

买入

装机稳步增长，分红回购提振信心

中广核新能源 (1811.HK)

2026-9-4 星期五

【投资要点】

目标价: **2.76 港元**

现价: **2.105 港元**

预计升幅: **31%**

重要数据

日期	2026-9-3
收盘价(港元)	2.105
总股本(亿股)	42.9
总市值(亿港元)	90
净资产(百万美元)	2,018
总资产(百万美元)	9,090
52周高低(港元)	3.09/2.01
每股净资产(港元)	3.45

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中国广核能源国际控股有限公司
(72.3%)

相关报告

深度报告-20210521

更新报告-20210723

更新报告-20210908

更新报告-20220422

更新报告-20230829/20240424

更新报告-20250115/20250922

➤ 2026上半年盈利承压，下半年补贴回款有望加速

2026H1 业绩承压，收入同比下降 9.8%至 7.73 亿美元，归母净利润同比下降 49.8%至 0.82 亿美元。业绩下滑主要受中国风电业务量价齐跌、韩国项目电价回落，以及去年同期存在热电联产项目处置一次性收益的高基数影响；与此同时，陆上风电增值税即征即退 50%政策于 2025 年到期，2026H1 已令风电利润减少约 0.2 亿元人民币；新增陆上风电项目 IRR 预计下降 0.4 - 0.6pct。若剔除 2025H1 处置收益，归母净利润仍同比下降约 41.3%。不过，公司财务费用同比下降 12.3%至 0.70 亿美元，平均贷款利率降至 2.48%，融资结构优化已开始对冲部分经营压力；补贴回款方面，2026H1 公司回收补贴约 4.11 亿元人民币，同比增加 3.83 亿元；截至 6 月底公司计提预期信用损失后补贴净值 92.5 亿元，预期 2026 年下半年补贴资金回款有望加速。

➤ 装机稳步增长，在建项目和韩国大山二期投运为后续恢复提供支撑

截至 2026 年 6 月底，公司权益装机达到 10,958.8MW，同比增长 4.4%，其中风电/太阳能合计占比 68.9%，清洁及可再生能源占比 86.3%。2026H1 风电平均利用小时 971 小时、太阳能 531 小时，分别高于全国平均 54/4 小时；韩国大山二期 557MW 燃气项目已于 2026 年 7 月 24 日投运，有望自下半年开始贡献新增电量与利润。

➤ 中期首次派息叠加股份回购，股东回报明显强化

首次中期派息叠加回购注销，释放管理层对内在价值的信心。公司宣布 2026 年中期股息 0.67 美仙/股，折合约 5.20 港仙/股，对应派息总额约 2.231 亿港元，约为 H1 归母利润的 35%；同时公司拟于 12 个月内最多动用约 1.21 亿港元回购不超过约 1%已发行股份，并已于 9 月 1 日及 2 日启动回购，累计回购约 69.8 万股，拟注销处理，有助于提升每股价值与市场信心。

➤ 给予“买入”评级，更新目标价至 2.76 港元/股

我们更新公司目标价至 2.76 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 8 倍和 7 倍 PE，目标价较现价有 31%的涨幅空间，给予“买入”评级。

百万美元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	1,951	1,693	1,548	1,648	1,746
同比增长(%)	-11.0%	-13.2%	-8.6%	6.5%	5.9%
归属股东净利润	248	276	179	205	232
同比增长(%)	-7.3%	11.2%	-35.2%	14.9%	12.8%
每股盈利(美仙)	5.78	6.43	4.38	5.04	5.68
PE@2.105HKD	4.6	4.2	6.1	5.3	4.7
每股股息(美仙)	1.45	1.61	1.10	1.26	1.42
股息率	5.38%	6.00%	4.08%	4.69%	5.29%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 2026 上半年盈利承压，下半年补贴回款有望加速

2026H1 业绩承压，收入同比下降 9.8%至 7.73 亿美元，归母净利润同比下降 49.8%至 0.82 亿美元。业绩下滑主要受中国风电业务量价齐跌、韩国项目电价回落，以及去年同期存在热电联产项目处置一次性收益的高基数影响；

与此同时，陆上风电增值税即征即退 50%政策于 2025 年到期，2026H1 已令风电利润减少约 0.2 亿元人民币；新增陆上风电项目 IRR 预计下降 0.4 - 0.6pct。若剔除 2025H1 处置收益，归母净利润仍同比下降约 41.3%。不过，公司财务费用同比下降 12.3%至 0.70 亿美元，平均贷款利率降至 2.48%，融资结构优化已开始对冲部分经营压力；

补贴回款方面，2026H1 公司回收补贴约 4.11 亿元人民币，同比增加 3.83 亿元；截至 6 月底公司计提预期信用损失后补贴净值 92.5 亿元，预期 2026 年下半年补贴资金回款有望加速。

➤ 装机稳步增长，在建项目和韩国大山二期投运为后续恢复提供支撑

截至 2026 年 6 月底，公司权益装机达到 10,958.8MW，同比增长 4.4%，其中风电/太阳能合计占比 68.9%，清洁及可再生能源占比 86.3%。2026H1 风电平均利用小时 971 小时、太阳能 531 小时，分别高于全国平均 54/4 小时；韩国大山二期 557MW 燃气项目已于 2026 年 7 月 24 日投运，有望自下半年开始贡献新增电量与利润。

➤ 中期首次派息叠加股份回购，股东回报明显强化

首次中期派息叠加回购注销，释放管理层对内在价值的信心。公司宣布 2026 年中期股息 0.67 美仙/股，折合约 5.20 港仙/股，对应派息总额约 2.231 亿港元，约为 H1 归母利润的 35%；同时公司拟于 12 个月内最多动用约 1.21 亿港元回购不超过约 1%已发行股份，并已于 9 月 1 日及 2 日启动回购，累计回购约 69.8 万股，拟注销处理，有助于提升每股价值与市场信心。

➤ 给予"买入"评级，更新目标价至 2.76 港元/股

我们更新公司目标价至 2.76 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 8 倍和 7 倍 PE，目标价较现价有 31%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20260903)

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
2380.HK	中国电力	HKD	2.84	351	9.3	11.8	10.5	9.4	0.5	0.5	0.5	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	18.64	965	6.6	8.2	7.6	7.1	0.8	0.8	0.7	0.7
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.07	78	4.4	5.2	5.0	4.6	0.3	0.3	0.3	0.3
0916.HK	龙源电力	HKD	5.23	1,050	8.5	8.9	8.0	7.3	0.5	0.5	0.5	0.4
0182.HK	协合新能源	HKD	0.34	27	17.3	6.6	5.2	4.2	0.3	0.3	0.3	0.2
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.29	266	7.3	6.1	5.3	4.8	0.5	0.5	0.5	0.4
平均					8.9	7.8	7.0	6.2	0.5	0.5	0.5	0.4
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.11	90	4.2	6.1	5.3	4.7	0.6	0.6	0.6	0.5

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. 电价下调
2. 新增装机不及预期
3. 风资源不佳
4. 限电率上升
5. 补贴回款不及预期

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	1,951	1,693	1,548	1,648	1,746
经营成本	1,423	1,212	1,204	1,257	1,313
经营利润	528	481	343	391	434
其他收入	43	33	34	34	35
财务费用	(181)	(159)	(143)	(144)	(152)
应占联营公司利润	4	16	8	4	4
其他开支	4	16	8	4	4
税前盈利	337	366	241	281	317
所得税	(79)	(81)	(53)	(65)	(73)
少数股东应占利润	10	9	9	11	12
归属股东净利润	248	276	179	205	232
折旧及摊销	356	371	386	393	413
EBITDA	162	154	(2)	32	55
增长					
总收入 (%)	-11%	-13%	-9%	7%	6%
EBITDA (%)	-27%	-5%	-101%	-2124%	74%

资产负债表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	158	165	169	217	253
应收账款	887	819	836	852	870
存货	54	44	46	49	51
其他流动资产	696	709	727	746	766
流动资产	1,795	1,737	1,778	1,864	1,939
固定资产	6,125	6,550	6,204	6,383	6,303
其他固定资产	798	804	1,165	1,138	1,407
非流动资产	6,923	7,354	7,369	7,521	7,711
总资产	8,718	9,091	9,147	9,386	9,650
流动负债	2,432	3,149	3,244	3,341	3,441
应付帐款	47	30	31	32	33
短期银行贷款	644	1,606	1,655	1,704	1,755
其他短期负债	1741	1513	1558	1605	1653
非流动负债	4,526	3,924	3,887	3,865	3,843
长期银行贷款	4,282	3,651	3,615	3,578	3,543
其他负债	245	273	273	286	300
总负债	6,958	7,073	7,131	7,206	7,284
少数股东权益	142	145	144	156	169
股东权益	1,618	1,873	1,872	2,024	2,196
每股账面值(美元)	0.38	0.44	0.44	0.47	0.51
营运资金	(637)	(1,412)	(1,465)	(1,476)	(1,502)

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
经营利润率 (%)	27%	28%	22%	24%	25%
EBITDA 利率 (%)	8%	9%	0%	2%	3%
净利率 (%)	13%	16%	12%	12%	13%
营运表现					
实际税率 (%)	23%	22%	22%	23%	23%
股息支付率 (%)	25%	25%	25%	25%	25%
库存周转	16	16	16	16	16
应付账款天数	37	37	37	37	37
应收账款天数	160	160	160	160	160
ROE (%)	15%	15%	10%	10%	11%
ROA (%)	3%	3%	2%	2%	2%
财务状况					
总资产负债率 (%)	80%	78%	78%	77%	75%
净负债/股本	2.9	2.7	2.7	2.5	2.3
收入/总资产	0.22	0.19	0.17	0.18	0.18
总资产/股本	5.39	4.85	4.89	4.64	4.39
收入对利息倍数	10.8	10.7	10.8	11.4	11.5

现金流量表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	162	154	(2)	32	55
融资成本	181	159	143	144	152
营运资金变化	(446)	(79)	(65)	(74)	(78)
所得税	(83)	(84)	(53)	(65)	(73)
营运现金流	503	806	702	754	813
资本开支	(888)	(714)	(664)	(684)	(704)
其他投资活动	(47)	121	136	150	164
投资活动现金流	(935)	(593)	(528)	(534)	(541)
负债变化	593	226	239	215	136
股本变化	1	2	3	4	5
股息	(62)	(69)	(45)	(51)	(58)
其他融资活动	(235)	(381)	(367)	(340)	(320)
融资活动现金流	297	(222)	(170)	(172)	(237)
现金变化	(135)	(9)	4	48	36
期初持有现金	288	158	165	169	217
汇率变动	6	15	0	0	0
期末持有现金	158	165	169	217	253

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>