

电力	收盘价 港元 3.13	目标价 港元 3.75↓	潜在涨幅 +19.8%
----	----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 22 日

中国电力 (2380 HK)

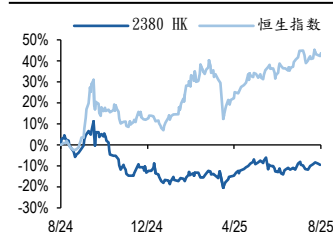
上半年盈利优于预期，2025-26 年盈利保持较快增长

- ④ **上半年盈利胜预期，火电/风电分部表现突出。**公司 2025 上半年盈利同比增 0.7%，超出市场预期的降 5-7%。期内火电及风电经营利润增长突出（同比分别增加 15%/10%），主因包括：1）火电燃料成本/单位煤耗同比下降 14%/1.4%，使点火价差同比上升 17%，抵销了因出售项目股权后发电量同比降 14.7%，及利用小时同比下降的影响；2）风电分部因公司项目所处地区风速同比改善，利用小时同比上升 5%，以及新增装机的贡献推动发电量同比上升 26%。唯水电分部因去年高基数及公司项目所在地区雨量同比减少，利用小时同比降 24%，使水电分部利润同比降 19%。光伏分部期间同样受日照时数同比减少拉低利用率，同时因同比新增装机量较多，折旧费用同比上升 38%，因此光伏分部经营利润同比降 17%。
- ④ **小幅调整全年风/光装机目标，十五五期间火电装机适度新增。**受 136 号文出台影响，上半年公司新增装机 4.55 吉瓦，风/光分别占 1.6/2.9 吉瓦。因应新政策出台，管理层亦调整了装机计划，下调风/光全年新增装机分别 100/300 兆瓦，目前下半年目标新增风/光装机 0.6/0.9 吉瓦（合共 1.5 吉瓦）。展望十五五期间，管理层表示火电装机应有适度增长（约 2 吉瓦），再生能源的平均每年新增装机希望达到 10 吉瓦。我们认为当中应包括向母公司收购的水电资产。
- ④ **2025-26 年盈利增速较快，股息率在同业中排名靠前。**因下调对水电及光伏板块利用小时的影响，以及对整体上网电价更保守的预期，我们下调 2025/26 年盈利预测 5.7%/5.1%。我们预计公司 2025/26 年每股盈利同比增 18.7%/21.3%，增速仍然较快。估值方面，我们把基准移至 2026 年，分部估值法得出的目标价小幅下调至 3.75 港元（原为 3.77 港元）。目前公司 2025/26 年预期股息率 6.1%/7.1%，在港上市的同业中排名靠前，虽然公司年内各板块盈利略有波动，但高股息仍对股价有较好支持，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)	3.87
52周低位 (港元)	2.77
市值 (百万港元)	38,718.73
日均成交量 (百万)	32.77
年初至今变化 (%)	(1.26)
200天平均价 (港元)	3.06

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 (百万人民币)	44,262	54,213	49,869	51,967	55,423
同比增长 (%)	1.3	22.5	-8.0	4.2	6.7
净利润 (百万人民币)	3,084	3,862	4,514	5,400	6,758
每股盈利 (人民币)	0.22	0.28	0.34	0.41	0.52
同比增长 (%)	7.2	31.4	18.7	21.3	27.0
前EPS预测值 (人民币)			0.36	0.43	0.57
调整幅度 (%)			-5.7	-5.1	-9.1
市盈率 (倍)	13.4	10.2	8.6	7.1	5.6
每股账面净值 (人民币)	3.11	3.22	3.38	3.58	3.84
市账率 (倍)	0.92	0.89	0.85	0.80	0.75
股息率 (%)	4.6	7.4	6.1	7.1	9.0

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 (百万人民币)	1H24	2H24	1H25	同比 (%)
收入	26,472	27,741	23,858	(9.9)
经营开支	(20,289)	(25,031)	(17,892)	(11.8)
其他收入	999	1,539	1,204	20.4
其他收益及亏损	284	451	442	55.4
经营利润	7,466	4,701	7,611	1.9
财务收入	95	59	67	(29.4)
财务费用	(2,576)	(2,467)	(2,575)	(0.0)
应占联营公司业绩	367	184	373	1.6
应占合营公司业绩	117	65	133	13.9
除税前利润	5,469	2,542	5,609	2.6
所得税支出	(877)	(594)	(998)	13.8
非控股权益	(1,790)	(889)	(1,777)	(0.7)
永续票据持有人	(232)	(135)	(248)	6.8
净利润	2,570	925	2,587	0.7

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：2025 上半年分部业绩

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	1H24	2H24	1H25	同比 (%)
收入				
火电	11,643	12,626	9,573	(17.8)
水电	2,688	2,118	2,288	(14.9)
风电	5,872	5,865	6,852	16.7
光伏发电	4,741	4,751	4,887	3.1
储能业务	1,528	2,380	257	(83.2)
总计	26,472	27,741	23,858	(9.9)
经营利润				
火电	1,518	1,035	1,750	15.3
水电	1,346	137	1,087	(19.3)
风电	2,851	2,072	3,145	10.3
光伏发电	2,133	1,561	1,779	(16.6)
储能业务	55	85	13	(75.5)
未分配	(436)	(189)	(162)	(62.8)
总计	7,466	4,701	7,611	1.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：装机及发电量预测 (按全资拥有或控股的发电厂)

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属装机容量 (兆瓦)					
煤电	11,080	9,820	9,820	9,820	9,820
水电	5,951	6,001	6,001	6,001	6,001
风电	12,016	16,500	16,400	18,900	21,400
光伏发电	15,149	22,700	22,400	25,900	29,400
燃气发电	505	505	523	523	523
生物质发电	317	317	317	317	317
总计	45,019	55,843	55,461	61,461	67,461
售电量 (吉瓦时)					
煤电	54,987	55,967	49,938	49,938	49,938
水电	11,711	18,471	17,103	18,603	19,204
风电	18,497	26,237	32,286	35,569	41,892
光伏发电	14,607	23,425	27,593	31,095	36,802
燃气发电	2,059	2,160	2,183	2,313	2,313
生物质发电	1,379	1,700	1,956	1,971	1,971
总计	103,240	127,959	131,059	139,489	152,120

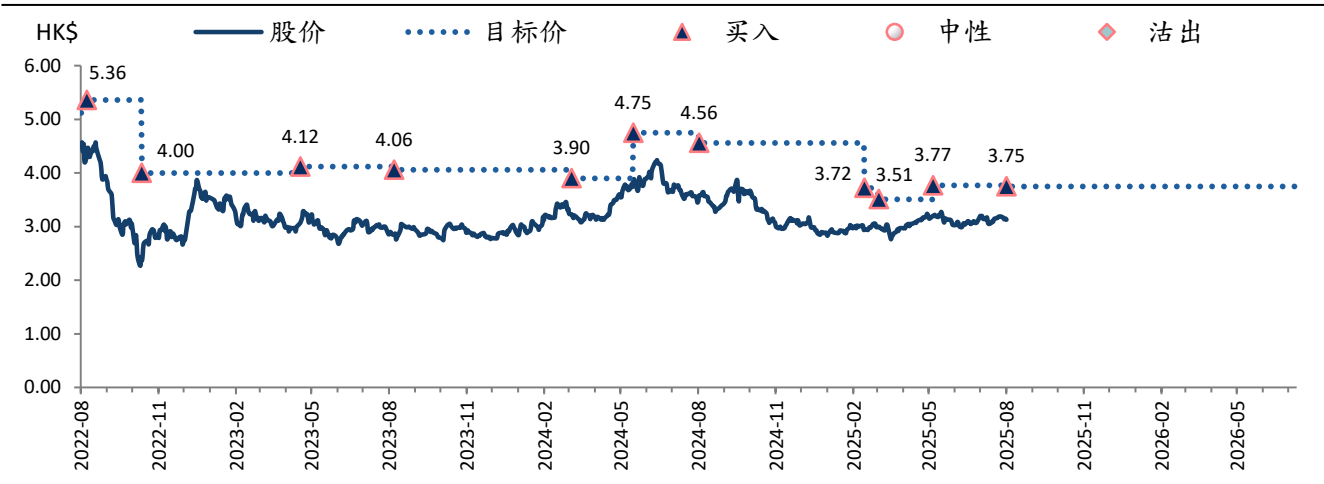
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：分部加总估值法

年结 12 月 31 日	估值基准	估值 (人民币百万)	每股价值 (港元)
火电	0.7x 2026E 市净率	6,507	0.57
水电	1.9x 2026E 市净率	16,476	1.45
风电	8.5x 2026E 市盈率	24,992	2.20
光伏发电	8.5x 2026E 市盈率	13,030	1.15
储能业务	0.5x 2026E 市净率	274	0.02
未分配	1.0x 2025E 市净率	(18,675)	(1.65)
加总		42,605	3.75

资料来源：交银国际预测

图表 5：中国电力 (2380 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6：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
2380 HK	中国电力	买入	3.13	3.75	19.8%	2025 年 08 月 22 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.22	21.82	19.8%	2025 年 08 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.83	8.23	20.5%	2025 年 08 月 21 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	2.34	2.65	13.2%	2025 年 03 月 31 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	97.86	72.50	-25.9%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	48.83	43.30	-11.3%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	7.17	6.28	-12.4%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	1.19	1.49	25.2%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
968 HK	信义光能	买入	3.19	3.70	16.0%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造（光伏玻璃）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.28	11.45	11.4%	2025 年 07 月 18 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	4.63	3.47	-25.1%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	48.21	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	15.50	16.50	6.5%	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 22 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	44,262	54,213	49,869	51,967	55,423
主营业务成本	(16,801)	(16,357)	(12,942)	(12,720)	(12,022)
毛利	27,461	37,856	36,927	39,247	43,401
销售及管理费用	(18,745)	(25,689)	(23,807)	(24,217)	(25,596)
经营利润	8,715	12,167	13,120	15,030	17,806
财务成本净额	(3,995)	(4,889)	(5,055)	(5,256)	(5,411)
应占联营公司利润及亏损	706	733	959	1,021	1,116
税前利润	5,427	8,011	9,025	10,795	13,511
税费	(893)	(1,471)	(1,624)	(1,943)	(2,432)
非控股权益	(1,449)	(2,678)	(2,886)	(3,452)	(4,321)
净利润	3,084	3,862	4,514	5,400	6,758
归于权益的分派	(424)	(367)	(367)	(367)	(367)
作每股收益计算的净利润	2,660	3,495	4,147	5,033	6,391

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,739	6,074	6,559	12,107	17,056
应收账款及票据	33,203	40,133	43,037	46,557	51,475
存货	2,380	1,403	1,812	1,829	1,869
其他流动资产	4,320	4,029	4,029	4,029	4,029
总流动资产	45,642	51,638	55,438	64,522	74,430
物业、厂房及设备	202,556	226,873	236,107	244,071	251,253
无形资产	17,376	16,201	15,026	13,852	12,677
合资企业/联营公司投资	10,261	10,990	11,950	12,971	14,087
其他长期资产	29,972	34,752	34,167	33,582	32,996
总长期资产	260,165	288,817	297,251	304,475	311,013
总资产	305,807	340,456	352,688	368,998	385,443
短期贷款	37,134	61,687	63,175	64,113	66,366
应付账款	25,841	27,380	25,870	26,850	28,120
其他短期负债	12,196	4,115	4,603	5,186	5,915
总流动负债	75,171	93,182	93,648	96,148	100,401
长期贷款	127,448	130,708	137,252	144,725	149,034
其他长期负债	8,167	9,033	9,033	9,033	9,033
总长期负债	135,615	139,741	146,285	153,758	158,067
总负债	210,786	232,923	239,933	249,907	258,469
股本	24,509	24,509	24,509	24,509	24,509
储备及其他资本项目	13,956	15,281	17,251	19,767	22,963
股东权益	38,465	39,790	41,760	44,276	47,472
记作权益的金融工具	15,175	15,107	15,474	15,841	16,208
非控股权益	41,381	52,635	55,521	58,973	63,294
总权益	95,021	107,532	112,755	119,091	126,974

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	5,427	8,011	9,025	10,795	13,511
合资企业/联营公司收入调整	(706)	(733)	(959)	(1,021)	(1,116)
折旧及摊销	8,654	12,062	13,499	14,048	14,888
营运资本变动	(3,488)	(9,260)	(4,824)	(2,557)	(3,688)
税费	(1,134)	(1,623)	(1,137)	(1,360)	(1,702)
其他经营活动现金流	1,150	2,165	1,760	1,760	1,760
经营活动现金流	9,903	10,621	17,364	21,665	23,653
资本开支	(24,648)	(26,980)	(22,733)	(22,012)	(22,070)
投资活动	(1,971)	(200)	0	0	0
其他投资活动现金流	(225)	(7,993)	0	0	0
投资活动现金流	(26,844)	(35,172)	(22,733)	(22,012)	(22,070)
负债净变动	9,198	21,110	8,032	8,411	6,562
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(3,230)	(4,435)	(2,177)	(2,516)	(3,196)
其他融资活动现金流	12,485	8,210	0	0	0
融资活动现金流	18,452	24,886	5,855	5,895	3,366
汇率收益/损失	(1)	(0)	0	0	0
年初现金	4,228	5,739	6,074	6,559	12,107
年末现金	5,739	6,074	6,559	12,107	17,056

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.215	0.283	0.335	0.407	0.517
全面摊薄每股收益	0.215	0.283	0.335	0.407	0.517
每股股息	0.132	0.212	0.176	0.203	0.258
每股账面值	3.110	3.217	3.376	3.579	3.838
利润率分析(%)					
毛利率	62.0	69.8	74.0	75.5	78.3
净利率	7.0	7.1	9.1	10.4	12.2
盈利能力(%)					
ROA	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8
ROE	3.2	3.6	4.0	4.5	5.3
其他					
净负债权益比(%)	167.2	173.3	171.9	165.2	156.2
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转天数	22.5	11.3	16.3	16.3	16.3
应收账款周转天数	208.1	213.1	255.0	265.0	275.0
应付账款周转天数	36.2	29.8	31.8	33.8	35.8

交銀國際

香港中環德輔道中 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。