

2026年05月28日

华能国际 (600011.SH)

投资评级: 买入 (维持)

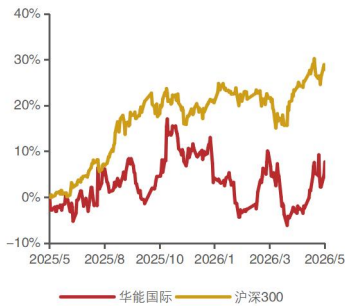
——业绩稳健有韧性 龙头火电有望享受电价弹性

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年05月27日

收盘价 (元)	7.71
一年内最高/最低 (元)	8.49/6.66
总市值 (百万元)	121,032.30
流通市值 (百万元)	121,032.30
总股本 (百万股)	15,698.09
资产负债率 (%)	66.32
每股净资产 (元/股)	4.46

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- **事件:1)公司发布2025年年报**,全年实现归母净利润144.1亿元,同比增加42.17%;实现扣非后归母净利润134.82亿元,同比增加28.13%。拟每股派发0.4元(含税)现金红利,分红比例53.96%。**2)公司发布2026年一季度报**,一季度实现归母净利润44.84亿元,同比下滑9.83%;实现扣非归母净利润42.21亿元,同比下滑12.04%,**业绩基本符合市场预期。**
- **煤价下降释放业绩弹性,2025年业绩大幅增长。**根据公司公告,2025年分板块利润总额看,煤机132.7亿元,同比增长86%,为利润增长核心原因,煤电板块利润增长主要受益于煤价下降,公司境内售电燃料成本266.88元/兆瓦时,同比下降11.13%,下降幅度远高于电价降幅。倒算2025年煤电度电利润3.9分,较2024年增加2分/千瓦时。其他板块利润情况:燃机12.7亿元,同比增长17%;风电56.08亿元,同比下降17%;光伏28.83亿元,同比增长6%;另外水电利润0.48亿元,生物质利润-2.94亿元。
- **2026年火电资本开支计划增长,新能源下降,或反映运营商新能源投资意愿。**装机层面,截至2025年底,公司可控装机15587万千瓦,其中煤电9195万千瓦(基本不变)、气电1770万千瓦(yoy+31%)、风电2062万千瓦(yoy+14%)、光伏2507万千瓦(yoy+26%)。对比2026年资本开支计划与2025年资本支出情况,火电计划117亿,较2025年增长34%;风电计划305亿,较2025年增长27%;光伏计划72亿,较2025年下降50%。
- **2026Q1业绩受新能源拖累,公司为全国煤电运营商龙头。**根据公司公告,2026年一季度煤电实现利润总额43.41亿元,同比增长9.01%;燃机9.41亿元,同比增长24.93%;风电18.08亿元,同比下降19.7%;光伏2.33亿元,同比下降58.67%。一季度利润下降主要系新能源入市后持续的交易电价与消纳限电压力。展望二季度,考虑到动力煤现货价格有所上涨,预计二季度公司业绩承压。但展望下半年,一方面在“厄尔尼诺”预期下,夏季高温需求或为电价上涨提供动力,部分沿海省份火电业绩压力或为年底电价谈判提供支撑。公司为全国煤电运营商龙头,有望充分享受边际需求好转以及电价上涨。
- **盈利预测与评级:**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为130、139、154亿元,当前股价对应PE分别为9.3、8.7、7.9倍,假设60%的分红比例(扣除永续债利息约25亿后),以2026年利润为基数,当前股价对应**A股股息率5.2%,对应H股股息率6.9%,维持“买入”评级。**
- **风险提示:煤价大幅上行,电价政策出现不利调整,用电需求波动。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	245,551	229,288	224,801	229,086	232,505
同比增长率 (%)	-3.48%	-6.62%	-1.96%	1.91%	1.49%
归母净利润 (百万元)	10,135	14,410	12,974	13,936	15,411
同比增长率 (%)	20.01%	42.17%	-9.96%	7.41%	10.59%
每股收益 (元/股)	0.65	0.92	0.83	0.89	0.98
ROE (%)	7.38%	10.11%	8.71%	8.94%	9.42%
市盈率 (P/E)	11.94	8.40	9.33	8.69	7.85

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	19,456	12,064	11,083	10,991
应收票据及账款	47,297	44,041	44,880	45,550
预付账款	3,923	4,510	4,596	4,665
其他应收款	3,466	3,095	3,154	3,202
存货	11,004	10,830	10,922	10,927
其他流动资产	6,325	5,674	5,782	5,868
流动资产总计	91,469	80,213	80,416	81,202
长期股权投资	25,390	26,390	27,390	28,390
固定资产	369,960	365,024	366,532	374,126
在建工程	67,140	72,541	64,699	49,156
无形资产	20,137	21,987	25,737	28,410
长期待摊费用	415	363	312	260
其他非流动资产	37,278	40,940	40,407	39,874
非流动资产合计	520,320	527,247	525,077	520,216
资产总计	611,790	607,460	605,493	601,418
短期借款	61,932	59,932	51,932	42,932
应付票据及账款	21,295	18,816	18,976	18,986
其他流动负债	91,554	82,658	83,409	83,625
流动负债合计	174,781	161,406	154,317	145,543
长期借款	214,976	212,976	205,976	196,976
其他非流动负债	9,515	9,515	9,515	9,515
非流动负债合计	224,490	222,490	215,490	206,490
负债合计	399,272	383,897	369,808	352,033
股本	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	16,698	16,698	16,698	16,698
留存收益	110,072	116,559	123,527	131,233
归属母公司权益	142,469	148,956	155,923	163,629
少数股东权益	70,049	74,608	79,762	85,755
股东权益合计	212,518	223,563	235,686	249,384
负债和股东权益合计	611,790	607,460	605,493	601,418

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	19,505	16,752	18,320	20,635
折旧与摊销	27,508	28,513	29,669	31,061
财务费用	6,754	6,085	5,896	5,544
投资损失	-1,141	-1,000	-1,000	-1,000
营运资金变动	11,365	-7,511	-273	-652
其他经营现金流	3,196	-195	1,000	1,000
经营性现金净流量	67,187	42,644	53,613	56,588
投资性现金净流量	-57,292	-33,464	-26,730	-25,430
筹资性现金净流量	-10,496	-16,572	-27,864	-31,250
现金流量净额	-581	-7,392	-981	-91

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	229,288	224,801	229,086	232,505
营业成本	186,991	183,976	185,538	185,632
税金及附加	2,759	2,248	2,291	2,325
销售费用	315	337	344	349
管理费用	7,103	6,744	6,873	7,440
研发费用	1,920	1,798	1,833	1,860
财务费用	6,754	6,085	5,896	5,544
资产减值损失	-2,017	-1,911	-2,062	-2,093
信用减值损失	-111	-225	-458	-465
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,141	1,000	1,000	1,000
公允价值变动损益	-4	0	0	0
资产处置收益	187	0	0	0
其他收益	1,162	700	700	700
营业利润	23,803	23,177	25,492	28,498
营业外收入	709	500	501	502
营业外支出	868	1,200	1,201	1,202
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	23,644	22,477	24,792	27,798
所得税	4,139	4,945	5,702	6,394
净利润	19,505	17,532	19,090	21,405
少数股东损益	5,096	4,558	5,154	5,993
归属母公司股东净利润	14,410	12,974	13,936	15,411
EPS(元)	0.92	0.83	0.89	0.98

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-6.62%	-1.96%	1.91%	1.49%
营业利润增长率	27.00%	-2.63%	9.99%	11.79%
归母净利润增长率	42.17%	-9.96%	7.41%	10.59%
经营现金流增长率	33.03%	-36.53%	25.72%	5.55%
盈利能力				
毛利率	18.45%	18.16%	19.01%	20.16%
净利率	8.51%	7.80%	8.33%	9.21%
ROE	10.11%	8.71%	8.94%	9.42%
ROA	2.36%	2.14%	2.30%	2.56%
估值倍数				
P/E	8.40	9.33	8.69	7.85
P/S	0.53	0.54	0.53	0.52
P/B	1.86	1.69	1.54	1.41
股息率	0.00%	5.36%	5.76%	6.37%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。