



华能国际 (600011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

压力期仍具股息，利润估值将双击

业绩简评

2026 年 8 月 18 日晚公司披露 2026 半年报，上半年实现营收 1069 亿元 (同比-4.6%)，归母净利润 65.86 亿元 (同比-28.9%)。其中，Q2 实现营收 501.26 亿元 (同比-3.0%)，实现归母净利润 21.02 亿元 (同比-51.0%)，受气电及大士能源拖累，业绩低于市场预期。

经营分析

分板块而言，境内电厂税前利润口径：**煤电**：上半年贡献 59.25 亿元 (同比-19%，度电税前利润 3.9 分，同比-0.7 分)，其中 Q2 为 15.84 亿元 (同比-52%，度电税前利润 2.1 分，同比-2.3 分、环比-3.4 分)。**气电**：上半年贡献 9.73 亿元 (同比+29%)，其中 Q2 为 0.32 亿元 (上年同期无盈利)。**风电**：上半年贡献 31.65 亿元 (同比-19%，度电税前利润 0.152 元，同比-3.4 分)，其中 Q2 为 13.57 亿元 (同比-18%，度电税前利润为 0.134 元，同比-3 分，环比-3.4 分)，Q2 风电盈利能力同比/环比持续回落。**光伏**：上半年贡献 12.22 亿元 (同比-33%，度电税前利润 0.093 元，同比-5.6 分)，其中 Q2 为 9.89 亿元 (同比-21%，度电税前利润为 0.129 元，同比-4.2 分，环比+8.7 分)，Q2 光伏盈利能力同比回落、环比回升。综合来看，境内煤电、绿电基本符合预期，气电受气价影响、业绩偏弱。

境外业务上：新加坡大士能源上半年利润总额 7.45 亿元 (同比-45%)，低预期预计系气价上涨、但电价传导滞后，三季度有望提升。巴基斯坦上半年利润总额 4.51 亿元、同比小幅增长 3.4%。

展望后续，考虑 2026 年业绩下修后、剔除永续债利息的 56% 进行分红 (过去两年均值)，即分红总额 47.49 亿元，对应 A/H 股股息率分别为 4.4%/6.1%。业绩最大压力时刻下，底部利润 A 股仍有 4%-5% 股息、H 股在 6% 以上，伴随煤价中枢价格的抬升，以及部分区域火电投产高峰已过，电力供需也将迎来拐点，27 年长协电价上涨将带动基本面的改善，有望迎来业绩与估值的双击。

盈利预测、估值与评级

全国布局综合能源龙头，重视市值管理及股东回报。考虑到 26 年内部分板块盈利弱于此预期，我们调整公司 2026-2028 年归母净利润预测至 111/135/147 亿元，剔除永续债利息后的 EPS 为 0.54/0.70/0.78 元；公司股票现价对应 A 股 PE 估值为 9.75/7.99/7.34 倍，维持“买入”评级。

风险提示

煤价持续上行风险；发电利用小时、上网电价不及预期风险。

国金证券研究所

分析师：姜涛 (执业 S1130525120007)

jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：许子怡 (执业 S1130526030003)

xuziyi@gjzq.com.cn

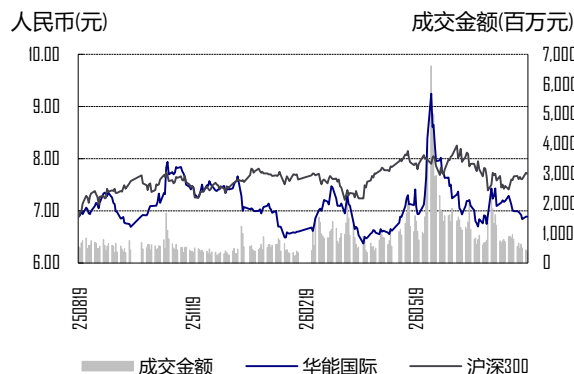
分析师：卢佳琪 (执业 S1130526070001)

lujiaqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.89 元

相关报告：

1. 《华能国际季报点评：26Q1 归母净利 45 亿元超预期，偿还永续债...》，2026.4.28
2. 《华能国际年报点评：25 年业绩同比+42%，AH 股息价值凸显》，2026.3.30



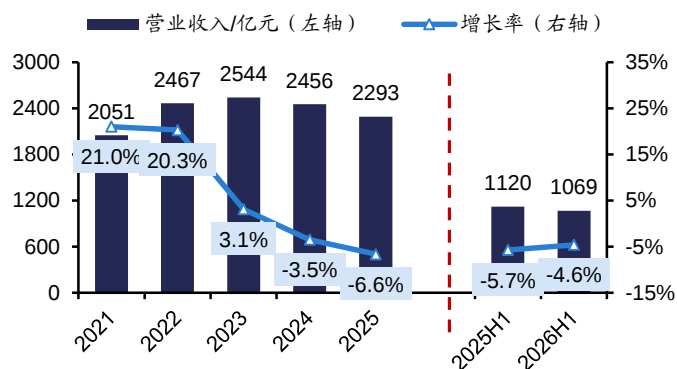
公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	245,551	229,288	225,833	230,309	231,781
营业收入增长率	-3.48%	-6.62%	-1.51%	1.98%	0.64%
归母净利润(百万元)	10,135	14,410	11,090	13,541	14,740
归母净利润增长率	20.01%	42.17%	-23.04%	22.10%	8.85%
摊薄每股收益(元)	0.646	0.918	0.706	0.863	0.939
每股经营性现金流净额	3.22	4.28	3.34	3.91	3.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.38%	10.11%	7.48%	8.66%	8.93%
P/E	10.49	8.13	9.75	7.99	7.34
P/B	0.77	0.82	0.73	0.69	0.66

来源：公司年报、国金证券研究所

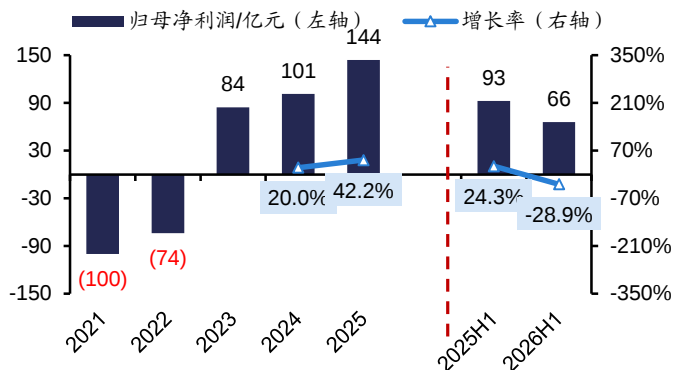


图表1: 2026H1 公司营业收入同比-4.6%



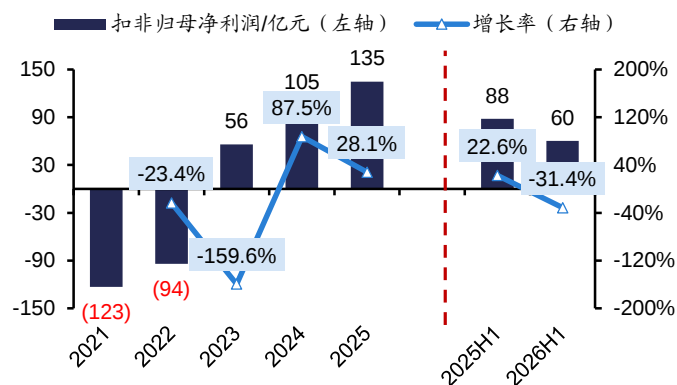
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表2: 2026H1 公司归母净利润同比-28.9%



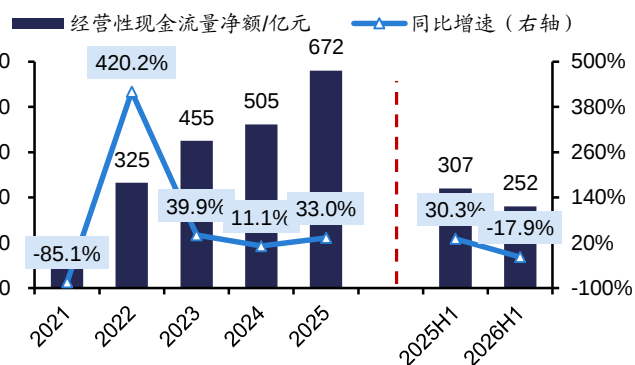
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表3: 2026H1 公司扣非归母净利润同比-31.4%



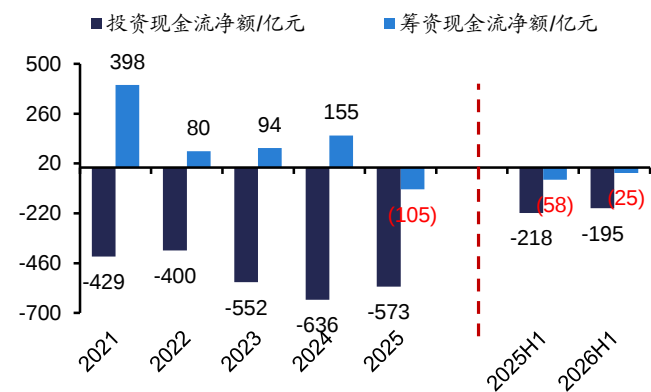
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 2026H1 公司经营现金流净额达 252 亿元



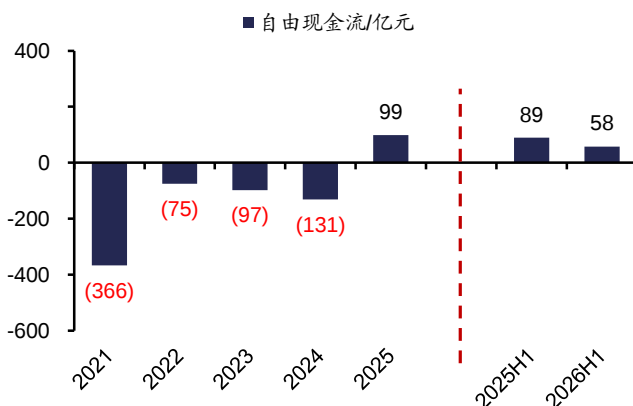
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表5: 2026H1 公司投资净流出缩窄至 195 亿元



来源: iFinD, 国金证券研究所

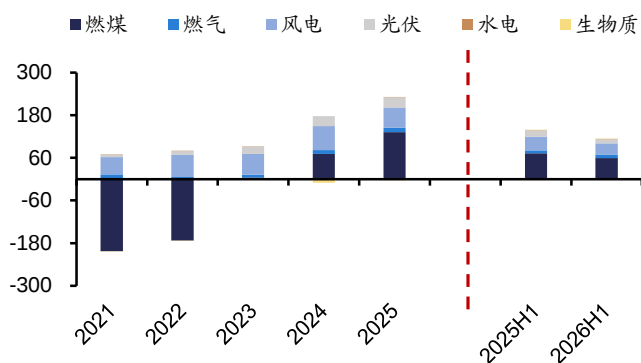
图表6: 2026H1 公司自由现金流达 58 亿元



来源: iFinD, 国金证券研究所

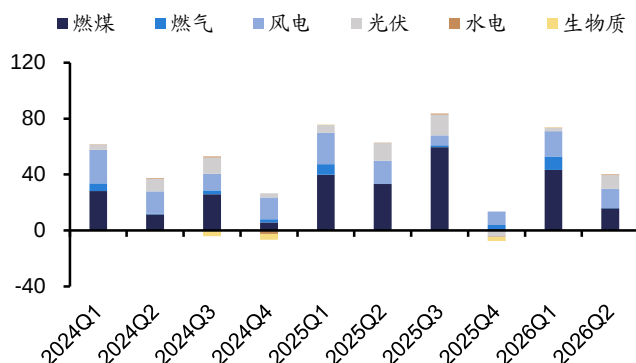


图表7：公司分板块税前利润/亿元



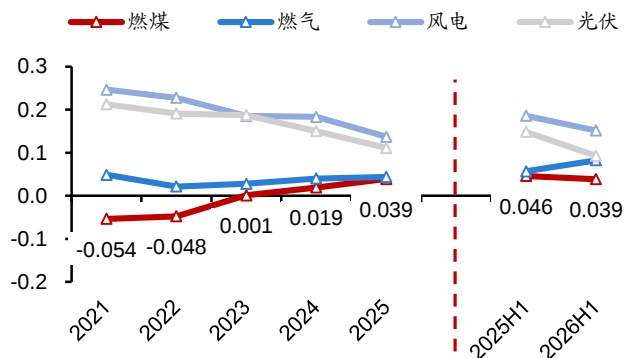
来源：iFinD，国金证券研究所

图表8：公司分板块单季税前利润/亿元



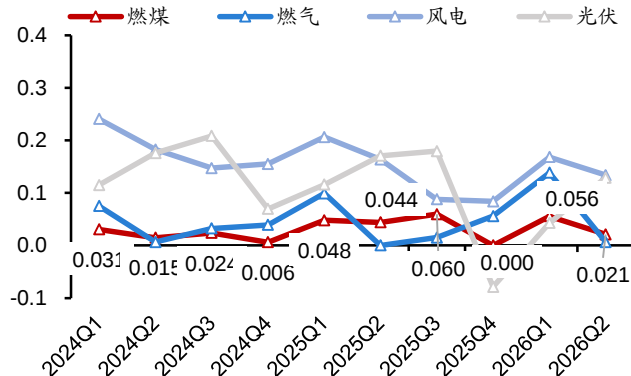
来源：iFinD，国金证券研究所

图表9：公司分电源度电税前利润/元



来源：iFinD，国金证券研究所

图表10：公司分电源单季度度电税前利润（元）



来源：iFinD，国金证券研究所

风险提示

煤价持续上行风险：由于公司煤电机组占比仍较高，盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。如果煤炭价格的再次大幅上涨，可能挤压火电公司的盈利空间，带来盈利水平波动的风险。

发电利用小时不及预期风险：为实现“碳达峰、碳中和”战略目标，国家推动构建以新能源为主体的新型电力系统。目前公司火电装机占比仍然较高，随着风电、光伏发电等清洁能源项目的密集投产对火电厂利用小时数造成较大冲击，公司火电业务盈利能力有降低的风险。

上网电价不及预期风险：随着新能源装机快速增长，新能源发电量大幅挤占火电出力空间，火电利用小时数持续下降，三北地区新能源消纳压力凸显，电力供需整体呈平衡趋松格局。同时，新能源电量占比逐步提升并全面入市交易，煤机容量电价回收比例提升，现货市场价格波动加剧，市场收益不确定性增加，若市场价格超预期下降，或将影响公司总体收益。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	254,397	245,551	229,288			231,781
增长率		-3.5%	-6.6%	-1.5%	2.0%	0.6%
主营业务成本	-223,575	-208,363	-186,991	-190,347	-191,156	-190,645
%销售收入	87.9%	84.9%	81.6%	84.3%	83.0%	82.3%
毛利	30,822	37,188	42,297	35,486	39,152	41,135
%销售收入	12.1%	15.1%	18.4%	15.7%	17.0%	17.7%
营业税金及附加	-1,635	-2,009	-2,759	-2,258	-2,303	-2,318
%销售收入	0.6%	0.8%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-238	-267	-315	-226	-230	-232
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-6,448	-6,805	-7,103	-6,775	-6,909	-6,953
%销售收入	2.5%	2.8%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-1,533	-1,658	-1,920	-1,355	-1,382	-1,391
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	20,968	26,448	30,200	24,872	28,328	30,242
%销售收入	8.2%	10.8%	13.2%	11.0%	12.3%	13.0%
财务费用	-8,868	-7,441	-6,754	-8,841	-8,517	-8,817
%销售收入	3.5%	3.0%	2.9%	3.9%	3.7%	3.8%
资产减值损失	-3,099	-1,700	-2,128	-700	-650	-400
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0
投资收益	2,797	1,243	1,141	1,073	1,062	1,073
%税前利润	21.5%	6.9%	4.8%	6.2%	5.0%	4.7%
营业利润	13,246	18,743	23,803	17,353	21,172	23,046
营业利润率	5.2%	7.6%	10.4%	7.7%	9.2%	9.9%
营业外收支	-244	-657	-159	0	0	0
税前利润	13,002	18,086	23,644	17,353	21,172	23,046
利润率	5.1%	7.4%	10.3%	7.7%	9.2%	9.9%
所得税	-3,919	-3,977	-4,139	-2,950	-3,811	-4,148
所得税率	30.1%	22.0%	17.5%	17.0%	18.0%	18.0%
净利润	9,082	14,110	19,505	14,403	17,361	18,898
少数股东损益	637	3,974	5,096	3,313	3,819	4,158
归属于母公司的净利润	8,446	10,135	14,410	11,090	13,541	14,740
净利率	3.3%	4.1%	6.3%	4.9%	5.9%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	9,082	14,110	19,505	14,403	17,361	18,898
少数股东损益	637	3,974	5,096	3,313	3,819	4,158
非现金支出	28,230	27,576	29,662	28,767	30,284	31,415
非经营收益	8,812	8,794	6,443	6,876	7,580	7,397
营运资金变动	-627	50	11,603	2,376	6,168	838
经营活动现金净流	45,497	50,530	67,213	52,422	61,393	58,547
资本开支	-59,218	-63,242	-57,550	-55,258	-54,653	-52,208
投资	788	-1,133	-361	-500	-500	-500
其他	3,204	779	619	573	2,062	2,073
投资活动现金净流	-55,226	-63,597	-57,292	-55,185	-53,091	-50,635
股权募资	55,664	26,897	25,720	0	0	0
债权募资	-14,269	10,452	9,327	7,819	6,967	7,471
其他	-14,978	-20,365	-18,543	-14,175	-13,712	-14,531
筹资活动现金净流	26,417	16,983	16,504	-6,356	-6,745	-7,060
现金净流量	16,634	3,950	26,444	-9,119	1,557	852

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	16,850	19,932	19,456	8,828	8,842	8,766
应收款项	50,176	51,575	50,705	41,120	38,465	38,393
存货	11,899	13,444	11,004	11,473	10,474	10,446
其他流动资产	11,819	11,348	10,305	10,538	10,009	10,004
流动资产	90,744	96,300	91,469	71,959	67,789	67,609
%总资产	16.8%	16.4%	15.0%	11.6%	10.6%	10.2%
长期投资	31,975	32,943	32,492	33,492	32,992	32,492
固定资产	365,658	400,394	425,082	432,524	435,738	436,103
%总资产	67.6%	68.2%	69.5%	69.7%	68.1%	66.1%
无形资产	27,635	30,060	32,438	54,024	75,283	96,221
非流动资产	450,415	490,543	520,320	548,604	572,191	592,503
%总资产	83.2%	83.6%	85.0%	88.4%	89.4%	89.8%
资产总计	541,159	586,843	611,790	620,563	639,981	660,112
短期借款	91,500	102,318	93,913	104,849	114,824	125,315
应付款项	58,674	60,533	60,075	56,642	58,478	58,335
其他流动负债	13,826	15,887	20,793	17,869	17,993	18,864
流动负债	163,999	178,738	174,781	179,360	191,295	202,514
长期贷款	162,348	151,828	157,067	155,567	154,567	153,567
其他长期负债	43,450	53,229	67,424	64,078	60,621	57,655
负债	369,797	383,795	399,272	399,004	406,482	413,736
普通股股东权益	132,139	137,415	142,469	148,197	156,317	165,038
其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	12,238	16,609	24,007	30,902	39,023	47,743
少数股东权益	39,224	65,633	70,049	73,362	77,181	81,339
负债股东权益合计	541,159	586,843	611,790	620,563	639,981	660,112

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.538	0.646	0.918	0.706	0.863	0.939
每股净资产	8.417	8.754	9.076	9.440	9.958	10.513
每股经营现金净流	2.898	3.219	4.282	3.339	3.911	3.730
每股股利	0.200	0.270	0.400	0.267	0.345	0.383
回报率						
净资产收益率	6.39%	7.38%	10.11%	7.48%	8.66%	8.93%
总资产收益率	1.56%	1.73%	2.36%	1.79%	2.12%	2.23%
投入资本收益率	3.22%	4.16%	4.84%	3.88%	4.22%	4.34%
增长率						
主营业务收入增长率	3.11%	-3.48%	-6.62%	-1.51%	1.98%	0.64%
EBIT 增长率	N/A	26.13%	14.19%	-17.64%	13.89%	6.76%
净利润增长率	-214.33%	20.01%	42.17%	-23.04%	22.10%	8.85%
总资产增长率	7.67%	8.44%	4.25%	1.43%	3.13%	3.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.5	69.5	74.7	60.0	55.0	55.0
存货周转天数	20.1	22.2	23.9	22.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	32.8	31.1	33.0	32.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	441.7	488.3	569.8	583.6	572.0	566.5
偿债能力						
净负债/股东权益	154.63%	133.57%	132.45%	135.42%	131.48%	127.68%
EBIT 利息保障倍数	2.4	3.6	4.5	2.8	3.3	3.4
资产负债率	68.33%	65.40%	65.26%	64.30%	63.51%	62.68%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	8	12	21	58
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究