

2026 年 01 月 19 日

华润电力 (00836. HK)

投资评级: 买入 (维持)

——“十五五”开启高质量发展 新能源上市或减轻资金压力

投资要点:

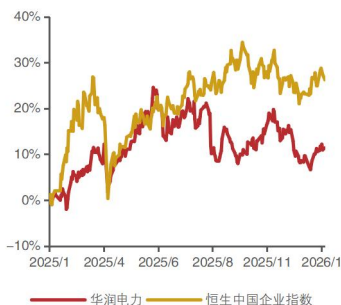
- **事件:** 公司发布 2025 年全年电量数据, 2025 年全年控股售电量 2268 亿千瓦时, 同比增长 7%; 其中单 12 月售电量 219 亿千瓦时, 同比增长 6.6%。
- **火电子公司 25 年三季度业绩高增, 煤价高位回落奠定全年利润基础。** 公司虽未披露三季报业绩, 但根据其全资子公司华润电力投资有限公司 (华润电力境内火电平台, 2024 年底权益装机占华润电力的 67%) 2025 年前三季度经营情况, 前三季度归母净利润同比增长 31.71%, 较 2025 年上半年增速 (3.99%) 大幅提升; 单三季度归母净利润同比增长 77.89%。预计三季度业绩高增主要受益于电量增长, 2025 年 7-9 月火电售电量同比增长 4.7%。在全年较低的煤价水平下, 预期公司 2025 年业绩平稳落地。
- 具体而言, 2025 年秦港动力煤 5500 大卡均价 697 元/吨, 同比下降 158 元/吨, 降幅 18%。公司 2025 年售电量增长主要受益于风电与光伏的装机增长。分电源看, 火、风、水、光售电量分别为 1578、437、21、132 亿千瓦时, 分别同比增长 1.3%、16.4%、35.9%、55.5%, 全年售电量增量主要在风电与光伏, 分别贡献 51%、32% 的增量, 售电量增量或主要系装机增长。
- **26 年年度电价逐步落地, 现货市场机制冲击下迎来最不确定的一年。** 在电力供需边际宽松、煤价下跌 (2025 年) 的情况下, 预计多省 2026 年度电价有所下滑, 同时年度交易比例大幅下降。除以上合理的市场化因素, 2026 年度交易电价的下滑或与 1) 容量电价提升, 2) 现货市场的推广, 3) 售电公司的过度竞争三方面非常态因素有关。在理性与非理性的交织下, 2026 年年度电价获得一个并不乐观的结果, 预计在 2026 年煤价无较大下降空间的情况下, 点火价差的下落或致火电利润承压。同时, 即便 136 号文已对存量新能源提供较多保护, 但在电力现货市场中, 其交易电价与弃电量仍将迎来大考。我们认为, 公司历史上“重负荷”的开发战略或为其新能源入市提供相对优势。**2026 年或为电力市场最为混沌的一年, 公司优秀的管理机制与运营能力或是其穿越周期的重要保障。**
- **预计 25 年优质增量机组贡献增量业绩, 集团“十五五”或开启高质量发展。** 公司 25 年 10GW 新能源装机目标, 预计 7GW 煤电权益新增装机, 结合公司优秀的管理能力, 预计新投机组将为公司在行业下行期增强业绩的抵抗力。华润集团在 2026 年度工作会议中明确, “十五五”工作中“质”要更高、“量”要再进, 全力争取最佳经营业绩。我们分析, “质”或优于“量”, 并且预计集团将延续其市场化经营基因。公司新能源业务分拆上市 (深交所主板) 已于 2025 年 3 月受理, 2025 年 4 月问询, 并于 2025 年 12 月更新财务资料, 本次上市计划募资 245 亿支持集团新能源发展, **若成功上市, 有望明显减轻华润电力资本开支压力。**
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 139、106、130 亿港元, 对应 PE 分别为 6.7/8.9/7.2 倍 (暂不考虑新能源分拆上市导致的股本变动), 2025 年业绩 40% 分红比例下, 对应股息率 6.0%, 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。

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 2026 年 01 月 19 日

收盘价 (港元)	18.08
一年内最高/最低 (港元)	21.45/16.70
总市值 (百万港元)	93,601.20
流通市值 (百万港元)	93,601.20
资产负债率 (%)	66.27

资料来源: 聚源数据

盈利预测与估值 (港元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万港元)	103334	105283	107383	114357	125727
同比增长率 (%)	0.03%	1.89%	1.99%	6.49%	9.94%
归母净利润 (百万港元)	11003	14388	13931	10550	12984
同比增长率 (%)	56.2%	30.8%	-3.2%	-24.3%	23.1%
每股收益 (港元/股)	2.13	2.78	2.69	2.04	2.51
ROE (%)	12.9%	14.2%	12.8%	9.3%	10.6%
市盈率 (P/E)			6.7	8.9	7.2

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: 1.11

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 1：1.11）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	103305	103334	105283	107383	114357	125727
燃料费用	-64283	-54509	-52235	-46175	-51668	-54188
维修及保养费用	-2471	-2321	-1948	-2557	-3112	-3445
折旧及摊销	-14430	-14720	-16417	-19803	-22661	-25436
职工薪酬	-6632	-7187	-7752	-7946	-8462	-9052
耗用的存料与备料	-1301	-1167	-1088	-1230	-1353	-1488
资产减值损失	-1046	-2749	-579	-888	-888	-888
营业税金及附加	-760	-865	-989	-1074	-1144	-1257
其他支出-经营	-2998	-3863	-4685	-5297	-5827	-6409
营业支出	-93920	-87380	-85692	-84971	-95116	-102165
其他收入-经营	1981	2030	2108	1998	1998	1998
其他经营净收益	2184	214	1526	0	0	0
营业利润	13551	18198	23224	24410	21239	25560
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	-5166	-6098	-6969
应占联营公司损益	-113	1183	1141	1221	1221	1221
应占共同控制实体损益	-86	358	-50	222	222	222
除税前溢利	9462	15499	20196	20687	16584	20034
所得税	-1905	-3389	-4218	-4758	-3814	-4608
净利润(含少数股东权益)	7555	12110	15978	15929	12770	15426
净利润(不含少数股东权益)	7043	11003	14388	13931	10550	12984
少数股东损益	513	1107	1590	1998	2220	2442

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）。