

**持有**
**自由现金流首次转正，派息率提升至 70%**
**中国电力 (2380.HK)**

2026-4-9 星期四

**【投资要点】**

目标价: **3.52 港元**  
 现价: **3.16 港元**  
 预计升幅: **11%**

**重要数据**

日期	2026-4-8
收盘价 (港元)	3.16
总股本 (亿股)	124
总市值 (亿港元)	391
净资产 (亿元)	1,180
总资产 (亿元)	3,676
52 周高低 (港元)	3.53/2.58
每股净资产 (元)	4.74

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

国家电力投资集团公司 (65.37%)  
 中国中信金融资产管理股份有限公司 (5.10%)

**相关报告**

深度报告-20200521/1117  
 更新报告-20210909/0917  
 更新报告-20220123/20220319  
 更新报告-20220830/20221010  
 更新报告-20230418/20230718/0906  
 更新报告-20240415/0924/1004  
 更新报告-20250528

**研究部**

姓名: 杨义琼  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065  
 Email: yangyq@gzyq.com.hk

**➤ 2025 年归母净利润 29.1 亿元，同比下降 13.5%，派息率提升至 70%**

全年收入 490.29 亿元 (-9.6%)，主因平圩电厂出表后火电售电量及收入缩减。归母净利润 29.1 亿元，每股收益 0.24 元，下滑受两项因素拖累：一是与电投水电重大资产重组产生一次性所得税约 3.56 亿元；二是风电、光伏不含税电价分别降至 410.77 和 371.49 元/兆瓦时 (-8.2%/-8.3%)。全年派息 0.168 元/股，派息率提升至 70%。

**➤ 电点火价差指引维持 0.13 元/千瓦时，煤电保持稳定盈利**

2025 年公司火电板块贡献利润 14.12 亿元。平圩电厂出表后售电量降至 472.13 亿千瓦时 (-15.7%)，存量机组转以调峰保供为主，利用小时降至 5092 小时 (-4.9%)。成本端统筹长协履约与现货采购，综合标煤单价同比下降 13%，单位燃料成本降至 232.76 元/兆瓦时 (-14%)，降幅远超上网电价 368.57 元/兆瓦时 (-6.1%) 的回落幅度，点火价差稳定在约 0.13 元/千瓦时。管理层指引 2026 年点火价差基本持平，煤价仍有 3%-5% 下行空间，叠加多数省份容量电价占比从 30% 提升至 50% 以上，煤电利润得到保障。

**➤ 自由现金流近十年首次转正，关注分红指引出台与水电资产注入节奏**

2026 年风光投资约 200 亿元 (风光比例 6:4)，新增并网目标约 5.45 吉瓦，资本开支与 2025 年持平。十五五期间储备风光项目约 32 吉瓦 (风占 85%)，预计十五五末风电的比例上升至 40% 以上，光伏的比例下降至 30% 以下，资产结构更均衡；2025 年自由现金流近十年首次转正 (结余数亿元)，借贷成本降至 2.3% (-38BP)，资产负债率 67.89% 稳定。公司计划 2026 年出台未来 3-5 年分红指引，而且集团已承诺三年内完成水电资产注入电投水电平台，后续注入空间可观。

**➤ 给予“持有”评级，目标价 3.52 港元/股**

考虑到 2026 年新能源电价仍面临下行压力，短期盈利修复弹性受限。我们给予公司 3.52 港元/股目标价，对应 2026 年和 2027 年 14 倍和 13 倍 PE，较现价有 11% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	54,213	49,029	48,252	50,700	53,345
变动(%)	22.5%	-9.6%	-1.6%	5.1%	5.2%
归属股东净利润	3,364	2,910	2,724	2,946	3,357
变动(%)	26.5%	-13.5%	-6.4%	8.1%	14.0%
基本每股盈利(元)	0.27	0.24	0.22	0.24	0.27
市盈率@3.16 港元(倍)	10.2	11.8	12.6	11.6	10.2
每股股息(元)	0.16	0.17	0.11	0.12	0.14
股息现价比率(%)	5.8%	6.1%	4.0%	4.3%	4.9%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 2025 年归母净利润 29.1 亿元，同比下降 13.5%，派息率提升至 70%

全年收入 490.29 亿元（-9.6%），主因平圩电厂出表后火电售电量及收入缩减。归母净利润 29.1 亿元，每股收益 0.24 元，下滑受两项因素拖累：一是与电投水电重大资产重组产生一次性所得税约 3.56 亿元；二是风电、光伏不含税电价分别降至 410.77 和 371.49 元/兆瓦时（-8.2%/-8.3%）。全年派息 0.168 元/股，派息率提升至 70%。

### ➤ 电点火价差指引维持 0.13 元/千瓦时，煤电保持稳定盈利

2025 年公司火电板块贡献利润 14.12 亿元。平圩电厂出表后售电量降至 472.13 亿千瓦时（-15.7%），存量机组转以调峰保供为主，利用小时降至 5092 小时（-4.9%）。成本端统筹长协履约与现货采购，综合标煤单价同比下降 13%，单位燃料成本降至 232.76 元/兆瓦时（-14%），降幅远超上网电价 368.57 元/兆瓦时（-6.1%）的回落幅度，点火价差稳定在约 0.13 元/千瓦时。管理层指引 2026 年点火价差基本持平，煤价仍有 3%-5% 下行空间，叠加多数省份容量电价占比从 30% 提升至 50% 以上，煤电利润得到保障。

### ➤ 自由现金流近十年首次转正，关注分红指引出台与水电资产注入节奏

2026 年风光投资约 200 亿元（风光比例 6:4），新增并网目标约 5.45 吉瓦，资本开支与 2025 年持平。十五五期间储备风光项目约 32 吉瓦（风占 85%），预计十五五末风电的比例上升至 40% 以上，光伏的比例下降至 30% 以下，资产结构更均衡；2025 年自由现金流近十年首次转正（结余数亿元），借贷成本降至 2.3%（-38BP），资产负债率 67.89% 稳定。公司计划 2026 年出台未来 3-5 年分红指引，而且集团已承诺三年内完成水电资产注入电投水电平台，后续注入空间可观。

### ➤ 给予"持有"评级，目标价 3.52 港元/股

考虑到 2026 年新能源电价仍面临下行压力，短期盈利修复弹性受限。我们给予公司 3.52 港元/股目标价，对应 2026 年和 2027 年 14 倍和 13 倍 PE，较现价有 11% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

**表 1：电力行业估值比较（20260408）**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	5.95	1,140	5.8	5.2	5.1	-	1.2	0.5	0.5	0.5
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.06	594	7.0	-	-	-	0.9	0.9	0.9	0.9
0991.HK	大唐发电	HKD	2.55	699	5.7	-	-	-	1.3	1.3	1.3	1.3
0916.HK	龙源电力	HKD	7.00	1,126	11.4	7.8	7.2	0.0	0.7	0.6	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	18.84	975	6.7	8.1	7.6	7.2	0.9	0.8	0.8	0.7
0182.HK	协合新能源	HKD	0.24	19	12.4	4.1	3.5	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.58	115	6.5	5.6	5.2	4.7	0.5	0.4	0.3	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.87	305	8.6	6.7	6.2	5.9	0.7	0.6	0.6	0.6
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.78	119	5.6	-	-	-	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>平均</b>					<b>7.7</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>	<b>3.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
2380.HK	中国电力	HKD	3.16	391	10.4	12.4	11.2	10.0	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 煤价上涨超出预期
2. 市场化交易电价下行
3. 限电率上升
4. 风光新增装机不及预期

## 【财务报表摘要】

### 财务报表摘要

#### 损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	54,213	49,029	48,252	50,700	53,345
经营成本	(16,357)	(11,984)	(12,104)	(12,346)	(12,593)
其他收入	2,539	3,926	4,122	4,328	4,545
行政费用	(5,540)	(6,310)	(6,815)	(7,360)	(7,949)
财务开支	(4,889)	(4,911)	(4,335)	(4,562)	(4,806)
应占联营公司利润	551	614	644	677	711
其他开支	(6,000)	(6,217)	(6,341)	(6,468)	(6,597)
<b>税前盈利</b>	8,011	7,859	6,826	7,381	8,411
所得税	(1,471)	(1,941)	(1,686)	(1,822)	(2,077)
少数股东应占利润	2,678	2,514	1,897	2,068	2,405
<b>归属股东净利润</b>	3,364	2,910	2,724	2,946	3,357
折旧及摊销	(12,663)	(14,041)	(14,743)	(15,480)	(15,945)
<b>EBITDA</b>	22,473	22,271	21,138	22,418	23,906
<b>增长</b>					
总收入 (%)	22%	-10%	-2%	5%	5%
EBITDA (%)	43%	-1%	-5%	6%	7%

#### 资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	6,074	6,378	6,721	8,819	7,435
应收账款	31,647	33,661	34,334	35,021	35,722
存货	1,403	1,725	1,759	1,794	1,830
其他流动资产	12,515	15,866	16,184	16,507	16,837
<b>流动资产</b>	51,638	57,630	58,998	62,141	61,824
固定资产	226,873	239,792	247,415	264,032	264,032
其他固定资产	61,944	70,133	71,417	72,733	74,081
<b>非流动资产</b>	288,817	309,925	318,833	336,765	338,113
<b>总资产</b>	340,456	367,556	377,831	398,907	399,937
<b>流动负债</b>	93,182	92,211	98,868	115,879	112,334
应付账款	3,700	3,638	3,710	3,784	3,860
短期银行贷款	29,764	40,188	36,789	46,944	34,670
其他短期负债	59,719	48,385	58,369	65,151	73,804
<b>非流动负债</b>	139,741	157,313	158,343	159,609	160,995
长期银行贷款	110,759	118,222	120,586	122,998	125,458
其他负债	28,981	39,091	37,757	36,611	35,538
<b>总负债</b>	232,923	249,524	257,210	275,488	273,330
少数股东权益	52,635	59,394	59,394	59,394	59,394
<b>股东权益</b>	54,897	58,638	61,226	64,025	67,214
每股账面值(人民币元)	3.53	3.80	4.03	4.28	4.56
营运资金	(41,544)	(34,580)	(39,870)	(53,738)	(50,511)

#### 财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (	41%	45%	44%	44%	45%
净利率(%)	6%	6%	6%	6%	6%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入(%)	10%	13%	14%	15%	15%
实际税率(%)	18%	25%	25%	25%	25%
股息支付率(%)	175%	275%	375%	475%	575%
营业周期	61	62	63	64	65
应付账款天数	489	565	0	0	0
应收账款天数	61	62	63	64	65
ROE (%)	6%	5%	4%	5%	5%
ROA (%)	1%	1%	1%	1%	1%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.4	2.6	2.5	2.5	2.3
收入/总资产	0.16	0.13	0.13	0.13	0.13
总资产/股本	6.20	6.27	6.17	6.23	5.95
收入对利息倍	11.1	10.0	11.1	11.1	11.1

#### 现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>EBITDA</b>	22,473	22,271	21,138	22,418	23,906
融资成本	1,787	(8,776)	1,996	9,571	(8,754)
营运资金变化	(12,016)	6,964	(5,290)	(13,868)	3,227
所得税	(1,623)	(1,941)	(1,686)	(1,822)	(2,077)
<b>营运现金流</b>	10,621	18,518	16,158	16,298	16,303
资本开支	(27,490)	(20,120)	(22,965)	(22,535)	(22,106)
其他投资活动	(7,682)	(2,564)	297	327	363
<b>投资活动现金</b>	(35,172)	(22,684)	(22,668)	(22,208)	(21,743)
负债变化	9,504	(2,766)	(1,793)	4,340	3,346
股本变化	0	1	2	3	4
股息	(1,656)	(2,004)	(2,078)	(1,362)	(1,473)
其他融资活动	17,037	9,238	10,727	5,033	2,185
<b>融资活动现金</b>	24,886	4,469	6,858	8,014	4,062
<b>现金变化</b>	335	304	348	2,104	(1,378)
期初持有现金	5,739	6,074	6,378	6,721	8,819
汇率变动	(0)	1	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	6,074	6,378	6,721	8,819	7,435

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>