建投

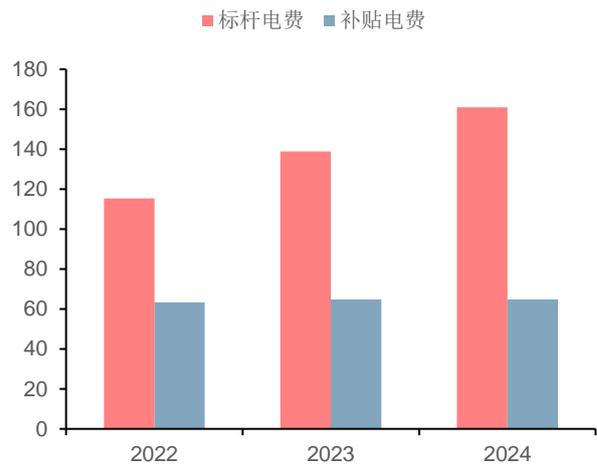
收入方面，公司发电收入可分为标杆电费及补贴电费，其中标杆电费由电网公司直接结算支付，补贴电费由国家财政拨付。截至 2024 年末，公司平价项目装机容量为 1748.4 万千瓦，占比达 52.8%，较去年同期增加 14.5 个百分点。收入方面，2024 年公司标杆电费收入为 161.02 亿元，同比增长 15.9%，占比 71.3%，同比增加 3.1 个百分点；可再生能源补贴收入为 63.35 亿元，同比增长 0.2%。截至目前，公司尚有 95 个项目未纳入合规清单，其中 66 个项目已纳入补贴清单，29 个项目暂未纳入补贴清单，根据公司会计政策，未纳入合规的带补贴项目会根据项目所面临的问题类型对补贴收入进行确认、冲减或者不确认处理。

图 20:2024 年末公司不同类型项目占比



数据来源:公司公告, 中信建投

图 21:分类型电费变化情况(单位:亿元)

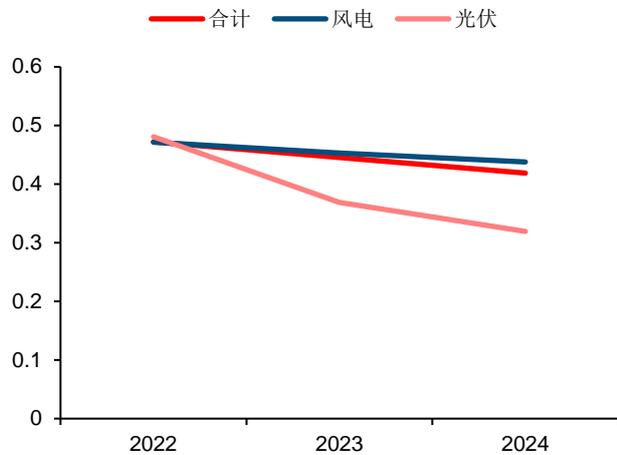


数据来源:公司公告, 中信建投

平价项目叠加光伏增长，上网电价整体下降。我们使用公司营业收入及上网电量情况测算公司度电上网电价。2024 年，公司发电项目平均度电上网电价约为 0.4187 元/千瓦时（不含税，下同），同比下降 0.0266 元/千瓦时；分电源类型来看，风电和光伏上网电价分别为 0.4375 和 0.3192 元/千瓦时，分别同比下降 0.0155 和 0.0495 元/千瓦时。整体来看，公司平均上网电价的下降主要系平价项目占比增加拉低平均上网电价以及光伏上网电量占比提升的综合影响。

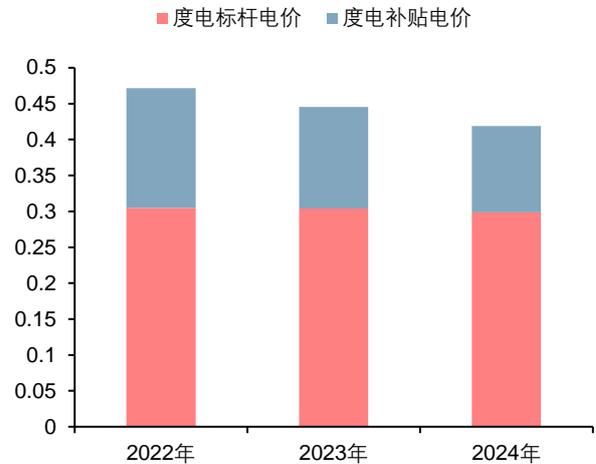
分收入类型来看，公司度电标杆电价呈下行趋势，度电补贴电价持续摊薄。2022-2024 年，公司度电标杆电价分别为 0.3046、0.3037 和 0.2984 元/千瓦时，度电标杆电费整体下降主要系使市场化交易比例提升导致电费收入减少，同时，新增风光项目的区域分布变化也对平均电价有影响；度电补贴电价分别为 0.1671、0.1416 和 0.1203 元/千瓦时。伴随公司平价上网项目的增多，度电补贴电费持续摊薄。总体来看，伴随存量补贴电费的逐渐减少和公司平价项目的增加，度平均上网电价仍将有所下降。

图 22:公司电价变化情况 (单位:元.千瓦时)



数据来源:公司公告, 中信建投

图 23:分类型度电电费变化情况 (单位:元/千瓦时)

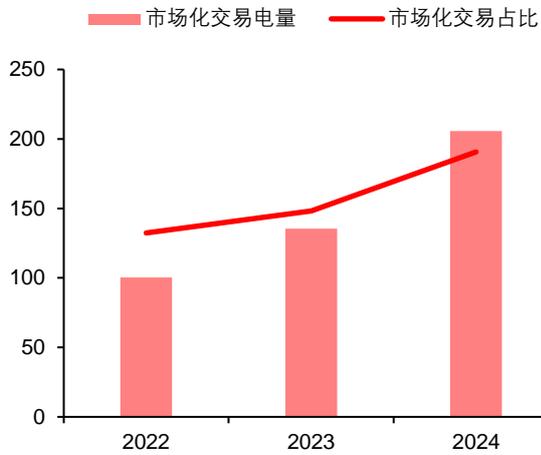


数据来源:公司公告, 中信建投

在现行电力交易政策下, 电力市场上网电量可区分为保障性收购电量及市场化交易电量, 其中保障性收购电量主要执行保障性收购电价, 市场化电量按交易电价结算。近年来, 伴随各地新能源入市政策的推行, 公司市场化交易电量占比呈增长趋势。2022-2024 年公司市场化交易电量由 100.2 亿千瓦时增长至 205.77 亿千瓦时, 占全部上网电量的比例由 26.45% 上升至 38.13%。电价方面, 2022-2024 年, 公司市场化平均电价分别为 0.25、0.26 和 0.27 元/千瓦时; 非市场化平均电价分别为 0.32、0.32 和 0.31 元/千瓦时 (均不含可再生能源补贴)。总体来看, 由于市场化交易电价低于非市场电价, 因此市场化交易比例的提升导致公司平均标杆电价的下降。在价格变化方面, 公司市场交易均价有所提升, 我们认为主要系高电价区域的交易电量增长的影响。

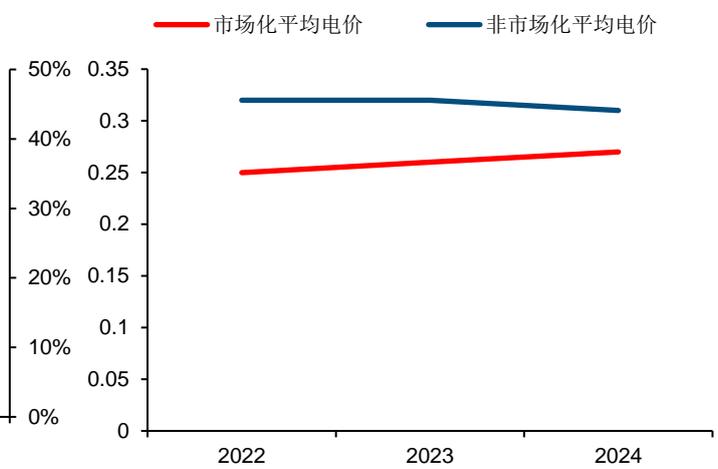
由于各省保障性收购政策、电力市场运行情况等因素有所不同, 公司在不同电力市场的市场化交易电量存在显著差异。在山东、河南、湖北、广东和山西 (公司营业收入占比最高的五个区域) 2024 年市场化交易电量比例分别为 26.8%、0.0%、36.0%、14.7% 和 92.1%, 同比变化 +5.98、0、+30.7、+8.48 和 -6.06 个百分点。其中, 公司在山东省市场化交易比例提升主要系山东省现行市场规则规定参与中长期交易的全部电量均以市场化方式结算, 24 年山东中长期市场电价提升, 公司参与中长期交易比例增加; 湖北市场化交易比例提升主要系 24 年湖北省现货交易开放时间较长, 公司市场化交易电量增长; 广东市场化交易比例上涨主要系广东电力市场化改革的持续推进, 山西市场化交易电量比例下降主要系山西省要求补贴项目均需要参与市场化交易。新增平价项目部分参与市场化的影响。

图 24:公司市场化交易比例变化 (单位: 亿千瓦时)



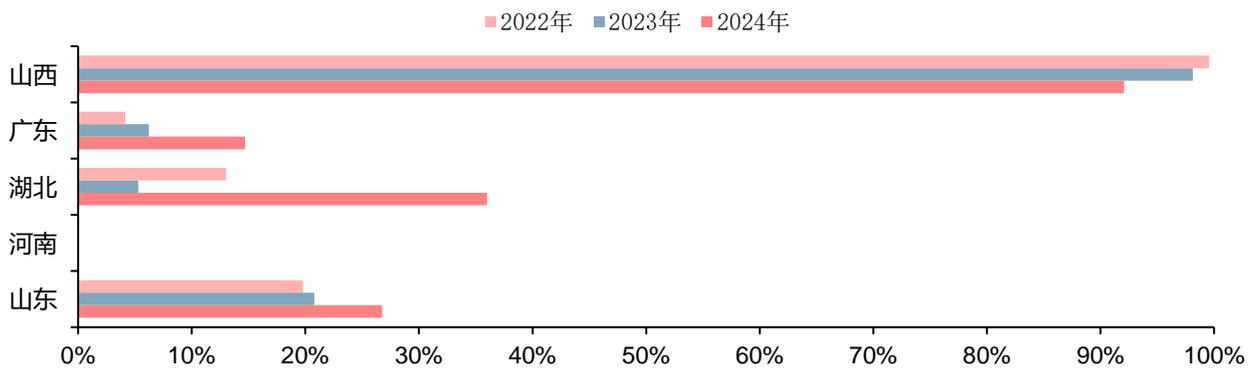
数据来源: 公司公告, 中信建投

图 25:市场及非市场电价对比 (单位: 元/千瓦时)



数据来源: 公司公告, 中信建投

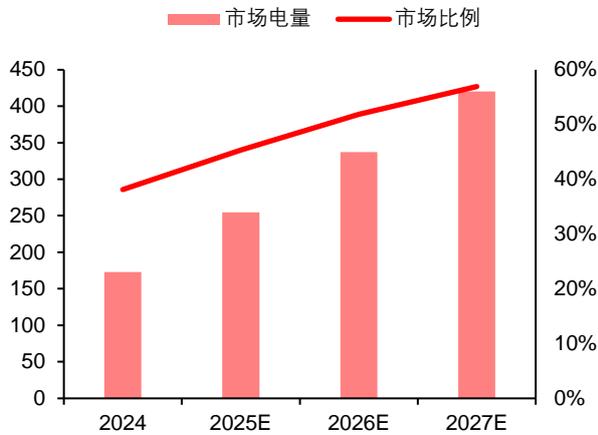
图 26:公司不同省份的市场交易比例变化



数据来源: 公司招股说明书, 中信建投

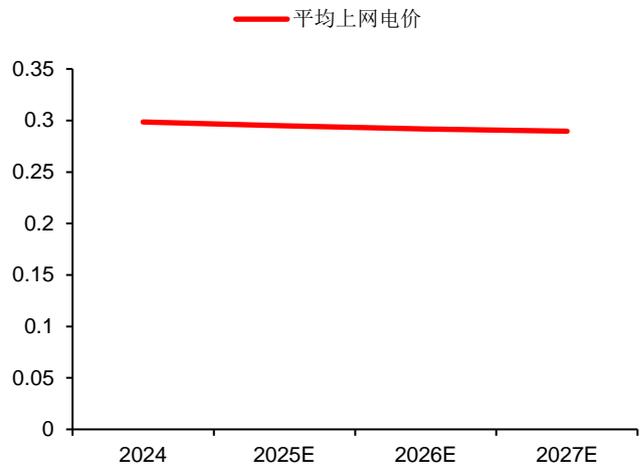
近期, 国家发改委发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》(简称为136号文), 要求新能源项目全面入市交易, 上网电价由市场形成。同时, 136号文提出机制电价政策, 要求与各省现有保障性收购政策相衔接; 以2025年5月31日进行新旧项目界定, 分类施策。由于各省136号文细则与保障性收购政策存在差异, 因此新能源项目受保障程度方面或将倾向于区域分化。总体来看, 我们认为存量项目在机制电价政策的保障下, 收益率变化相对较小; 增量项目面临机制电量和电价的不确定性, 收益率或将面临波动。同时, 因为各省保障性收购政策的差异性, 我们预计机制电价政策也将呈现区域分化的特点。在136号文出台的大背景下, 我们假设公司2025-2027年后新增新能源装机容量为700万千瓦(风电400万千瓦, 光伏300万千瓦), 且新增项目均列为增量项目, 市场化比例为100%, 无保障消纳电量; 存量项目与现有保障消纳政策相衔接, 市场化比例保持稳定。我们预计公司25-27年市场化电量比例分别为47.9%、54.3%和59.2%。同时, 假设市场电价与保障电价保持相对稳定, 我们预计公司度电电价(不含补贴)分别为0.2942、0.2914和0.2893元/千瓦时。

图 27:公司市场化比例变化预期 (单位: 亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 中信建投

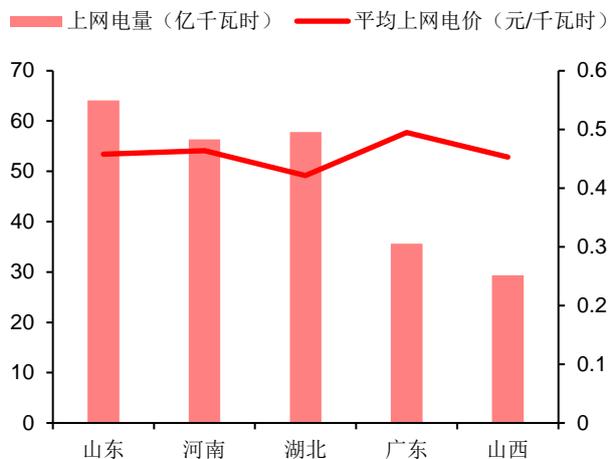
图 28:公司度电标杆电价变化预期 (单位: 元/千瓦时)



数据来源: 公司公告, 中信建投

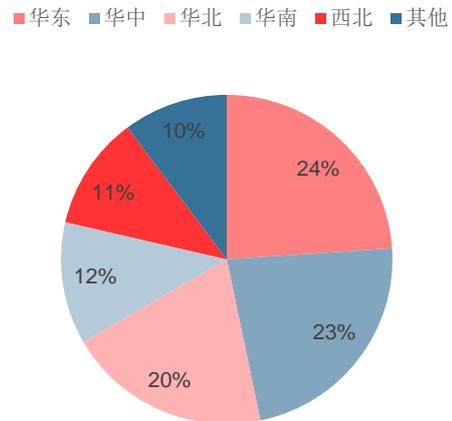
在营业收入的区域分布方面, 2024 年公司前 5 大售电客户分别为山东、河南、湖北、广东和山西电网, 合计销售收入为 110.73 亿元, 约占发电总收入 48.41%; 合计上网电量约为 243.19 亿千瓦时, 约占上网电量 45.07%, 测算平均上网电价约为 0.4553 元/千瓦时。其中, 前五大客户平均上网均价分别为 0.4580、0.4640、0.4211、0.4947 和 0.4526 元/千瓦时。按区域划分, 公司华东、华中、华北、华南、西北和其他地区 (其中地区主要包括东北及中国香港等地) 2024 年分别实现营业收入 54.06、51.31、44.90、27.18、25.20 和 23.06 亿元, 占主营业务收入的 23.9%、22.8%、19.9%、12.0%、11.2% 和 10.2%。整体来看, 公司机组主要分布于中东部地区, 新能源消纳情况总体较好。在 136 号文出台后, 各省机制电价政策或将走向分化, 消纳能力较强、保障性收购政策较优惠区域有望提供的机制电量和机制电价水平, 保障新能源项目收益率。

图 29:公司前五大客户情况



数据来源: 公司公告, 中信建投

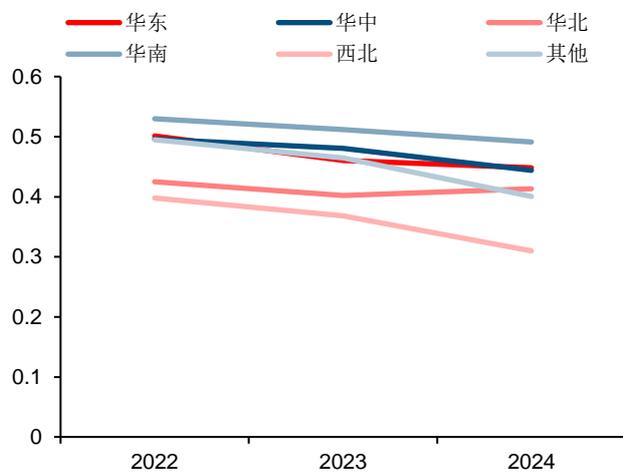
图 30:公司 2024 年营业收入区域分布



数据来源: 公司公告, 中信建投

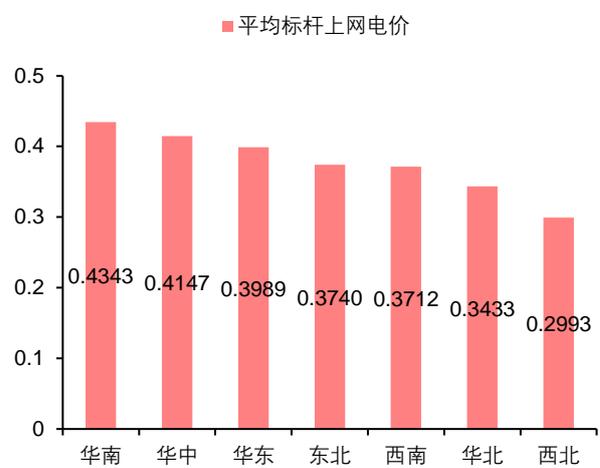
根据公司分区域的售电量情况与营收规模，我们测算公司不同区域的平均上网电价水平。2024年，华东、华中、华北、华南、西北和其他地区平均上网电价分别为0.4483、0.4441、0.4134、0.4912、0.3101和0.4008元/千瓦时（不含税，下同），同比变化-2.7%、-7.6%、+2.7%、-4.1%、-15.8%和-13.8%。西北地区平均上网电价明显低于其他区域，同时上网电价的降幅较大。我们认为这主要受西北地区新增平价项目较多、新增电源类型、本地燃煤标杆电价水平等因素的综合影响。2024年，西北地区售电量为81.28亿千瓦时，同比增长32.6%，高于其他地区售电量增速；其中风电售电量55.94亿千瓦时，同比增长25.2%，光伏售电量25.34亿千瓦时，同比增长52.7%。在燃煤标杆电价方面，西北地区平均燃煤标杆电价为（各省份标杆电价的算术平均值）0.2993元/千瓦时，低于其他地区平均标杆电价水平。在现有新能源上网电价政策及标杆电价机制下，我们预计西北地区新能源上网电价仍将维持相对低位水平。

图 31:公司分区域平均上网电价变化（元/千瓦时）



数据来源:公司公告, 中信建投

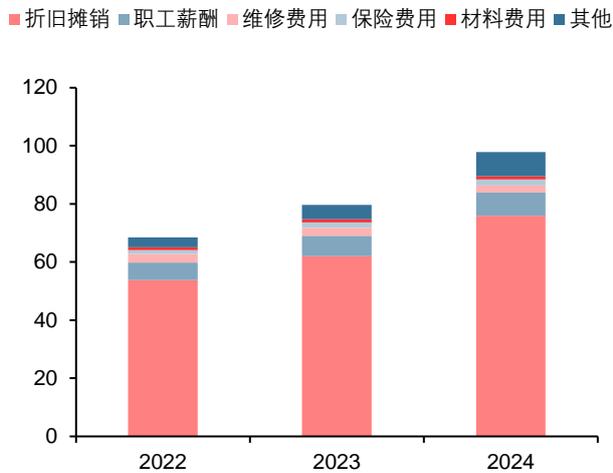
图 32:各地区平均标杆电价水平（元/千瓦时）



数据来源:公司公告, 中信建投

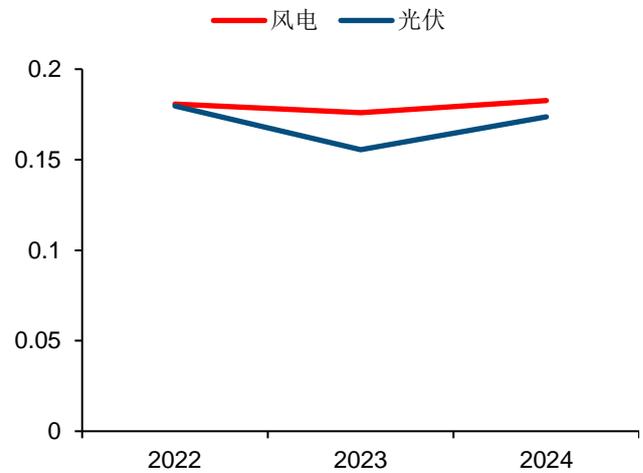
营业成本方面，公司发电业务成本以折旧摊销等固定成本为主，营业成本增长主要由装机增长推动。2024年，公司主营业务成本为97.84亿元，同比增长28.8%；其中折旧摊销成本为75.89亿元，同比增长22.5%，约占主营业务成本的77.6%；职工薪酬、维护维修、保险费用及其他成本合计为21.95亿元，同比增长23.96%，约占主营业务成本的22.43%。分电源类型来看，风电和光伏营业成本分别为82.94和14.90亿元，同比增长13.40%和127.81%；按照当期上网电量折算，风电和光伏的度电营业成本分别为0.1828和0.1737元/千瓦时，同比增长3.8%和11.6%。公司度电营业成本同比增长主要系公司24年新增风光项目转固带来折旧摊销成本增长，叠加利用小时数下降、弃风弃光率上升的影响。

图 33:公司成本结构变化情况 (单位: 亿元)



数据来源:公司公告, 中信建投

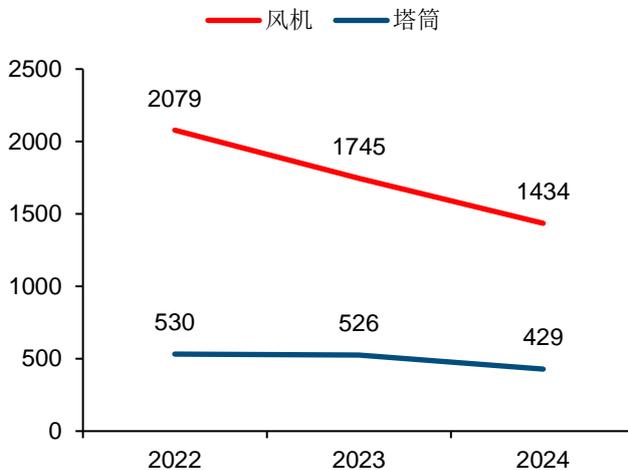
图 34:分电源类型度电成本变化情况 (单位: 元/千瓦时)



数据来源:公司公告, 中信建投

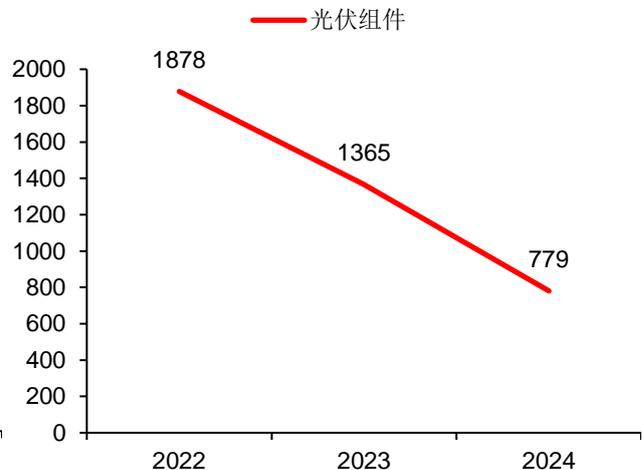
近年来, 伴随新能源设备行业的逐渐成熟, 公司设备采购价格呈下行趋势。风电方面, 公司 2022-2024 年风机和塔筒的采购价格分别为 2079.28、1744.86 和 1433.91 元/千瓦以及 530.35、525.77 和 428.71 元/千瓦; 光伏方面, 公司 2022-2024 年组件采购价格分别为 1877.84、1365.39 和 779.46 元/千瓦。我们认为伴随设备采购价格的下降, 公司折旧摊销成本有望减少, 度电成本有望逐渐改善。

图 35:公司风电设备采购价格 (单位: 元/千瓦)



数据来源:公司公告, 中信建投

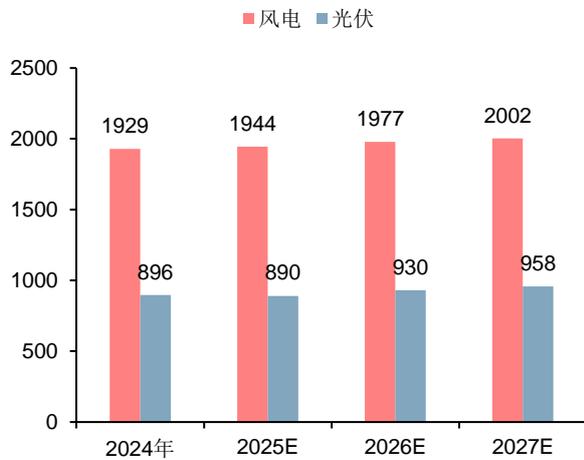
图 36:公司光伏组件采购价格 (单位: 元/千瓦)



数据来源:公司公告, 中信建投

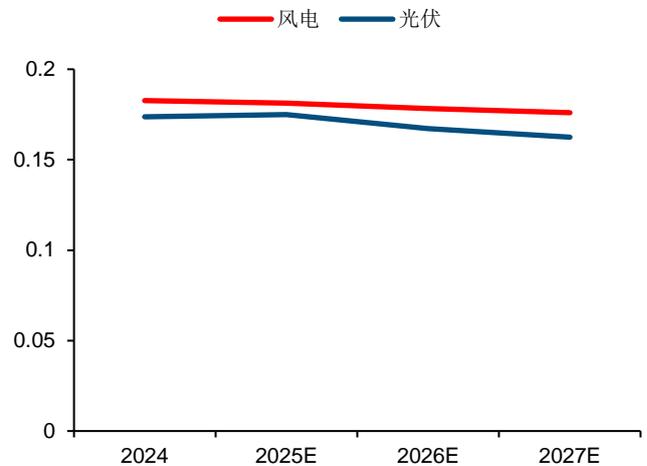
综合来看, 折旧摊销成本是公司营业成本的主要构成部分, 伴随新投产机组折算利用小时数(上网电量/装机容量)的爬升, 公司度电折旧摊销成本有望下降。同时, 在设备采购价格整体下行的趋势下, 公司新增机组折旧摊销成本有望下降。假设公司新增机组营业成本与存量机组保持一致, 风光发电项目投产 1 年后满产(满产折算利用小时数水平为 2200 和 1100 小时), 我们测算了公司度电营业成本的变化情况, 2025-2027 年, 伴随公司新能源装机规模的增长和存量机组利用小时数的爬坡, 公司风电度电营业成本为 0.1813、0.1783 和 0.1761 元/千瓦时; 光伏度电营业成本为 0.1749、0.1673 和 0.1625 元/千瓦时。

图 37:公司分电源折算利用小时情况预期 (单位: 小时)



数据来源:公司公告, 中信建投

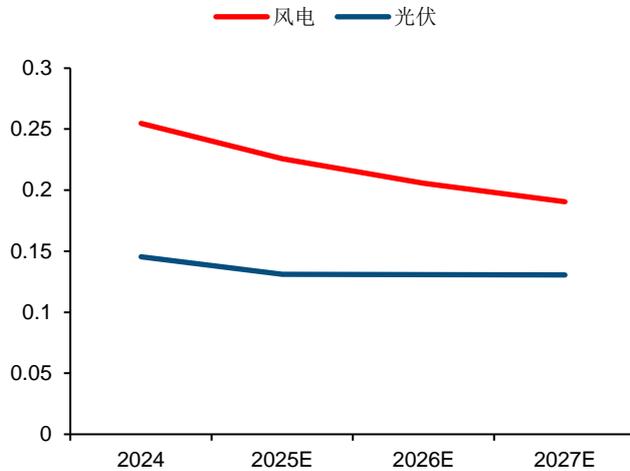
图 38:公司风光度电成本变化预期 (单位: 元/千瓦时)



数据来源:公司公告, 中信建投

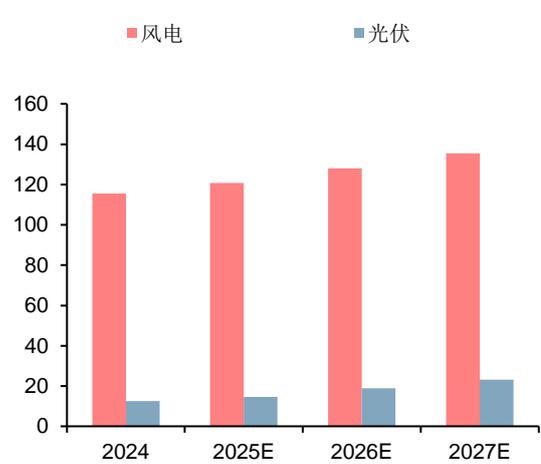
在前文上网电价及度电成本假设基础上, 我们测算了公司风光度电毛利润的变化情况。风电方面, 2025-2027年, 我们预计公司度电毛利润为 0.2257、0.2055 和 0.1906 元/千瓦时; 光伏度电毛利润为 0.1311、0.1308 和 0.1305 元/千瓦时。考虑上网电量的增长后, 公司风电未来三年毛利润预计为 120.79、128.11 和 135.54 亿元; 光伏毛利润预计为 14.67、18.96 和 23.21 亿元。

图 39:公司分电源利用小时情况预期 (单位: 小时)



数据来源:公司公告, 中信建投

图 40:公司毛利润变化情况预期 (单位: 元/千瓦时)



数据来源:公司公告, 中信建投

盈利预测和投资建议

华润新能源 2025-2027 年盈利预测核心假设如下：

1. 公司新能源装机规模维持增长趋势，预计 2025-2027 年公司风电装机容量分别为 2753.07、3153.07 和 3553.07 万千瓦；光伏装机容量分别为 1257.30、1557.30 和 1857.30 万千瓦。考虑新增装机达产对利用小时的影响后，预计 25-27 年公司上网电量分别为 647.18、768.18 和 889.18 亿千瓦时。
2. 在上网电价方面，考虑新能源市场化比例提升对度电标杆电价的影响以及度电可再生能源补贴的摊薄，预计 25-27 年公司平均上网电价为 0.3895、0.3677 和 0.3519 元/千瓦时。

根据上述核心假设公司营业收入和成本构成如下：

表 1:公司营收及成本构成预测表（单位:亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入合计	205.12	228.74	254.53	284.91	315.37
风电	188.27	198.55	217.82	239.25	260.78
光伏	15.50	27.39	34.25	43.20	52.13
其他业务	1.35	2.80	2.46	2.46	2.46
成本合计	80.50	99.84	118.40	137.17	155.94
风电	73.14	82.94	97.04	111.13	125.23
光伏	6.54	14.90	19.57	24.25	28.92
其他业务	0.82	2.00	1.79	1.79	1.79
毛利合计	124.62	128.89	136.13	147.74	159.43
风电	115.13	115.61	120.79	128.11	135.54
光伏	8.96	12.48	14.67	18.96	23.21
其他业务	0.53	0.80	0.68	0.68	0.68

数据来源:公司公告, 中信建投

作为华润电力旗下唯一新能源整合平台，伴随核准在建项目的陆续投产，公司装机规模及上网电量有望平稳增长。伴随 136 号文的出台，新能源发电项目全面入市交易，公司上网电价存在下行压力，但机制电价政策有助于维持存量项目的收益稳定性。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 83.86 亿元、89.30 亿元、94.08 亿元；对应 EPS 为 0.77、0.82 和 0.86 元/股（未考虑上市募资对股本的影响）。

表 2: 华润新能源盈利预测（单位:百万元, 元/股）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20511.7	22873.6	25453.2	28491.1	31536.6
营业成本	8050.2	9984.4	11839.7	13716.7	15593.6
营业税金及附加	131.4	182.3	202.5	226.7	250.9
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	1245.7	1309.1	1399.9	1567.0	1734.5
研发费用	32.8	82.7	1901.2	2042.6	2166.4
财务费用	1508.4	1799.5	87.7	95.1	102.7
减值损失	(74.7)	(187.9)	(133.9)	(132.5)	(131.2)
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	90.2	44.9	50.0	50.0	50.0
其他收益	428.3	447.8	498.2	557.7	617.3
营业利润	9962.5	9781.1	10436.5	11318.1	12224.7
营业外收入	66.3	113.0	75.7	75.7	75.7
营业外支出	74.4	91.6	86.3	86.3	86.3
利润总额	9954.5	9802.5	10425.8	11307.5	12214.1
所得税	1495.8	1660.4	1824.5	2148.4	2565.0
净利润	8458.7	8142.1	8601.3	9159.0	9649.1
少数股东损益	178.5	188.8	215.0	229.0	241.2
归属母公司净利润	8280.2	7953.3	8386.3	8930.1	9407.9
EPS	0.76	0.73	0.77	0.82	0.86

数据来源: 公司公告, 中信建投

表 3: 华润新能源资产负债表预测（单位:百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3788.06	1951.81	2545.32	2849.11	3153.66
应收票据及账款	19347.99	22730.17	23454.38	26253.72	29060.06
预付账款	73.43	126.11	111.27	124.55	137.86
其他应收款	345.95	631.48	728.59	815.55	902.73
存货	108.95	129.05	162.08	187.77	213.46
其他流动资产	2489.92	2165.06	2817.69	3153.99	3491.13
流动资产总计	26154.31	27733.68	29819.33	33384.68	36958.89
长期股权投资	512.73	656.78	716.87	776.96	837.05
固定资产	109201.09	122377.22	126658.03	129993.19	132382.71
在建工程	23339.62	36215.94	30179.95	24143.96	18107.97
无形资产	4317.60	5392.76	5392.76	5392.76	5392.76
长期待摊费用	1758.50	2206.09	2635.43	2103.71	1747.80
其他非流动资产	8550.39	10900.42	10900.42	10900.42	10900.42
非流动资产合计	147679.92	177749.22	176483.46	173311.01	169368.72

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资产总计	173834.24	205482.91	206302.79	206695.69	206327.62
短期借款	3522.51	12293.79	8469.52	7306.76	4938.86
应付票据及账款	317.06	688.59	656.50	760.58	864.65
其他流动负债	33512.38	35571.09	45968.67	53200.10	60431.96
流动负债合计	37351.95	48553.47	55094.69	61267.43	66235.47
长期借款	57445.23	69122.89	54800.54	39861.89	24876.95
其他非流动负债	455.75	470.51	470.51	470.51	470.51
非流动负债合计	57900.99	69593.40	55271.04	40332.40	25347.46
负债合计	95252.94	118146.87	110365.74	101599.83	91582.93
股本	51976.90	51976.90	51976.90	51976.90	51976.90
资本公积	3503.92	3540.98	3540.98	3540.98	3540.98
留存收益	21263.68	29281.13	37667.12	46596.96	56004.57
归属母公司权益	76744.50	84799.01	93185.00	102114.83	111522.45
少数股东权益	1836.79	2537.03	2752.05	2981.02	3222.24
股东权益合计	78581.30	87336.04	95937.05	105095.86	114744.69
负债和股东权益合计	173834.24	205482.91	206302.79	206695.69	206327.62

资料来源：中信建投

表 4: 华润新能源现金流量表预测 (单位:百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	6458.22	8458.68	8142.12	8157.83	8675.49	9130.33
折旧与摊销	5592.47	6521.22	8202.67	2858.24	3803.87	3646.47
财务费用	2838.80	1508.41	1799.51	1901.18	2042.62	2166.35
投资损失	-60.83	-90.20	-44.90	-50.00	-50.00	-50.00
营运资金变动	1412.48	-2851.84	-2551.44	8873.37	4073.93	4066.27
其他经营现金流	132.11	269.31	298.59	537.52	597.02	656.67
经营性现金净流量	16373.25	13815.59	15846.55	22278.14	19142.94	19616.09
资本支出	24314.48	26667.38	34555.56	0.00	0.00	-0.00
长期投资	-493.22	-2045.13	-185.30	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	3280.63	1034.55	346.58	-89.12	-108.49	-132.95
投资性现金净流量	-21527.07	-27677.96	-34394.28	-89.12	-108.49	-132.95
短期借款	194.99	3319.72	8771.29	-3250.43	-1066.58	-2662.39
长期借款	15548.88	17717.96	11677.66	-14897.67	-15038.08	-14693.36
普通股增加	51887.32	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-6594.22	-462.43	37.06	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-53407.95	-7902.30	-3359.89	-3447.40	-2626.00	-1822.84
筹资性现金净流量	7629.02	12672.95	17126.11	-21595.51	-18730.66	-19178.59
现金流量净额	2475.66	-1189.39	-1421.74	593.51	303.79	304.55

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

新能源装机增长不及预期的风险：公司目前积极推进在手项目的建设，如果工程推进受阻，装机增长不及预期，公司营收及利润或将有所下降。

发电设备采购价格上涨的风险：目前光伏组件及风电设备采购处于相对低位，如果中上游产能发生较大缩减，公司设备采购价格上涨，带动折旧成本增长，公司经营业绩增长或将不及预期。

风光上网电量波动的风险：风电及光伏上网电量受自然资源条件、电网接入工程建设、当地新能源能力等因素影响，如果上网电量下行，公司经营业绩或将不及预期。

分析师介绍

高兴

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，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。

侯启明

公用环保组分析师，山东大学学士，复旦大学硕士，2023年加入中信建投公用环保团队。

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/或其附属机构（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