

2025 年 08 月 25 日

华润电力 (00836. HK)

投资评级：买入（维持）

——扣非影响业绩下滑 经营指标尽显优秀

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报业绩，上半年实现归母净利润 78.72 亿港元，同比下降 15.9%；上半年实现归母核心利润 82.78 亿港元，同比增长 0.1%。公司拟中期派发股息 0.356 港元/股，占归母净利润 23.41%。
- **归母核心利润表现平稳，归母净利润大幅下滑受去年非经常损益以及今年减值增加影响。**公司 2025 年上半年核心利润持平略有增长，而归母净利润大幅下滑，核心利润与归母净利润的差别主要为：1）2024 年上半年收购广西贺州火电获得一次性收益 8.76 亿港元；2）今年上半年资产减值 4.1 亿港元，较去年新增 3.35 亿港元。其中新能源商誉减值 1.21 亿港元，生物资产应收账款减值 1.54 亿港元。**值得注意的是**，市场对于公司中期分红的低比例而对全年分红产生担忧，我们认为不必如此线性外推。公司 2025 年中期分红比例（23.41%），虽不及 2024 年全年 40% 的分红比例，但与 2024 年中期派息比例（23.33%）几乎一致，中期分红比例并不能代表全年水平。
- **分板块看，火电业务实质性利润大增，新能源业务受税收影响利润仅小幅增长。**根据公告，公司上半年火电核心归母利润 26.41 亿港元，同比下降 2.7%，主要系公司煤炭业务影响（试运行转正带来折旧增加），剔除煤炭业务后，公司上半年火电归母核心利润 27.88 亿港元，同比增长 20.6%。公司上半年新能源归母核心利润 56.37 亿港元，同比增长 1.5%，其中今年上半年所得税 15.12 亿港元，对应税率 21%；而去年同期税收 11 亿港元，对应税率 17%。
- **经营层面延续优秀，多项指标领先同行。**截至 2025 年 6 月底，公司并网权益装机为 7809 万千瓦，其中火电、风电、光伏分别为 3914、2555、1297 万千瓦，分别较去年年底新增 89、124、353 万千瓦。电量方面，公司上半年控股机组售电量 1020 亿千瓦时，同比增长 3.8%；其中火电、风电、光伏分别为 711、259、41 亿千瓦时，分别同比变动-1.4%、+15.5%、+31.3%。利用小时数方面，上半年公司燃煤、风电、光伏利用小时数分别为 2074、1268、676 小时，分别同比变动-3.8%、+3.7%、-4.1%。**公司火电、风电利用小时数处于行业领先。**电价方面，上半年公司燃煤、风电、光伏平均不含税上网电价分别为 391.2、396.8、304.9 元/兆瓦时，分别变动-25、-49、-20 元/兆瓦时，风电电价下降较多或与新增平价机组较多有关。燃料成本方面，**公司上半年燃煤电厂平均标煤单价 823.8 元/吨，同比下降 11.8%。**
- **预计下半年 7 台百万煤电投产，全年 10GW 新能源新增目标，优秀管理能力与新增装机贡献利润增量。**公司预计 2025 年资本开支 568 亿港元，其中 420 亿港元用于风光建设，95 亿港元用于火电建设。公司上半年获得新能源指标约 587 万千瓦，其中风电约 400 万千瓦，光伏约 188 万千瓦。公司维持全年 10GW 新能源装机目标，上半年已投产约 5GW。目前在建 7 台百万煤电机组预计下半年陆续投产，位于湖北、浙江、广东与重庆，合计 6GW 权益装机。结合公司优秀的管理能力，预计新投机组将为公司行业下行期增强业绩的抵抗力。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 144、149、156 亿港元，当前股价对应的 PE 分别为 6.6/6.4/6.1 倍（公司正在进行新能源板块分拆回 A，目前仍处于问询阶段，本次分拆上市尚未完成，暂不考虑公司股本变动），维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价波动、补贴政策变动、新能源市场化政策变动。

盈利预测与估值（港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	103334	105283	109930	123619	131342
同比增长率（%）	0.03%	1.89%	4.41%	12.45%	6.25%
归母净利润（百万元）	11003	14388	14423	14864	15594
同比增长率（%）	56.2%	30.8%	0.2%	3.1%	4.9%
每股收益（元/股）	2.13	2.78	2.79	2.87	3.01
ROE（%）	12.9%	14.2%	13.1%	12.5%	12.1%
市盈率（P/E）			6.6	6.4	6.1

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测，人民币兑换港币汇率取 1：1.07985

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 25 日

收盘价（港元）	18.43
一年内最高/最低（港元）	23.10/16.64
总市值（百万港元）	95,413.17
流通市值（百万港元）	95,413.17
资产负债率（%）	66.27

资料来源：聚源数据

图表 1：华润电力利润表预测（百万港元，人民币兑换港币汇率取 1：1.07985）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	103305	103334	105283	109930	123619	131342
燃料费用	-64283	-54509	-52235	-48850	-55680	-57223
维修及保养费用	-2471	-2321	-1948	-2488	-3028	-3352
折旧及摊销	-14430	-14720	-16417	-19265	-22046	-24745
职工薪酬	-6632	-7187	-7752	-8135	-9148	-9457
耗用的存料与备料	-1301	-1167	-1088	-1197	-1316	-1448
资产减值损失	-1046	-2749	-579	-864	-864	-864
营业税金及附加	-760	-865	-989	-1045	-1175	-1249
其他支出-经营	-2998	-3863	-4685	-5153	-5669	-6235
营业支出	-93920	-87380	-85692	-86996	-98926	-104572
其他收入-经营	1981	2030	2108	1944	1944	1944
其他经营净收益	2184	214	1526	0	0	0
营业利润	13551	18198	23224	24877	26637	28713
衍生金融工具公允价值变动收益/(亏损)	0	0	0	0	0	0
财务费用	-3890	-4241	-4119	-5026	-5933	-6779
应占联营公司损益	-113	1183	1141	1188	1188	1188
应占共同控制实体损益	-86	358	-50	216	216	216
除税前溢利	9462	15499	20196	21255	22108	23337
所得税	-1905	-3389	-4218	-4889	-5085	-5368
净利润(含少数股东权益)	7555	12110	15978	16366	17023	17970
净利润(不含少数股东权益)	7043	11003	14388	14423	14864	15594
少数股东损益	513	1107	1590	1944	2160	2376

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）。