国元国际 GUOYUAN INTERNATIONAL

买入

2027 年电价上行预期增强，火电盈利修复可期

华能国际（0902.HK）

2026-11-02 星期一

目标价：	7.56 港元
现　价：	6.11 港元
预计升幅：	24%

重要数据

日期	2026-10-30
收盘价（港元）	6.11
总股本（亿股）	157
总市值（亿港元）	1,251
净资产（亿元）	2,158
总资产（亿元）	6,224
52 周高低（港元）	7.1/4.88
每股净资产（元）	4.21

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

华能国际电力开发公司 32.28%
中国华能集团有限公司 13.75%
上海睿郡资产 2.99%
太平洋资产 1.8%

相关报告

更新报告-20200117/0824
更新报告-20220809/20230509
更新报告-20240425/0808
更新报告-20250529/0731/1104

研究部

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

证券研究报告

【投资要点】

➢ **2026 年前三季度盈利 78.22 亿元，同比下降 47.29%，Q3 低于预期**

公司前三季度营业收入 1,658.49 亿元，同比下降 4.12%；归母净利润 78.22 亿元，同比下降 47.29%，其中三季度单季 12.36 亿元（同比-77.84%，环比-8.6 亿元），低于预期。业绩下滑主因上网电量同比-5.6%、结算电价同比-2.32%，而标煤单价同比+4.62%，量价下行叠加成本上升挤压盈利。分板块看，煤机税前利润 68.56 亿元（-48%）、风电 41.87 亿元（-10%）、光伏 23.58 亿元（-29%）、燃机 12.10 亿元（+37%）。

➢ **煤电成本传导不畅亏损面扩大，新能源三季度量价改善**

公司三季度煤电电能量电价 418 元/兆瓦时，环比+26 元，成本部分向电价疏导；但长协煤履约不足（前三季度采购量 5,593 万吨，同比-12.6%），现货煤价难以完全传导，煤机亏损面 43.7%，环比提升 10 个百分点。新能源边际改善：三季度风电度电利润 108.5 元/千千瓦时（同比+约 20 元）；光伏量价环比双升，环比增利 1.48 亿元，亏损面收窄至 7.7%。

➢ **低碳清洁能源装机占比 42.92%，2027 年电价上行预期增强**

公司前三季度新增装机 516 万千瓦（新能源 393 万千瓦），三季度末可控装机 1.6 亿千瓦，低碳清洁能源占比 42.92%；新能源在建 1,000 万千瓦，支撑全年投产，明年新增规模与今年相当。基于煤价上涨以及煤电亏损面情况，将对 2027 长协电价上行形成有力支撑。管理层判断 2027 年电价将维持平稳上涨态势，新能源价格已基本筑底，公司将按“一省一策”安排中长期签约，签约定价将同时参考煤价走势、供需形势，以及政策规则规范等因素。

➢ **给予“买入”评级，目标价 7.56 港元/股**

我们更新公司预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 67.43 亿元、109.61 亿元和 120.84 亿元，2027-2028 年分别同比增长 62.60%和 10.20%；2027 年预测股息率约 6.68%，在盈利修复兑现后具备一定防御价值。我们给予公司目标价 7.56 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 15 倍和 9.3 倍 PE，目标价较现价有 24%的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	245,551	229,288	217,786	227,686	230,328
变动(%)	-3.5%	-6.6%	-5.0%	4.5%	1.2%
归属股东净利润	10,185	14,537	6,743	10,961	12,084
变动(%)	21.9%	42.7%	-53.6%	62.6%	10.2%
基本每股盈利(元)	46.00	75.00	42.95	69.83	76.98
市盈率@6.11 港元(倍)	11.4	7.0	12.2	7.5	6.8
每股股息(分)	27.0	40.0	21.5	34.9	38.5
股息现价比率(%)	5.16%	7.65%	4.11%	6.68%	7.36%

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

- **2026 年前三季度盈利 78.22 亿元，同比下降 47.29%，Q3 低于预期**

公司前三季度营业收入 1,658.49 亿元，同比下降 4.12%；归母净利润 78.22 亿元，同比下降 47.29%，其中三季度单季 12.36 亿元（同比-77.84%，环比-8.6 亿元），低于预期。业绩下滑主因上网电量同比-5.6%、结算电价同比-2.32%，而标煤单价同比+4.62%，量价下行叠加成本上升挤压盈利。

分板块看，煤机税前利润 68.56 亿元（-48%）、风电 41.87 亿元（-10%）、光伏 23.58 亿元（-29%）、燃机 12.10 亿元（+37%）。

- **煤电成本传导不畅亏损面扩大，新能源三季度量价改善**

公司三季度煤电电能量电价 418 元/兆瓦时，环比+26 元，成本部分向电价疏导；但长协煤履约不足（前三季度采购量 5,593 万吨，同比-12.6%），现货煤价难以完全传导，煤机亏损面 43.7%，环比提升 10 个百分点。

新能源边际改善：三季度风电度电利润 108.5 元/千千瓦时（同比+约 20 元）；光伏量价环比双升，环比增利 1.48 亿元，亏损面收窄至 7.7%。

- **低碳清洁能源装机占比 42.92%，2027 年电价上行预期增强**

公司前三季度新增装机 516 万千瓦（新能源 393 万千瓦），三季度末可控装机 1.6 亿千瓦，低碳清洁能源占比 42.92%；新能源在建 1,000 万千瓦，支撑全年投产，明年新增规模与今年相当。

基于煤价上涨以及煤电亏损面情况，将对 2027 长协电价上行形成有力支撑。管理层判断 2027 年电价将维持平稳上涨态势，新能源价格已基本筑底，公司将按“一省一策”安排中长期签约，签约定价将同时参考煤价走势、供需形势，以及政策规则规范等因素。

- **给予"买入"评级，目标价 7.56 港元/股**

我们更新公司预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 67.43 亿元、109.61 亿元和 120.84 亿元，2027-2028 年分别同比增长 62.60%和 10.20%；2027 年预测股息率约 6.68%，在盈利修复兑现后具备一定防御价值。

我们给予公司目标价 7.56 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 15 倍和 9.3 倍 PE，目标价较现价有 24%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20261030）

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	2.67	330	8.7	11.0	10.2	9.1	0.5	0.5	0.5	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	19.92	1,031	7.1	8.7	8.0	7.5	0.8	0.9	0.9	0.8
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.07	89	4.1	6.3	5.5	4.9	0.6	0.6	0.6	0.5
0182.HK	协合新能源	HKD	0.29	23	14.7	5.6	4.4	3.6	0.2	0.2	0.2	0.2
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.28	253	7.3	6.7	5.6	5.0	0.5	0.5	0.5	0.4
1798.HK	大唐新能源	HKD	0.89	65	3.6	7.6	7.4	7.4	0.3	0.3	0.3	0.2
0991.HK	大唐发电	HKD	2.51	822	5.6	5.4	5.1	4.7	1.1	1.0	1.0	1.0
0916.HK	龙源电力	HKD	5.08	1,018	8.3	8.7	7.6	6.7	0.5	0.5	0.5	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	4.25	661	7.3	11.9	7.7	6.5	0.9	0.8	0.8	0.8
平均					**7.4**	**8.0**	**6.8**	**6.1**	**0.6**	**0.6**	**0.6**	**0.5**
0902.HK	华能国际	HKD	6.11	1,251	7.0	12.2	7.5	6.8	1.2	1.0	1.0	1.0

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. 风电及光伏项目投产因多种因素推迟

3. 限电率上升

4. 电价下调

【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
收入	245,551	229,288	217,786	227,686	230,328
经营成本	(219,545)	(197,407)	(197,078)	(200,011)	(200,748)
经营利润	23,998	29,121	18,088	24,936	26,809
其他收入	1	2	3	4	5
行政费用	(18,650)	(19,625)	(20,606)	(21,843)	(22,280)
财务开支	(8,047)	(7,109)	(7,634)	(7,013)	(6,922)
应占联营公司利润	1	2	3	4	5
其他开支	(18,283)	(17,319)	(15,587)	(16,054)	(16,536)
税前盈利	17,821	23,533	11,987	19,487	21,483
所得税	(3,815)	(4,003)	(2,997)	(4,872)	(5,371)
少数股东应占利润	3,822	4,993	2,248	3,654	4,028
净利润	10,185	14,537	6,743	10,961	12,084
折旧及摊销	(26,302)	(27,791)	(27,791)	(29,181)	(30,640)
EBITDA	52,168	58,429	47,406	55,673	59,034
增长					
总收入 (%)	-3%	-7%	-5%	5%	1%
EBITDA (%)	10%	12%	-19%	17%	6%

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
经营利润率 (%)	10%	13%	8%	11%	12%
EBITDA 利率 (%)	21%	25%	22%	24%	26%
净利率(%)	4%	6%	3%	5%	5%
营运表现					
SG&A/收入(%)	8%	9%	9%	10%	10%
实际税率 (%)	21%	17%	25%	25%	25%
股息支付率 (%)	59%	53%	50%	50%	50%
库存周转	15	15	15	15	15
应付账款天数	100	100	100	100	100
应收账款天数	82	82	82	82	82
ROE (%)	7%	10%	4%	7%	7%
ROA (%)	2%	2%	1%	2%	2%
财务状况					
净负债/股本	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
收入/总资产	0.41	0.37	0.34	0.35	0.34
总资产/股本	4.14	4.17	3.99	3.95	3.90
收入对利息倍数	30.5	32.3	28.5	32.5	33.3

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	18,601	18,046	17,995	18,351	18,279
应收账款	48,073	47,239	39,294	41,081	41,557
存货	13,444	11,004	11,554	12,132	12,738
其他流动资产	16,181	15,181	13,229	13,827	13,988
流动资产	96,300	91,469	82,072	85,390	86,563
固定资产	402,936	427,239	450,194	470,052	493,300
其他固定资产	96,341	100,970	102,269	103,587	104,925
非流动资产	499,277	528,209	552,464	573,639	598,225
总资产	595,577	619,678	634,536	659,030	684,788
流动负债	178,738	174,781	165,787	168,488	170,447
应付帐款	62,033	61,903	54,106	54,911	55,113
短期银行贷款	93,117	91,252	88,485	87,045	86,706
其他短期负债	23,588	21,626	23,197	26,532	28,627
非流动负债	206,260	225,359	237,939	251,332	265,587
长期银行贷款	151,828	157,067	166,491	176,480	187,069
其他负债	54,432	68,292	71,448	74,852	78,518
总负债	384,998	400,140	403,726	419,820	436,033
少数股东权益	66,785	70,986	71,695	72,412	73,136
股东权益	143,794	148,552	159,115	166,798	175,618
每股账面值(元)	9.16	9.46	10.14	10.63	11.19
营运资金	(82,438)	(83,312)	(83,715)	(83,097)	(83,884)

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
EBITDA	52,168	58,429	47,406	55,673	59,034
融资成本	11,361	13,660	4,735	1,066	(2,917)
营运资金变化	(9,183)	(873)	(403)	618	(787)
所得税	(3,815)	(4,003)	(2,997)	(4,872)	(5,371)
营运现金流	50,530	67,213	48,741	52,485	49,960
资本开支	(61,783)	(58,326)	(52,494)	(53,544)	(56,221)
其他投资活动	57	1,035	1,015	1,005	995
投资活动现金流	(61,727)	(57,292)	(51,479)	(52,539)	(55,226)
负债变化	(6,587)	6,005	12,521	13,241	14,003
股本变化	0	0	0	0	0
股息	4,238	7,753	3,371	5,481	6,042
其他融资活动	15,962	(24,254)	(13,205)	(18,312)	(14,850)
融资活动现金流	13,613	(10,496)	2,688	410	5,195
现金变化	2,417	(575)	(50)	356	(71)
期初持有现金	16,151	18,601	18,046	17,995	18,351
汇率变动	34	19	0	0	0
期末持有现金	18,601	18,046	17,995	18,351	18,279

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

免责条款

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着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