

华能国际 (600011.SH)

增持 (维持)

26年一季报点评: 火电盈利韧性足, 高股息价值凸显

华能国际发布 2026 年一季报, 26Q1 实现营业收入 567.83 亿元, 同比-5.89%; 归母净利润 44.84 亿元, 同比-9.83%。

- 量价齐降导致业绩下滑。公司 26Q1 实现营业收入 567.83 亿元, 同比-5.89%; 归母净利润 44.84 亿元, 同比-9.83%; 扣非归母净利润 42.21 亿元, 同比-12.04%, 业绩下滑主要由于发电量和电价同比下降。
- 电量电价均有下滑, 火电盈利能力提升。26Q1 公司境内电厂完成上网电量 1014.89 亿千瓦时, 同比下降 4.82%; 平均上网结算电价为 460.73 元/兆瓦时, 同比下降 5.63%。受新能源替代及煤机装机份额降低影响, 煤机实现上网电量 781.56 亿千瓦时, 同比下降 5.77%。燃煤板块利润总额 43.41 亿元, 同比+9.01%。测算度电利润总额为 0.056 元/千瓦时, 同比提升 0.008 元/千瓦时。尽管电价下行, 但燃料成本改善有效弥补了收入端损失。燃机板块利润总额 9.41 亿元, 同比+24.93%, 测算其度电利润总额为 0.138 元/千瓦时, 同比大幅提升 0.039 元/千瓦时, 盈利能力显著增强。
- 新能源盈利承压, 26 年风电资本开支上升。26Q1 公司风电上网电量同比-1.6%, 光伏上网电量同比+12.22%。风电、光伏分别实现利润总额 18.08 亿元、2.33 亿元, 同比下滑 19.7%、58.67%; 测算风光度电利润总额分别为 0.168 元/千瓦时、0.043 元/千瓦时, 同比下降 0.038 元/千瓦时、0.073 元/千瓦时, 或受市场化交易电价波动及利用小时数下降拖累。2025 年, 公司风光资本开支分别为 240、145 亿元, 2026 年预计资本开支分别为 305、72 亿元, 新能源开发更聚焦盈利水平较好的风电项目。
- 盈利预测与估值。公司火电盈利展现出较强韧性, 26Q1 新增新能源装机 61.3 万千瓦, 低碳转型持续推进, 有望进一步释放业绩。公司 25 年分红额为 0.4 元/股, 对应当前股息率 5.8%, 在低利率环境下配置价值突出。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 134.03、141.36、149.84 亿元, 分别同比增长-7%、5%、6%, 当前股价对应 PE 分别为 8.8x、8.4x、7.9x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 煤炭成本高于预期、项目建设进度不及预期、现金回收不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	245551	229288	222028	218534	217316
同比增长	-3%	-7%	-3%	-2%	-1%
营业利润(百万元)	18743	23803	21872	23083	24513
同比增长	42%	27%	-8%	6%	6%
归母净利润(百万元)	10135	14410	13403	14136	14984
同比增长	20%	42%	-7%	5%	6%
每股收益(元)	0.65	0.92	0.85	0.90	0.95
PE	11.6	8.2	8.8	8.4	7.9
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源: 公司数据、招商证券

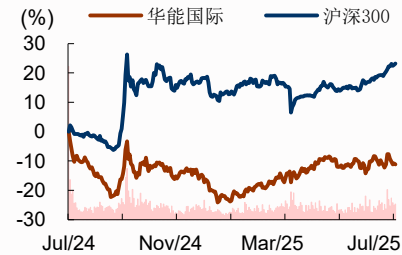
周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 7.52 元

基础数据

总股本(百万股)	15698
已上市流通股(百万股)	10998
总市值(十亿元)	118.0
流通市值(十亿元)	82.7
每股净资产(MRQ)	9.4
ROE(TTM)	9.9
资产负债率	63.8%
主要股东	华能国际电力开发公司
主要股东持股比例	32.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	4	13
相对表现	13	6	-1



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《华能国际 (600011): 煤电盈利水平持续提升, 业绩超预期增长》2025-10-29
- 《华能国际 (600011) 25 年中报点评: 成本优化+新能源规模扩张, Q2 业绩表现超预期》2025-07-30
- 《华能国际 (600011) 25 年一季报点评: 火电盈利继续修复, 投资收益增长》2025-05-07

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	96300	91469	86348	88457	84427
现金	19932	19456	16351	19621	16052
交易性投资	256	21	21	21	21
应收票据	420	982	951	936	931
应收款项	47653	46257	44792	44087	43841
其它应收款	3502	3466	3356	3303	3285
存货	13444	11004	10849	10634	10518
其他	11092	10285	10028	9855	9779
非流动资产	490543	520320	544105	566061	586325
长期股权投资	24646	25390	25390	25390	25390
固定资产	328511	357935	385005	409909	432821
无形资产商誉	29735	32023	28820	25938	23344
其他	107651	104972	104889	104823	104770
资产总计	586843	611790	630452	654518	670753
流动负债	178738	174781	181853	193102	195719
短期借款	61166	61932	101516	113502	116517
应付账款	19175	21295	20995	20580	20356
预收账款	3529	3726	3674	3601	3562
其他	94869	87828	55667	55419	55284
长期负债	205057	224490	224490	224490	224490
长期借款	151828	157067	157067	157067	157067
其他	53229	67424	67424	67424	67424
负债合计	383795	399272	406343	417592	420210
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积金	96691	94237	94237	94237	94237
留存收益	25026	32534	39657	47762	56385
少数股东权益	65633	70049	74517	79229	84224
归属于母公司所有者权益	137415	142469	149592	157697	166320
负债及权益合计	586843	611790	630452	654518	670753

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	50530	67213	55357	56661	58735
净利润	14110	19505	17870	18847	19979
折旧摊销	25265	26799	31921	33750	35441
财务费用	7898	6995	6318	6000	5749
投资收益	(1243)	(1141)	(2238)	(2361)	(2497)
营运资金变动	2947	14516	1485	424	63
其它	1554	539	0	0	0
投资活动现金流	(63597)	(57292)	(53468)	(53344)	(53209)
资本支出	(63653)	(58326)	(55705)	(55705)	(55705)
其他投资	57	1035	2238	2361	2497
筹资活动现金流	15483	(10496)	(4994)	(46)	(9096)
借款变动	16147	(11252)	7604	11986	3015
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	564	(2454)	0	0	0
股利分配	(3140)	(4238)	(6279)	(6031)	(6361)
其他	1912	7449	(6318)	(6000)	(5749)
现金净增加额	2417	(575)	(3105)	3270	(3570)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	245551	229288	222028	218534	217316
营业成本	208363	186991	184357	180711	178741
营业税金及附加	2009	2759	1776	1748	1739
营业费用	267	315	266	240	217
管理费用	6805	7103	6217	5682	5433
研发费用	1658	1920	1859	1830	1820
财务费用	7441	6754	6318	6000	5749
资产减值损失	(1700)	(1941)	(1600)	(1600)	(1600)
公允价值变动收益	0	(4)	0	0	0
其他收益	193	1162	1000	1000	1000
投资收益	1243	1141	1238	1361	1497
营业利润	18743	23803	21872	23083	24513
营业外收入	554	709	721	701	651
营业外支出	1211	868	800	800	800
利润总额	18086	23644	21793	22985	24364
所得税	3977	4139	3923	4137	4386
少数股东损益	3974	5096	4468	4712	4995
归属于母公司净利润	10135	14410	13403	14136	14984

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-3%	-7%	-3%	-2%	-1%
营业利润	42%	27%	-8%	6%	6%
归母净利润	20%	42%	-7%	5%	6%
获利能力					
毛利率	15.1%	18.4%	17.0%	17.3%	17.8%
净利率	4.1%	6.3%	6.0%	6.5%	6.9%
ROE	7.5%	10.3%	9.2%	9.2%	9.2%
ROIC	4.5%	5.4%	4.9%	4.8%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	65.4%	65.3%	64.5%	63.8%	62.6%
净负债比率	43.3%	41.0%	41.0%	41.3%	40.8%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
存货周转率	16.4	15.3	16.9	16.8	16.9
应收账款周转率	5.2	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	10.0	9.2	8.7	8.7	8.7
每股资料(元)					
EPS	0.65	0.92	0.85	0.90	0.95
每股经营净现金	3.22	4.28	3.53	3.61	3.74
每股净资产	8.75	9.08	9.53	10.05	10.59
每股股利	0.27	0.40	0.38	0.41	0.43
估值比率					
PE	11.6	8.2	8.8	8.4	7.9
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.4	10.2	9.7	9.3	8.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。