

2025 年 09 月 09 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

邹佩轩

SAC: S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

戴映忻

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

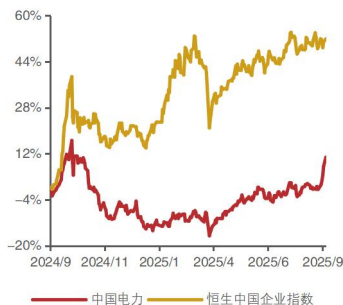
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 08 日

收盘价（港元）	3.48
一年内最高/最低（港元）	4.00/2.73
总市值（百万港元）	43,048.13
流通市值（百万港元）	43,048.13
资产负债率（%）	67.99

资料来源：聚源数据

中国电力 (02380. HK)

——中报业绩略超预期 水电资产整合推进

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年中期业绩**，上半年实现营收 238.58 亿元，同比下降 13.48%；权益持有人应占利润 28.35 亿元，同比增长 1.16%；归属于普通股股东应占利润 25.87 亿元，同比增长 0.65%。公司上半年业绩略超市场预期。
- **燃料成本大幅下降抵消来水偏枯影响，上半年业绩实现正增长**。2025 年上半年归母净利润（含永续债利息）28.35 亿元，主业部分煤电、水电、风电、光伏分别为 9.19、3.68、13.16、4.53 亿元，分别较 2024 年同期变动+17%、-23%、+5%、-39%，上半年业绩增长主要由煤电与风电贡献，分别增长 1.36、0.64 亿元，水电与光伏板块分别下降 1.1、2.87 亿元。分板块看，1）煤电业绩超预期或主要受益于燃料成本下降，根据公告，公司上半年煤电单位燃料成本为 234.52 元/兆瓦时，同比下降 14%，考虑到公司煤电机组存在大比例坑口电厂，固有认知坑口电厂煤价弹性不大，故而出于市场预期。2）风电板块业绩增长或主要受益于收购多家电厂带来的售电量增长。3）水电业绩下滑主要受来水偏枯影响；4）光伏业绩下滑或与新能源消纳（限电率提升）以及入市（电价承压）有关。具体经营数据方面：
- **装机方面**，公司上半年控股装机 5394 万千瓦，其中煤电、水电、风电、光伏分别为 982、600、1577、2151 万千瓦，上半年新增风电、光伏分别为 164、289 万千瓦，公司计划到 2025 年底，风电、光伏分别达到 1640、2240 万千瓦。售电量方面，上半年完成售电量 625 亿千瓦时，其中煤电、水电、风电、光伏分别为 229、82、167、130 亿千瓦时，分别同比变动-15%、-23%、+27%、+10%。利用小时数方面，上半年煤电、水电、风电、光伏分别为 2469、1387、1122、665 小时，分别同比变动-3.7%、-23.8%、+5.3%、-9.9%。电价方面，上半年煤电、水电、风电、光伏分别变动-1.9、2.7、-3.6、-2.4 分/千瓦时。经测算，公司上半年**煤电、水电、风电、光伏度电利润（税前）**分别为 7.2、9.8、14.5、7.1 分/千瓦时，分别同比变动+2.2、+0.8、-2.2、-4.2 分/千瓦时。
- **国电投集团电力旗舰平台，红筹控 A 持续推进**。公司为国电投集团电力旗舰平台，提出打造全球一流的清洁能源供应商。2024 年 9 月公司发布重大资产重组方案，拟注入五凌电力、长洲水电换取远达环保控股权，交易完成后远达环保将成为国电投集团的水电整合平台，而中国电力享有远达环保大比例控股权。目前集团旗下未上市优质清洁资产包括黄河上游水电公司，2023 年底控股 30GW，其中水电 12GW，2023 年实现净利润 56 亿元。2024 年 5 月中信金融资管增持公司股份至 5%，体现长期资金对于港股电力企业价值认可。
- **盈利预测与评级**：暂不考虑资产整合，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润（扣除永续债利息约 5 亿）预测分别为约 37、40、45 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11、10、9 倍。2024 每股分红 0.162 元人民币（不含特别分红），对应股息率为 5.1%（人民币兑港元取 1:1.1），预计 2025 年每股分红略有增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：来水不及预期、新能源电价政策不及预期、应收账款减值风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	44,262	54,213	47,725	49,081	51,276
同比增长率（%）	1.3%	22.5%	-12.0%	2.8%	4.5%
归母净利润（百万元）	2,660	3,364	3,695	4,049	4,524
同比增长率（%）	7.2%	26.5%	9.8%	9.6%	11.7%
每股收益（元/股）	0.22	0.27	0.30	0.33	0.36
ROE（%）	5.7%	7.0%	7.3%	7.6%	8.1%
市盈率（P/E）			11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测。注：归母净利润、每股收益、PE 均扣除了永续债利息

图表 1：公司利润表预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	44262	54213	47725	49081	51276
其他收入-经营	2320	2539	3039	2500	2500
燃料费用	-16801	-16357	-12283	-12049	-11815
折旧	-9081	-12663	-14254	-15495	-16765
职工薪酬	-4639	-5540	-6093	-6703	-7373
工程支出	-105	-93	-93	-93	-93
维修及保养费用	-1096	-1029	-859	-834	-872
销售设备成本	-2145	-3119	-195	-195	-195
易耗品	-534	-519	-415	-415	-415
其他经营净收益	679	736	1200	1200	1200
其他支出-经营	-4145	-6000	-5727	-4417	-4102
商誉减值损失					
物业,厂房及设备减值损失					
营业利润	8715	12167	12043	12578	13345
财务收入	279	154	150	150	150
利息收入					
财务费用	-4274	-5043	-5133	-5230	-5319
应占联营公司损益	505	551	606	700	800
应占共同控制实体损益	201	181	200	250	300
视作出售联营公司权益之收益					
视作出售联营公司部分权益损益					
除税前溢利	5427	8011	7867	8449	9276
所得税	-893	-1471	-1412	-1500	-1635
净利润(含少数股东权益)	4534	6540	6454	6949	7641
净利润(不含少数股东权益)	3084	3862	4195	4549	5024

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）。