

电力

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 18.51 港元 21.82↓ +17.9%

2025 年 8 月 21 日

华润电力 (836 HK)

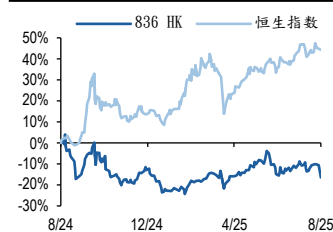
上半年再生能源盈利略低于预期，维持 10 吉瓦风/光新增装机目标

- ④ 上半年核心利润持平，火电分部优于再生能源。公司 2025 上半年报表盈利同比降 15.9%，核心盈利同比持平，略低于市场预期约 5% 增长。其中，去年同期有约 14 亿港元一次性收益造成高基数，扣除其影响后公司期内经营利润增长约 4%。我们认为上半年火电分部较再生能源经营表现更好，主因为：1) 火电分部因煤炭成本及煤耗低于预期（同比降 12%/0.8%），点火价差同比上升 6.5%；2) 风电/光伏上网电价同比降 11%/6%，部份抵消售电量同比上升（分别增 15.5%/31.3%）带来的利润增长，加上税负影响，再生能源分部核心盈利同比仅增 1.5%。因公司以报表利润作分红基准，上半年分红比率维持 23%，加上去年下半年增发的摊薄，中期股息同比降 21% 至 0.356 港元。
- ④ 2025 年为火电/再生能源新增装机高峰，净负债率有望在 2026-27 年回落。上半年公司再生能源新增装机大升 4 倍至 4.8 吉瓦（风电/光伏分别增约 1.2/3.6 吉瓦）。管理层预期今年风/光新增装机约 10 吉瓦，同时公司下半年亦有近 6 吉瓦火电新增装机。预期全年资本开支为 568 亿港元，为过去 5 年最高水平。我们预期公司年底净负债股本比将同比上升 13 个百分点至 169%。我们目前估计 2026 年公司新增装机速度将减慢，再生能源/火电新增装机为 8.5/1.0 吉瓦，净负债率将在 2026-27 年间回落。
- ④ 2025/26 年核心盈利增长温和，股息率仍吸引，我们略微下调公司 2025/26 年核心盈利 1.5%/0.7%，主要反映上网电价下降幅度高于预期，预期 2025/26 年核心盈利同比上升 4.4%/12.2%。因再生能源分部盈利下调，我们以分部估值法得出的目标价略为下调至 21.82 港元。我们认为公司在中报公告后股价下跌，主因为市场忽略了去年同期盈利高基数及中期股息同比下降所致，我们预期公司维持以报表利润 40% 的分红比率，2025/26 股息率为 5.6%/6.3%，仍属吸引水平，维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	23.00
52周低位 (港元)	16.76
市值 (百万港元)	95,827.38
日均成交量 (百万)	90.96
年初至今变化 (%)	(1.96)
200天平均价 (港元)	19.05

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万港元)	103,334	105,284	101,714	108,774	115,820
同比增长 (%)	0.0	1.9	-3.4	6.9	6.5
净利润 (百万港元)	11,333	14,716	13,780	15,415	17,830
每股盈利 (港元)	2.24	2.48	2.60	2.91	3.38
同比增长 (%)	53.2	10.8	4.6	12.2	16.0
前EPS预测值 (港元)			2.64	2.94	3.25
调整幅度 (%)			-1.5	-0.7	4.2
市盈率 (倍)	8.3	7.5	7.1	6.4	5.5
每股账面净值 (港元)	17.66	19.15	20.66	22.49	24.63
市账率 (倍)	1.05	0.97	0.90	0.82	0.75
股息率 (%)	7.5	6.2	5.6	6.3	7.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 上半年业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万港元)	1H24	2H24	1H25	同比 (%)
营业额	51,120	54,164	50,267	(1.7)
经营成本	(40,266)	(45,428)	(38,961)	(3.2)
调整前营业利润	10,854	8,737	11,306	4.2
其他收入	865	1,243	760	(12.2)
其他收益净额	1,547	(21)	80	(94.8)
营业利润	13,266	9,958	12,146	(8.4)
财务费用	(2,070)	(2,048)	(1,908)	(7.8)
应占联营公司业绩	644	497	661	2.5
应占合资企业业绩	177	(228)	124	(30.0)
所得税前利润	12,018	8,179	11,023	(8.3)
所得税费用	(2,065)	(2,153)	(2,365)	14.5
期内利润	9,953	6,026	8,659	(13.0)
永续证券持有人权益	0	(328)	0	0.0
其他非控制性权益	(590)	(672)	(786)	33.2
期内净利润	9,363	5,026	7,872	(15.9)
核心利润	8,271	6,118	8,278	0.1

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：装机容量及售电量预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
应占装机容量 (兆瓦)					
火电	37,167	38,245	42,245	43,245	44,245
风电/光伏/水电	22,597	34,188	43,688	52,188	60,188
总计	59,764	72,433	85,933	95,433	104,433
售电量 (吉瓦时)					
火电	43,812	52,228	70,299	83,602	98,647
风电	39,612	43,771	57,079	64,913	74,491
光伏	2,863	6,917	11,484	17,064	22,532
水电	1,337	1,540	1,736	1,624	1,624
总计	193,265	207,638	226,948	246,061	263,356

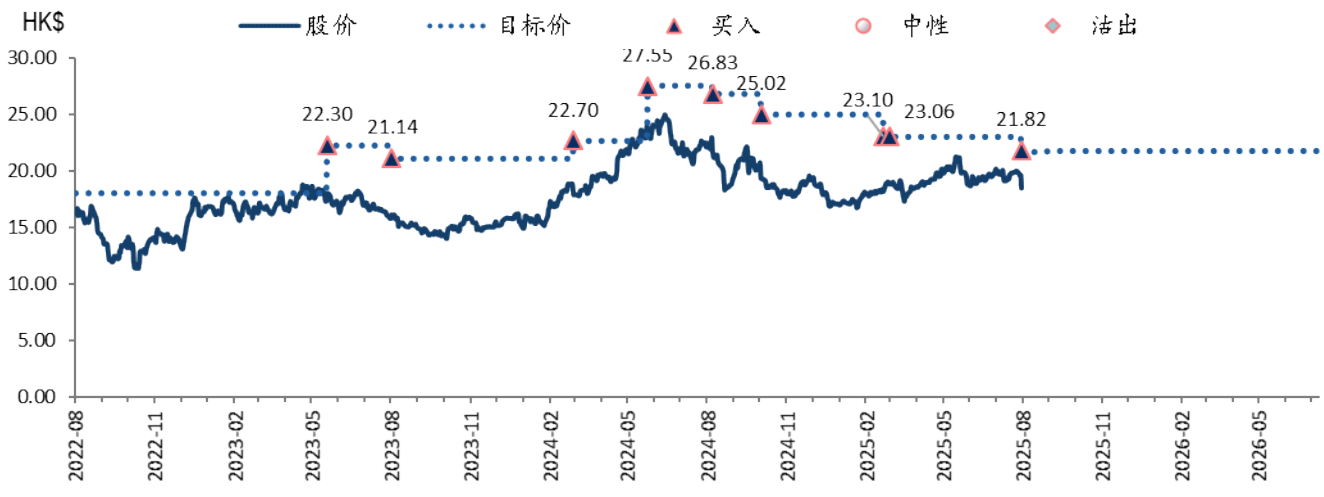
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：分部加总估值

板块	估值基准	估值 (百万港元)	每股价值 (港元)
火电	0.75x2026EP/B	18,014	3.48
新能源	8.0x2026EP/E	94,929	18.34
总计		112,943	21.82

资料来源：交银国际预测

图表 4：华润电力 (836 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5：交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
836 HK	华润电力	买入	18.51	21.82	17.9%	2025 年 08 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.81	8.23	20.9%	2025 年 08 月 21 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.15	3.77	19.7%	2025 年 05 月 27 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.40	3.03	26.3%	2025 年 05 月 02 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.36	2.65	12.3%	2025 年 03 月 31 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	92.49	72.50	-21.6%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	47.68	43.30	-9.2%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	6.94	6.28	-9.5%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.18	1.49	26.3%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.23	3.70	14.6%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.22	11.45	12.0%	2025 年 07 月 18 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.69	3.47	-26.0%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	48.23	49.82	3.3%	2025 年 07 月 16 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	14.71	16.50	12.2%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	中性	1.22	1.28	4.9%	2025 年 08 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 8 月 21 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	103,334	105,284	101,714	108,774	115,820
主营业务成本	(69,229)	(68,653)	(64,251)	(67,034)	(69,127)
毛利	34,105	36,631	37,463	41,740	46,693
销售及管理费用	(18,151)	(17,041)	(17,514)	(18,891)	(20,335)
其他经营净收入/费用	2,244	3,634	2,160	2,231	2,306
经营利润	18,198	23,225	22,109	25,080	28,664
财务成本净额	(4,241)	(4,119)	(4,776)	(5,148)	(5,334)
应占联营公司利润及亏损	1,541	1,091	1,390	1,478	1,572
税前利润	15,499	20,197	18,723	21,409	24,903
税费	(3,389)	(4,218)	(3,745)	(4,282)	(4,981)
非控股权益	(778)	(1,263)	(1,198)	(1,713)	(2,092)
净利润	11,333	14,716	13,780	15,415	17,830
归于权益的分派	(329)	(328)	(328)	(328)	(328)
作每股收益计算的净利润	10,789	12,863	13,452	15,087	17,503

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,083	5,834	2,110	1,666	1,636
应收账款及票据	40,467	42,411	44,587	47,682	50,771
存货	4,017	5,074	4,508	4,613	4,668
其他流动资产	1,050	538	538	538	538
总流动资产	49,617	53,857	51,744	54,498	57,613
物业、厂房及设备	215,752	244,851	283,020	309,764	329,162
无形资产	15,275	18,842	18,842	18,842	18,842
合资企业/联营公司投资	22,128	21,335	21,876	22,505	23,229
其他长期资产	19,624	23,579	23,579	23,579	23,579
总长期资产	272,779	308,607	347,316	374,690	394,812
总资产	322,396	362,464	399,060	429,188	452,425
短期贷款	33,365	50,207	57,738	59,470	61,254
应付账款	36,424	37,447	33,749	34,530	34,944
其他短期负债	14,273	5,573	6,134	6,777	7,524
总流动负债	84,062	93,226	97,621	100,776	103,721
长期贷款	125,827	140,160	163,006	178,492	185,275
其他长期负债	7,959	9,126	9,126	9,126	9,126
总长期负债	133,787	149,286	172,132	187,618	194,401
总负债	217,849	242,512	269,754	288,394	298,122
股本	22,317	29,514	29,514	29,514	29,514
储备及其他资本项目	62,657	69,638	77,466	86,914	98,003
股东权益	84,974	99,151	106,980	116,427	127,516
记作权益的金融工具	10,664	10,687	11,014	11,342	11,670
非控股权益	8,909	10,114	11,312	13,025	15,117
总权益	104,547	119,952	129,306	140,794	154,303

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	15,499	20,197	18,723	21,409	24,903
合资企业/联营公司收入调整	(1,541)	(1,091)	(1,390)	(1,478)	(1,572)
折旧及摊销	14,720	16,417	18,632	21,536	23,571
营运资本变动	(3,402)	(489)	(5,308)	(2,419)	(2,730)
利息调整	4,116	3,962	4,776	5,148	5,334
税费	(2,998)	(4,367)	(3,183)	(3,640)	(4,233)
其他经营活动现金流	2,476	(934)	0	0	0
经营活动现金流	28,869	33,695	32,250	40,557	45,272
资本开支	(38,777)	(49,700)	(56,800)	(48,280)	(42,969)
投资活动	(258)	(113)	0	0	0
其他投资活动现金流	(4,951)	(2,262)	848	848	848
投资活动现金流	(43,986)	(52,074)	(55,952)	(47,432)	(42,121)
负债净变动	23,137	33,372	30,377	17,218	8,567
权益净变动	0	7,196	0	0	0
股息	(3,386)	(7,418)	(5,624)	(5,640)	(6,413)
其他融资活动现金流	(7,922)	(12,746)	(4,776)	(5,148)	(5,334)
融资活动现金流	11,829	20,404	19,978	6,430	(3,180)
汇率收益/损失	(351)	(274)	0	0	0
年初现金	7,721	4,083	5,834	2,110	1,666
年末现金	4,083	5,834	2,110	1,666	1,636

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(港元)					
核心每股收益	2.243	2.485	2.598	2.914	3.381
全面摊薄每股收益	2.243	2.485	2.598	2.914	3.381
每股股息	1.387	1.146	1.041	1.168	1.355
每股账面值	17.664	19.152	20.664	22.489	24.631
利润率分析(%)					
毛利率	33.0	34.8	36.8	38.4	40.3
EBITDA利润率	31.9	37.7	39.6	41.4	43.3
EBIT利润率	17.6	22.1	21.7	23.1	24.7
净利率	11.0	14.0	13.5	14.2	15.4
盈利能力(%)					
ROA	3.3	3.5	3.4	3.5	3.9
ROE	12.7	13.0	12.6	13.0	13.7
其他					
净负债权益比(%)	148.4	153.8	169.1	167.8	158.7
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
存货周转天数	26.3	34.7	34.7	34.7	34.7
应收账款周转天数	142.9	147.0	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	238.8	256.3	260.0	260.0	260.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。