

2026 年度投资峰会速递—— 锐意进取优质高股息价值典范

华泰研究

动态点评

2025 年 11 月 08 日 | 中国香港

11 月 6 日华润电力出席了我们组织的 2026 年度投资峰会,会上公司介绍了核心业务经营情况和重要进展,包括售电量增长、燃料成本控制、火电盈利和在建项目等,同时回应对近期煤价反弹影响、全年新增新能源装机目标是否调整、可再生能源补贴回款、分红政策等核心关切,明确全年业务指引落地节奏与发展展望。我们看好公司在效益优先的发展战略下,资产盈利能力和分红能力处于行业领先水平,维持“买入”评级。

投资者关注的要点:

1、火电盈利持续扩张。3Q25,公司火电发电量同比+4.7%至 458.92 亿千瓦时,带动 1-9M25 公司火电发电量同比增速由 1H25 的-1.4%提升至+0.9%,我们认为主要得益于迎峰度夏期间电力需求同比提升。华润电力投资有限公司(华润电力全资附属公司,我们估算 1H25 其占华润电力火电分部税前利润的比例超过 70%)1-9M25 归母净利润为 34.86 亿人民币,同比+31.72%,较 1H25 公司纯火电业务股东应占核心利润同比增速 20.6%进一步扩张。虽然近期煤价有所反弹,但公司具有较高质量的长协合同,与重点长协煤炭供应商具有长期稳定的合作关系,公司通过加大优质长协合同兑现,调整采购节奏,保持合理安全库存,能够在满足监管要求的同时有效控制燃料成本,我们认为公司纯火电板块全年盈利有望维持同比增长趋势。

2、可再生能源补贴回款加速。2025 年 7 月以来,多家新能源上市公司公告可再生能源补贴回款同环比均加速发放。3Q25 公司可再生能源补贴回款加速,7-9 月回收额较 1H25 显著提升。我们认为近期可再生能源补贴应收账款的加速回收有望改善公司现金流。

3、效益为先发展战略保障新能源相对更优经营表现。公司发展以效益为先,项目盈利能力要求高于装机规模提升追求,因此公司可再生能源板块股东应占核心利润(主要为新能源资产)在 1H25 行业盈利同比下行背景下同比+1.5%。9 月公司风电售电量同比-13.4%主要是来风情况同比偏弱较多,但公司 1-9M25 风电利用小时数仍显著高于全国平均水平。截至目前,公司新能源在建项目进度理想,公司维持全年新增并网 10GW 新能源装机目标。我们认为公司新能源装机结构优,截至 2025 年 6 月底风电权益并网装机占新能源合计的 66.3%,有望助力公司新能源盈利表现在行业中保持领先。

4、分红比例稳健,股息率较高。公司 1H25 派息 0.356 港币/股,分红比例 23.4%,分红比例同比基本持平。公司 2025 年全年将维持不低于 40%分红比例,我们测算公司 2025E 股息率为 5.0%,处于较高水平。

盈利估值

我们维持对公司 2025-27 年普通股股东应占利润 125.07/134.30/138.18 亿港币的预测。出于审慎性原则,维持目标价 25.49 港币和“买入”评级,基于公司火电/可再生能源 0.82/17.4x 2025E PB/PE(归母权益/核心利润:229.1/90.4 亿港币),总市值折价 25%以反映新能源分拆上市的潜在影响,目标市值 1319.7 亿港币。

风险提示:煤价高于预期,电价低于预期,利用小时数低于预期,减值风险,分拆上市落地情况与预期不符。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

25.49

王玮嘉

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

研究员

wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

黄波

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

研究员

huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

李雅琳

SAC No. S0570523050003
SFC No. BTC420

研究员

liyalin018092@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

胡知*

SAC No. S0570523120002

研究员

huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪*

SAC No. S0570124070105

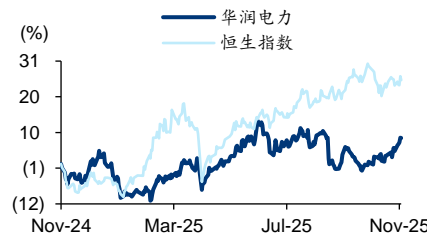
联系人

kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价(港币 截至 11 月 7 日)	19.28
市值(港币百万)	99,814
6 个月平均日成交额(港币百万)	288.29
52 周价格范围(港币)	16.64-21.45

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(港币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	105,284	102,846	110,355	112,074
+/-%	1.89	(2.32)	7.30	1.56
归属母公司净利润(百万)	14,388	12,507	13,430	13,818
+/-%	30.77	(13.08)	7.38	2.89
EPS(最新摊薄)	2.78	2.42	2.59	2.67
ROE(%)	15.63	12.49	12.75	12.14
PE(倍)	6.94	7.98	7.43	7.22
PB(倍)	0.91	0.86	0.80	0.75
EV EBITDA(倍)	7.59	8.48	8.21	8.17
股息率(%)	6.17	5.01	5.38	5.54

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 火电板块: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价	市值 (百万)	PB (x)	
		2025/11/7	2025/11/7	25E	26E
0902 HK	华能国际	HKD6.56	HKD102,979	0.87	0.83
000543 CH	皖能电力	RMB8.36	RMB18,951	1.11	1.02
平均				0.99	0.92

注: 可比公司预测数据来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表2: 可再生能源板块: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价	市值 (百万元)	PE (x)	
		2025/11/7	2025/11/7	25E	26E
001289 CH	龙源电力	17.53	146,548	22.8	21.2
600905 CH	三峡能源	4.32	123,499	18.9	17.8
000591 CH	太阳能	4.84	18,979	16.7	16.9
平均				19.5	18.6

注: 可比公司预测数据来自 Wind 一致预期

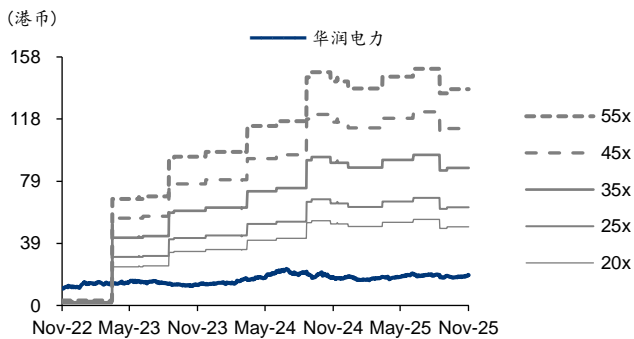
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表3: SOTP 估值

	归母权益/归母净利润	PB or PE	市值
火电板块(百万港币)	22,910	0.82	18,683
可再生能源板块 (百万港币)	9,040	17.4	157,277
合计 (百万港币)			175,960
目标市值(百万港币)			131,970
股份数 (百万)			5,177
2025 年目标价 (港币)			25.49

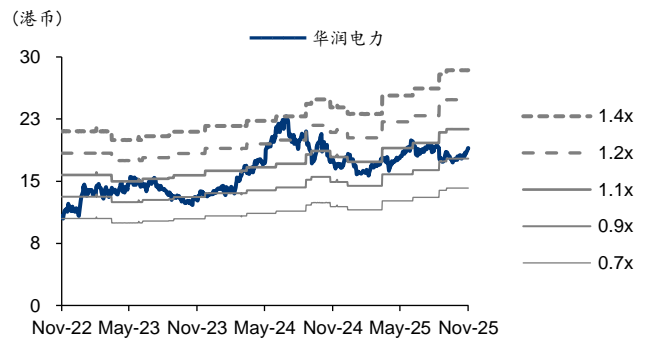
资料来源: 华泰研究预测

图表4: 华润电力 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 华润电力 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	103,334	105,284	102,846	110,355	112,074
销售成本	(87,380)	(85,694)	(83,923)	(89,722)	(90,633)
毛利润	15,954	19,591	18,923	20,634	21,441
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	0.00	0.00	0.14	0.13	0.16
财务成本净额	(4,241)	(4,119)	(4,461)	(4,905)	(5,180)
应占联营公司利润及亏损	1,541	1,091	1,091	1,091	1,091
税前利润	15,499	20,197	17,797	19,064	19,596
税费开支	(3,389)	(4,218)	(3,717)	(3,981)	(4,093)
少数股东损益	777.95	1,263	1,113	1,192	1,225
归母净利润	11,003	14,388	12,507	13,430	13,818
折旧和摊销	(14,720)	(16,417)	(18,238)	(20,083)	(21,361)
EBITDA	34,460	40,733	40,497	44,052	46,137
EPS (港币, 基本)	2.29	2.78	2.42	2.59	2.67

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	4,017	5,074	5,183	5,783	5,798
应收账款和票据	40,467	42,411	42,151	43,681	42,865
现金及现金等价物	4,083	5,834	5,563	7,573	12,636
其他流动资产	1,050	538.22	538.22	538.22	538.22
总流动资产	49,617	53,857	53,436	57,574	61,837
固定资产	215,752	244,851	283,513	310,230	330,989
无形资产	4,924	4,825	4,725	4,725	4,725
其他长期资产	52,103	58,931	60,021	61,112	62,203
总长期资产	272,779	308,607	348,259	376,067	397,917
总资产	322,396	362,464	401,695	433,641	459,754
应付账款	36,424	37,447	36,219	39,546	36,988
短期借款	33,365	50,207	60,207	64,207	68,207
其他负债	14,273	5,573	5,573	5,573	5,573
总流动负债	84,062	93,226	101,998	109,326	110,768
长期债务	125,827	140,160	163,160	178,160	193,160
其他长期债务	7,959	9,126	9,126	9,126	9,126
总长期负债	133,787	149,286	172,286	187,286	202,286
股本	22,317	29,514	29,514	29,514	29,514
储备/其他项目	73,321	80,325	86,671	95,098	103,544
股东权益	95,638	109,838	116,184	124,611	133,057
少数股东权益	8,909	10,114	11,226	12,418	13,643
总权益	104,547	119,952	127,411	137,029	146,700

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.43	6.94	7.98	7.43	7.22
PB	0.97	0.91	0.86	0.80	0.75
EV EBITDA	8.30	7.59	8.48	8.21	8.17
股息率 (%)	7.34	6.17	5.01	5.38	5.54
自由现金流收益率 (%)	(15.06)	(18.94)	(22.07)	(6.57)	(2.92)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	34,460	40,733	40,497	44,052	46,137
融资成本	4,241	4,119	4,461	4,905	5,180
营运资本变动	(6,400)	(4,856)	(1,078)	1,198	(1,758)
税费	(3,389)	(4,218)	(3,717)	(3,981)	(4,093)
其他	(42.79)	(2,083)	(6,013)	(6,457)	(6,731)
经营活动现金流	28,869	33,695	34,150	39,718	38,735
CAPEX	(38,777)	(49,700)	(56,800)	(46,800)	(42,120)
其他投资活动	(5,209)	(2,375)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(43,986)	(52,074)	(56,800)	(46,800)	(42,120)
债务增加量	23,137	30,070	33,000	19,000	19,000
权益增加量	0.00	7,198	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,819)	(6,807)	(6,161)	(5,003)	(5,372)
其他融资活动现金流	(8,489)	(10,057)	(4,461)	(4,905)	(5,180)
融资活动现金流	11,829	20,404	22,378	9,092	8,448
现金变动	(3,287)	2,025	(271.40)	2,010	5,063
年初现金	7,721	4,083	5,834	5,563	7,573
汇率波动影响	(350.96)	(273.52)	(273.52)	(273.52)	(273.52)
年末现金	4,083	5,834	5,563	7,573	12,636

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	0.03	1.89	(2.32)	7.30	1.56
毛利润	69.99	22.79	(3.41)	9.04	3.91
营业利润	69.99	22.79	(3.41)	9.04	3.91
净利润	56.24	30.77	(13.08)	7.38	2.89
EPS	56.24	21.50	(13.08)	7.38	2.89
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.44	18.61	18.40	18.70	19.13
EBITDA	33.35	38.69	39.38	39.92	41.17
净利润率	10.65	13.67	12.16	12.17	12.33
ROE	13.16	15.63	12.49	12.75	12.14
ROA	3.63	4.20	3.27	3.22	3.09
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	162.18	168.00	187.46	188.42	186.94
流动比率	0.59	0.58	0.52	0.53	0.56
速动比率	0.54	0.52	0.47	0.47	0.51
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.34	0.31	0.27	0.26	0.25
应收账款周转天数	132.53	141.69	148.00	140.00	139.00
应付账款周转天数	137.34	155.17	158.00	152.00	152.00
存货周转天数	17.71	19.10	22.00	22.00	23.00
现金转换周期	12.90	5.62	12.00	10.00	10.00

每股指标 (港币)

EPS	2.29	2.78	2.42	2.59	2.67
每股净资产	19.88	21.22	22.44	24.07	25.70

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017
 电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
 邮政编码: 100032
 电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120
 电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼
 电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
 电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)
 电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
 电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981
 电话: +65 68603600
 传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司