

华润电力 (00836.HK)

25年中报点评：业绩受一次性因素扰动，期待下半年机组投产带来的业绩释放

华润电力发布 2025 年中期业绩，上半年实现营业收入 502.67 亿港元，同比-1.67%；归母净利润 78.72 亿港元，同比-15.9%，归母核心利润 82.78 亿港元，同比+0.1%。

- 受一次性因素影响，公司业绩同比下滑，但核心利润稳健。公司上半年实现营业收入 502.67 亿港元，同比-1.67%；归母净利润 78.72 亿港元，同比-15.9%，归母核心利润 82.78 亿港元，同比+0.1%。公司业绩同比下滑主要是一次性因素导致，包括去年同期实现汇兑收益 2.9 亿港元，处置子公司收益 8.8 亿港元，以及今年上半年计提了 4.08 亿港元减值损失（新能源项目商誉减值 1.21 亿港元，德润生物质项目其他应收款减值 1.54 亿港元，以及部分项目退出或技改涉及的减值）。
- 煤价下行带动火电度电盈利改善，下半年将新增近 6GW 火电装机。受全社会用电需求增速放缓，以及新能源装机规模增长挤压火电发电空间影响，上半年公司实现火电售电量 711.42 亿千瓦时，同比-1.4%。煤电除税上网电价为 391.2 元/兆瓦时，同比-6.1%。受益煤价持续下行，公司燃煤电厂平均标煤单价为 823.8 元/吨，同比-11.8%，单位燃料成本同比下降 12.7%至 241.3 元/兆瓦时。上半年公司纯火电（不含煤炭业务）归母核心利润为 27.88 亿港元，同比+20.6%，测算度电归母核心利润为 0.039 港元/千瓦时，同比+0.007 港元/千瓦时，盈利能力进一步改善。期内，公司新增火电项目权益装机 89.4 万千瓦，下半年预计投产的火电机组权益装机容量近 6GW，有望为全年带来可观业绩贡献。
- 可再生能源度电盈利下滑，下半年装机有望提速。上半年，公司风电/光伏/水电售电量分别同比增长 15.5%/31.3%/50.9%。风电平均利用小时数达 1268 小时，同比+45 小时，较全国平均高出 181 小时；光伏平均利用小时数为 676 小时，同比-29 小时，较全国平均高出 116 小时。受平价项目投产及市场化电量占比提升影响，上半年风电、光伏不含税上网电价分别为 396.8、304.9 元/兆瓦时，同比下降 11.0%、6.1%。公司可再生能源实现归母核心利润 56.37 亿港元，同比+1.5%，测算度电归母核心利润为 0.183 港元/千瓦时，同比-0.03 港元/千瓦时。上半年公司风光新增并网装机 483.9 万千瓦，完成全年 1000 万千瓦目标的 48%，下半年装机预计提速。
- 盈利预测与估值。公司火电机组主要分布在经济相对发达的省份，发电经济效益较好；大部分新能源项目位于 IV 类资源区，具备差异化竞争优势。此外，公司依托集团市场化基因，新能源项目更注重效益而非规模，风光利用小时数及盈利能力领先。公司拟分拆华润新能源赴 A 上市，有助于长期增长潜力释放，中远期公司股东将显著受益。考虑到一次性因素影响，调减公司 2025-2027 年归母净利润预期至 140.08、144.72、147.84 亿港元，分别同比增长-2.6%、3.3%、2.2%，当前股价对应 PE 分别为 6.4x、6.2x、6.1x，维持“增持”评级。
- 风险提示：燃料价格上行风险、上网电价波动风险、风光资源不及预期、项目获取和开工进度不及预期等。

财务数据与估值

增持（维持）

周期/环保及公用事业
目标估值：NA
当前股价：18.51 港元

基础数据

总股本（百万股）	5177
已上市流通股（百万股）	5177
总市值（十亿元）	95.8
流通市值（十亿元）	95.8
每股净资产（MRQ）	21.2
ROE（TTM）	13.1
资产负债率	66.9%
主要股东	华润股份有限公司
主要股东持股比例	61.7343%

股价表现



相关报告

- 1、《华润电力（00836）深度报告：优质火电构筑深厚底蕴，绿电差异化竞争强化优势（更新）》2025-07-22

宋盈盈 S1090520080001
songyingying@cmschina.com.cn
卢湘雪 研究助理
luxiangxue@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万港元)	104380	105284	103955	111326	117656
同比增长	0%	1%	-1%	7%	6%
营业利润(百万港元)	19749	20169	19152	19959	20504
同比增长	72%	2%	-5%	4%	3%
净利润(百万港元)	11003	14388	14008	14472	14784
同比增长	56%	31%	-3%	3%	2%
每股收益(港元)	2.29	2.97	2.89	2.98	3.05
P/E(倍)	8.1	6.2	6.4	6.2	6.1
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	49617	53857	55963	58986	63543
现金及现金等价	4083	5834	8480	8096	9715
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	212	132	132	132	132
应收账款及票据	32826	34281	33848	36248	38309
其它应收款	8061	8362	8256	8842	9344
存货	4017	5074	5074	5483	5847
其他流动资产	419	175	173	185	196
非流动资产	272779	308607	291253	275137	260169
长期投资	23128	23050	23050	23050	23050
固定资产	215752	244851	227498	211381	196414
无形资产	14281	17844	17844	17844	17844
其他	19618	22862	22862	22862	22862
资产总计	322396	362464	347217	334122	323712
流动负债	84062	93226	79173	66801	56951
应付账款	6017	6860	6860	7413	7905
应交税金	2147	2206	2206	2206	2206
短期借款	33365	50207	36150	20491	7714
其他	42534	33953	33956	36691	39126
长期负债	133787	149286	149286	149286	149286
长期借款	125827	140160	140160	140160	140160
其他	7959	9126	9126	9126	9126
负债合计	217849	242512	228459	216087	206237
股本	22317	29514	29514	29514	29514
储备	62657	69638	66865	64512	62286
少数股东权益	19573	20801	22379	24010	25675
归属于母公司所有者权益	84974	99152	96379	94026	91800
负债及权益合计	322396	362464	347217	334122	323712

现金流量表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	28869	33695	33007	31777	31188
净利润	11003	14388	14008	14472	14784
折旧与摊销	14720	16417	17455	16217	15069
营运资本变动	(3402)	(489)	544	(120)	(11)
其他非现金调整	6548	3378	1001	1207	1346
投资活动现金流	(43986)	(52074)	4219	4219	4219
资本性支出	(38777)	(49700)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	177	49	49	49	49
投资增减	1473	423	0	0	0
其它	(3913)	(2038)	4320	4320	4320
筹资活动现金流	11829	20404	(34580)	(36380)	(33788)
债务增减	22711	30512	(14057)	(15659)	(12777)
股本增减	0	7198	0	0	0
股利支付	3386	7418	16781	16825	17010
其它筹资	(7497)	(9888)	(3742)	(3896)	(4000)
其它调整	(6771)	(14836)	(33562)	(33649)	(34020)
现金净增加额	7721	4083	2646	(384)	1619

利润表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	104380	105284	103955	111326	117656
主营收入	103334	105284	103955	111326	117656
营业成本	80769	80430	80437	86914	92682
毛利	22566	24854	23518	24412	24974
营业支出	3863	4685	4366	4453	4471
营业利润	19749	20169	19152	19959	20504
利息支出	4166	4018	3742	3896	4000
利息收入	125	0	120	120	120
权益性投资损益	1541	1091	1200	1200	1200
其他非经营性损益	(2697)	2954	3000	3000	3000
非经常项目损益	948	0	0	0	0
除税前利润	15499	20197	19729	20383	20823
所得税	3389	4218	4143	4280	4373
少数股东损益	1107	1590	1578	1631	1666
归属普通股股东净利润	11003	14388	14008	14472	14784
EPS (港元)	2.29	2.97	2.89	2.98	3.05

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	0%	1%	-1%	7%	6%
营业利润	72%	2%	-5%	4%	3%
净利润	56%	31%	-3%	3%	2%
获利能力					
毛利率	21.6%	23.6%	22.6%	21.9%	21.2%
净利率	10.5%	13.7%	13.5%	13.0%	12.6%
ROE	12.9%	14.5%	14.5%	15.4%	16.1%
ROIC	5.4%	6.1%	6.3%	6.9%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	67.6%	66.9%	65.8%	64.7%	63.7%
净负债比率	49.4%	52.5%	50.8%	48.1%	45.7%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	18.8	17.7	15.9	16.5	16.4
应收账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.6	2.5
应付账款周转率	11.4	12.5	11.7	12.2	12.1
每股资料(港元)					
每股收益	2.29	2.97	2.89	2.98	3.05
每股经营现金	6.00	6.95	6.80	6.55	6.43
每股净资产	17.66	20.44	19.87	19.38	18.92
每股股利	1.24	1.15	1.16	1.19	1.22
估值比率					
PE	8.1	6.2	6.4	6.2	6.1
PB	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.6	7.9	7.9	8.0	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。