

买入

煤电盈利超预期，高股息红利价值凸显

华能国际 (0902.HK)

2025-11-04 星期二

【投资要点】

目标价: **8.26 港元**
 现价: **6.46 港元**
 预计升幅: **28%**

重要数据

日期	2025-11-03
收盘价 (港元)	6.46
总股本 (亿股)	157
总市值 (亿港元)	1,289
净资产 (亿元)	2,160
总资产 (亿元)	5,962
52 周高低 (港元)	6.63/3.64
每股净资产 (元)	4.26

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%
 上海睿郡资产管理有限公司
 3.31%

相关报告

更新报告-20190801/1024
 更新报告-20190430/20210923
 更新报告-20200117/0824
 更新报告-20220809/20230509
 更新报告-20240425/0808
 更新报告-20250529/0731

研究部

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

➤ 2025 年三季度盈利 55.79 亿元，同比增长 88.54%，超预期

2025 年前三季度，公司实现营业收入 1,729.75 亿元，同比下降 6.19%；归属股东的净利润 148.41 亿元，同比增长 42.52%；其中单三季度公司实现营业收入 609.43 亿元，同比减少 7.09%；实现归母净利润 55.79 亿元，同比增长 88.54%。公司盈利增长主要受益煤价下行带来煤电盈利强劲修复，公司前三季度，公司境内电厂除税发电耗用标煤单价 892.34 元/吨，同比下降 11.01%。

➤ 预计 2026 年容量电费提升，电价小幅下行，煤电盈利整体趋稳

公司预计，未来随着新能源加快入市，发电侧全容量补偿机制或将陆续出台。综合容量补偿回收比例提升及各地政府降电价诉求影响，预计 2026 年电能量价格加上容量补偿价格较 2025 年小幅下降，煤电收入结构进一步调整，容量电费占比将进一步提升。成本端展望方面，四季度在超产检查和环保督查政策发力下，煤价有望触底反弹，2026 年预计保持略增长的态势；但同时在 136 号文出台新能源抢装后装机增速趋于稳定，对火电的挤压效果减弱。综合判断，2026 年煤电在电价小幅下行，煤价略增长以及容量补偿上调多重因素作用下，整体盈利趋于稳定。

➤ 风电增值税政策调整对公司盈利影响较小

基于陆上风电增值税即征即退 50%政策于 2025 年 11 月 1 日取消，海上风电延续至 2027 年 12 月 31 日，公司通过筛选优质项目降低运营成本、提升管理优势，在电力市场增发效益电以抵消政策影响。公司当前新能源项目增值税进项税额留抵较多，尚未产生大量应纳税额，2024 年陆上风电退税金额仅 1-2 亿元，整体对盈利影响较小。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 8.26 港元/股

煤价盈利趋稳预期下，彰显电力公用事业属性。公司 2025 年股息率高达 8.32%，凸显红利资产长期价值。我们提升目标价至 8.26 港元/股，对应 2026 年 7.5 倍 PE，目标价较现价有 28%的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	254,397	245,551	239,524	252,510	256,573
变动(%)	3.1%	-3.5%	-2.5%	5.4%	1.6%
归属股东净利润	8,357	10,185	15,381	15,723	16,183
变动(%)	204.1%	21.9%	51.0%	2.2%	2.9%
基本每股盈利(元)	35.00	46.00	97.98	100.16	103.09
市盈率@6.46 港元(倍)	16.8	12.8	6.0	5.9	5.7
每股股息(分)	20.0	27.0	49.0	50.1	51.5
股息现价比率(%)	3.40%	4.58%	8.32%	8.50%	8.75%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025 年三季度盈利 55.79 亿元，同比增长 88.54%，超预期

2025 年前三季度，公司实现营业收入 1,729.75 亿元，同比下降 6.19%；归属股东的净利润 148.41 亿元，同比增长 42.52%；其中单三季度公司实现营业收入 609.43 亿元，同比减少 7.09%；实现归母净利润 55.79 亿元，同比增长 88.54%。公司盈利增长主要受益煤价下行带来煤电盈利强劲修复，公司前三季度，公司境内电厂除税发电耗用标煤单价 892.34 元/吨，同比下降 11.01%。

➤ 预计 2026 年容量电费提升，电价小幅下行，煤电盈利整体趋稳

公司预计，未来随着新能源加快入市，发电侧全容量补偿机制或将陆续出台。综合容量补偿回收比例提升及各地政府降电价诉求影响，预计 2026 年电能量价格加上容量补偿价格较 2025 年小幅下降，煤电收入结构进一步调整，容量电费占比将进一步提升。

成本端展望方面，四季度在超产检查和环保督查政策发力下，煤价有望触底反弹，2026 年预计保持略增长的态势；但同时在 136 号文出台新能源抢装后装机增速趋于稳定，对火电的挤压效果减弱。综合判断，2026 年煤电在电价小幅下行，煤价略增长以及容量补偿上调多重因素作用下，整体盈利趋于稳定。

➤ 风电增值税政策调整对公司盈利影响较小

基于陆上风电增值税即征即退 50%政策于 2025 年 11 月 1 日取消，海上风电延续至 2027 年 12 月 31 日，公司通过筛选优质项目降低运营成本、提升管理优势，在电力市场增发效益电以抵消政策影响。公司当前新能源项目增值税进项税额留抵较多，尚未产生大量应纳税额，2024 年陆上风电退税金额仅 1-2 亿元，整体对盈利影响较小。

➤ 给予"买入"评级，提高目标价至 8.26 港元/股

煤价盈利趋稳预期下，彰显电力公用事业属性。公司 2025 年股息率高达 8.32%，凸显红利资产长期价值。

我们提升目标价至 8.26 港元/股，对应 2026 年 7.5 倍 PE，目标价较现价有 28% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：电力行业估值比较（20251104）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2380.HK	中国电力	HKD	3.37	417	10.0	9.5	8.4	7.4	0.7	0.8	0.7	0.7
0836.HK	华润电力	HKD	18.89	978	6.8	7.0	6.7	6.3	0.9	0.8	0.8	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.74	118	6.1	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.7
0182.HK	协合新能源	HKD	0.39	30	3.5	3.7	2.9	2.7	0.3	0.3	0.3	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.43	288	10.3	7.6	6.3	5.7	0.8	0.7	0.7	0.7
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.41	175	6.8	7.5	7.2	6.8	0.8	0.5	0.4	0.4
0991.HK	大唐发电	HKD	2.40	642	9.1	-	-	-	1.2	1.0	1.0	1.0
0916.HK	龙源电力	HKD	7.25	1,178	8.7	8.4	7.8	7.0	0.7	0.7	0.7	0.6
1071.HK	华电国际	HKD	4.66	671	8.8	0.0	0.0	0.0	1.1	1.0	1.0	1.0
平均					7.8	5.5	4.9	4.5	0.8	0.6	0.6	0.7
0902.HK	华能国际	HKD	6.46	1,289	12.8	6.0	5.9	5.7	1.4	1.5	1.4	1.4

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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	254,397	245,551	239,524	252,510	256,573
经营成本	(234,201)	(219,545)	(203,718)	(216,603)	(220,363)
经营利润	18,561	23,998	33,846	33,841	34,111
其他收入	0	1	2	3	4
行政费用	(17,762)	(18,650)	(18,277)	(19,739)	(20,726)
财务开支	(9,375)	(8,047)	(9,388)	(9,485)	(9,031)
应占联营公司利润	0	1	2	3	4
其他开支	(17,765)	(18,283)	(18,649)	(19,209)	(19,785)
税前盈利	12,477	17,821	26,367	26,310	27,080
所得税	(3,708)	(3,815)	(7,835)	(7,367)	(7,582)
少数股东应占利润	412	3,822	3,150	3,220	3,315
净利润	8,357	10,185	15,381	15,723	16,183
折旧及摊销	(25,492)	(26,302)	(26,828)	(27,364)	(27,912)
EBITDA	47,345	52,168	62,578	63,153	64,014
增长					
总收入 (%)	3%	-3%	-2%	5%	2%
EBITDA (%)	102%	10%	20%	1%	1%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	16,151	18,601	25,197	24,172	26,204
应收账款	47,141	48,073	43,216	45,560	46,293
存货	11,899	13,444	14,117	14,822	15,564
其他流动资产	15,554	16,181	14,770	15,557	15,805
流动资产	90,744	96,300	97,299	100,110	103,865
固定资产	368,676	402,936	419,863	437,241	454,701
其他固定资产	90,896	96,341	97,566	98,809	100,070
非流动资产	459,572	499,277	517,429	536,051	554,771
总资产	550,316	595,577	614,728	636,161	658,636
流动负债	163,999	178,738	176,186	178,744	180,777
应付账款	59,851	62,033	55,929	59,466	60,499
短期银行贷款	78,309	93,117	89,785	87,884	87,166
其他短期负债	25,839	23,588	30,472	31,393	33,112
非流动负债	206,962	206,260	217,765	230,008	243,030
长期银行贷款	162,348	151,828	160,937	170,593	180,829
其他负债	44,614	54,432	56,828	59,414	62,201
总负债	370,962	384,998	393,951	408,751	423,807
少数股东权益	40,591	66,785	67,453	68,127	68,808
股东权益	138,763	143,794	153,324	159,282	166,021
每股账面值(元)	8.84	9.16	9.77	10.15	10.58
营运资金	(73,255)	(82,438)	(78,887)	(78,633)	(76,912)

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
经营利润率 (%)	7%	10%	14%	13%	13%
EBITDA 利率 (%)	19%	21%	26%	25%	25%
净利率 (%)	3%	4%	6%	6%	6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	7%	8%	8%	8%	8%
实际税率 (%)	30%	21%	30%	28%	28%
股息支付率 (%)	57%	59%	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 (%)	6%	7%	10%	10%	10%
ROA (%)	2%	2%	3%	3%	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	0.46	0.41	0.39	0.40	0.39
总资产/股本	3.97	4.14	4.01	3.99	3.97
收入对利息倍数	27.1	30.5	25.5	26.6	28.4

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	47,345	52,168	62,578	63,153	64,014
融资成本	(9,496)	11,361	8,242	(7,051)	(2,791)
营运资金变化	11,356	(9,183)	3,552	254	1,721
所得税	(3,708)	(3,815)	(7,835)	(7,367)	(7,582)
营运现金流	45,497	50,530	66,537	48,989	55,362
资本开支	(58,683)	(61,783)	(64,873)	(64,873)	(68,116)
其他投资活动	4,154	57	(426)	(422)	(418)
投资活动现金流	(54,529)	(61,727)	(65,299)	(65,294)	(68,534)
负债变化	(15,670)	(6,587)	12,168	12,867	13,607
股本变化	0	0	0	0	0
股息	3,140	4,238	7,691	7,861	8,091
其他融资活动	21,250	15,962	(14,502)	(5,448)	(6,495)
融资活动现金流	8,720	13,613	5,357	15,281	15,203
现金变化	(312)	2,417	6,596	(1,025)	2,032
期初持有现金	16,517	16,151	18,601	25,197	24,172
汇率变动	(54)	34	0	0	0
期末持有现金	16,151	18,601	25,197	24,172	26,204

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>