

2025 年 08 月 22 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
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 21 日
收盘价（港元）	2.42
一年内最高/最低（港元）	2.85/1.98
总市值（百万港元）	10,381.62
流通市值（百万港元）	10,381.62
资产负债率（%）	79.08

资料来源：聚源数据

中广核新能源 (01811. HK)

——业绩符合预期，风电电价基本企稳

投资要点：

- **事件：**公司披露 2025 年半年报业绩，2025H1 公司实现营业收入 8.57 亿美元（61 亿元），同比下滑 12.8%，实现归母净利润 1.64 亿美元（11.68 亿元），同比下滑 10.9%。（注：汇率参考 1 美元=7.12 人民币，下同）
- **韩国项目和中国光伏项目拖累公司业绩，风电利润同比持平。**2025H1 公司分板块利润如下：**1）中国风电**项目实现归母净利润 1.41 亿美元（10.04 亿元），与去年同期基本持平；**2）中国光伏**项目实现归母净利润 0.11 亿美元（0.78 亿元），同比下滑 54%，主因电价下降、限电率提升；**3）中国火电**项目实现归母净利润 0.35 亿美元（2.5 亿元），同比增长 237%，主因出售热电联产项目获得投资收益 0.24 亿美元（1.7 亿元），剔除这一影响后公司火电利润同比小幅增长 5.8%；**4）韩国项目**实现归母净利润 0.24 亿美元（1.7 亿元），同比下滑 55%，主因电价下降、发电量下滑。
- **从经营数据来看，公司风电电价基本企稳，光伏电价下降明显。**2025H1 公司风电电价 0.55 元/千瓦时，同比下降 0.02 元/千瓦时，风电电价基本企稳，而光伏电价 0.52 元/千瓦时，同比下降 0.06 元/千瓦时，主因市场化电价下滑、新增平价项目电价较低。另外，2025H1 公司韩国项目电价 175.67 韩元/千瓦时，同比下降 7.5%，中国燃煤电价 0.46 元/千瓦时，同比下降 0.03 元/千瓦时，热电联产项目电价 0.44 元/千瓦时，同比下降 0.02 元/千瓦时。**在成本端，**2025H1 公司平均标煤价格 915.65 元/吨，同比下滑 16.7%。
- **克制项目投资，2025H1 仅投产 11 万千瓦光伏装机。**公司作为“小而美”新能源运营商，近几年在新能源运营压力加大的背景下持续减少投资，2025H1 在全市场光伏装机持续走高的背景下，公司新增新能源装机仅为 11 万千瓦（均为光伏），当期资本开支仅 4 亿美元（28.5 亿元），维持在较低水平，资本开支主要投向为韩国燃气项目。我们认为，此举体现了公司倾向于减少盲目资本开支，追求高质量发展，保障股东权益。
- **机制电量政策的出台有望强化收益率稳定预期，行业或进入更健康的发展周期。**年初发改委发布《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》，计划建立差价结算机制，对纳入机制的电量，市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业按规定开展差价结算，计入系统运行费用，多退少补，我们预计进入合约电量的项目其未来电价较为稳定，收益率预期更为明确，新能源项目有望向稳定类公用事业的收益率靠拢，提振企业估值。
- **盈利预测与评级：**我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 16、16.9、18.1 亿元（下调前分别为 18.5、19.6、20.9 亿元），当前股价对应的 PE 分别为 5.9、5.6、5.3 倍，按照 25%的分红率测算，公司 2025-2027 年的股息率分别为 4.2%、4.4%、4.8%，继续维持“买入”评级。
- **风险提示。**电价下降风险、新增项目回报率不及预期、限电水平超预期

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15562	14027	13398	13562	13775
同比增长率（%）	-9.25%	-9.86%	-4.49%	1.23%	1.57%
归母净利润（百万元）	1896	1783	1598	1690	1806
同比增长率（%）	39.50%	-5.96%	-10.38%	5.80%	6.83%
每股收益（元/股）	0.44	0.42	0.37	0.39	0.42
ROE（%）	17.3%	15.3%	12.5%	12.0%	11.7%
市盈率（P/E）	5.0	5.3	5.9	5.6	5.3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

图表 1：公司预测利润表（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7623	11002	17149	15562	14027	13398	13562	13775
主营业务收入	7503	10805	16924	15532	14027	13398	13562	13775
其他营业收入	120	197	225	30	0	0	0	0
营业总支出	5627	8127	12818	11619	10091	9856	9954	10080
营业成本								
营业开支	5627	8127	12818	11619	10091	9856	9954	10080
营业利润	1996	2874	4331	3943	3936	3542	3609	3695
加：利息收入	19	16	25	41	0	0	0	0
减：利息支出	946	1200	1582	1507	1303	1271	1212	1143
加：权益性投资损益	191	(239)	(441)	21	31	31	31	31
其他非经营性损益	18	3	(477)	(42)	(101)	(101)	(101)	(101)
非经常项目前利润	1277	1454	1857	2457	2563	2201	2325	2481
加：非经常项目损益	61	48	44	40.29	-138.53	-28	-27	-26
除税前利润	1339	1501	1901	2497	2424	2173	2298	2455
减：所得税	245	215	408	516	568	509	538	575
少数股东损益	36	108	134	85	74	66	70	75
持续经营净利润	1058	1178	1359	1896	1783	1598	1690	1806
加：非持续经营净利润								
其他特殊项								
净利润	1058	1178	1359	1896	1783	1598	1690	1806
减：优先股利及其他调整项								
归属普通股股东净利润	1058	1178	1359	1896	1783	1598	1690	1806

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）。