

华能国际（600011.SH）

优于大市

燃料成本下降幅度小于电价下降幅度，业绩有所承压

核心观点

营收与利润同比下滑，电价下行致业绩承压。2026年上半年，公司实现营业收入人民币1069.09亿元，同比下降4.57%；利润总额114.56亿元，同比下降22.39%；归母净利润65.86亿元，同比下降28.89%；扣非归母净利润60.38亿元，同比下降31.43%。分板块看，2026H1公司燃煤板块税前利润汇总金额59.25亿元，同比减利13.85亿元；燃机板块税前利润9.73亿元，同比增利2.20亿元；风电板块税前利润31.65亿元，同比减利7.45亿元；光伏板块税前利润12.22亿元，同比减利6.01亿元。此外，新加坡业务实现税前利润约7.45亿元（上年同期13.63亿元），巴基斯坦业务实现税前利润4.51亿元（上年同期4.36亿元）。公司业绩下降主要由于境内上网电量和电价同比下降，以及上半年进口煤供应收缩、国内安全生产趋严致煤炭供需偏紧、价格高位运行，燃料成本下降幅度（标煤单价同比-2.84%）小于电价下降幅度（平均上网电价同比-4.58%），整体盈利能力受到挤压。

电价下行幅度大于煤价下行幅度，费用率有所提高，盈利能力有所下降。2026年上半年公司毛利率为17.42%，同比降低2.18pct；净利率为8.72%，同比降低2.27pct。公司净利率和资产周转率有所下降，导致ROE同比减低4.58pct至8.13%。2026年上半年公司经营期间费用率合计7.03%，较上年同期提高0.62pct，其中销售费用率0.11%，与上年同期持平；管理费用率3.09%，同比提高0.33pct；财务费用率3.30%，同比提高0.28pct；研发费用率0.53%，较上年同期微升0.01pct。

发电量、电价同比下降。截至26H1，公司可控装机158779MW。公司境内电厂完成上网电量1995.78亿kWh，同比-2.97%，平均上网电价463.02元/MWh，同比-4.58%；完成供热量2.02亿GJ，同比增长7.16%。2026年上半年，公司累计采购煤炭8474万吨，同比下降2.8%，累计境内除税发电耗用标煤单价891.02元/吨，同比下降2.84%。公司生产供电煤耗287.79g/kWh。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：考虑到公司上网电价有所下降，下调盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润107.6/129.0/145.7亿元（2026-2027年原为130.5/135.6亿元，新增2028年预测），同比增速-25.3%/19.8%/13.0%，对应当前股价PE为9.6/8.0/7.1X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	245,551	229,288	232,499	239,357	242,282
(+/-%)	-3.5%	-6.6%	1.4%	2.9%	1.2%
净利润(百万元)	10135	14410	10762	12896	14573
(+/-%)	20.0%	42.2%	-25.3%	19.8%	13.0%
每股收益(元)	0.65	0.92	0.69	0.82	0.93
EBIT Margin	10.8%	13.7%	12.8%	14.3%	15.7%
净资产收益率(ROE)	7.4%	10.1%	7.2%	8.2%	8.8%
市盈率(PE)	10.2	7.2	9.6	8.0	7.1
EV/EBITDA	9.4	8.6	8.5	8.1	8.0
市净率(PB)	0.75	0.73	0.70	0.66	0.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：刘汉轩

010-88005198

liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

证券分析师：崔佳诚

021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

6.69元

总市值/流通市值

105020/105020百万元

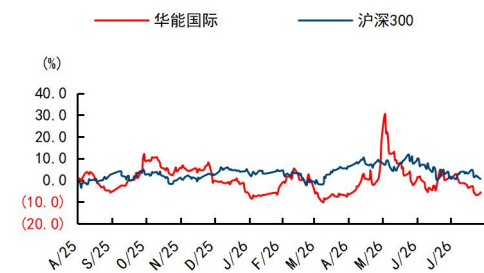
52周最高价/最低价

9.76/6.54元

近3个月日均成交额

1396.92百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

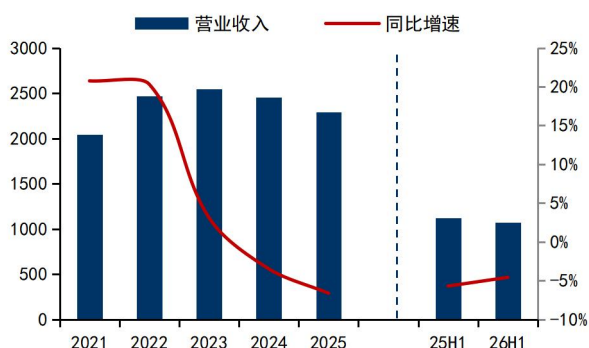
《华能国际（600011.SH）-火电龙头受益容量电价，现金流改善提升分红预期》——2025-08-07

《华能国际（600011.SH）-煤电盈利显著改善，持续推进新能源发展》——2025-03-28

《华能国际（600011.SH）-24Q3营收稳健，资产减值影响利润表现》——2024-11-03

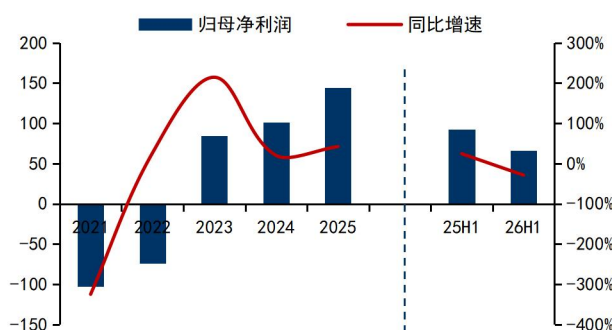
营收与利润同比下滑，电价下行致业绩承压。2026 年上半年，公司实现营业收入人民币 1069.09 亿元，同比下降 4.57%；利润总额 114.56 亿元，同比下降 22.39%；归母净利润 65.86 亿元，同比下降 28.89%；扣非归母净利润 60.38 亿元，同比下降 31.43%。分板块看，2026H1 公司燃煤板块税前利润汇总金额 59.25 亿元，同比减利 13.85 亿元；燃机板块税前利润 9.73 亿元，同比增利 2.20 亿元；风电板块税前利润 31.65 亿元，同比减利 7.45 亿元；光伏板块税前利润 12.22 亿元，同比减利 6.01 亿元。此外，新加坡业务实现税前利润约 7.45 亿元（上年同期 13.63 亿元），巴基斯坦业务实现税前利润 4.51 亿元（上年同期 4.36 亿元）。公司业绩下降主要由于境内上网电量和电价同比下降，以及上半年进口煤供应收缩、国内安全生产趋严致煤炭供需偏紧、价格高位运行，燃料成本下降幅度（标煤单价同比-2.84%）小于电价下降幅度（平均上网电价同比-4.58%），整体盈利能力受到挤压。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



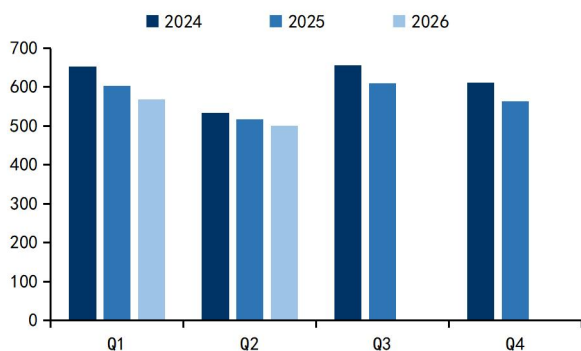
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



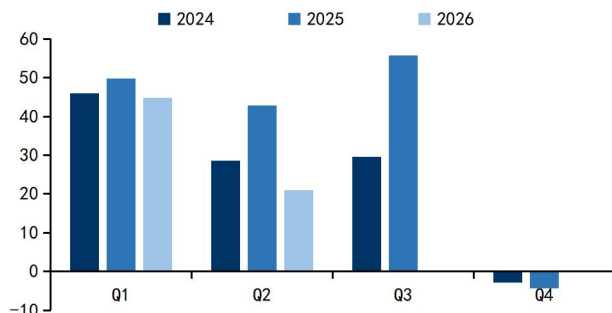
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

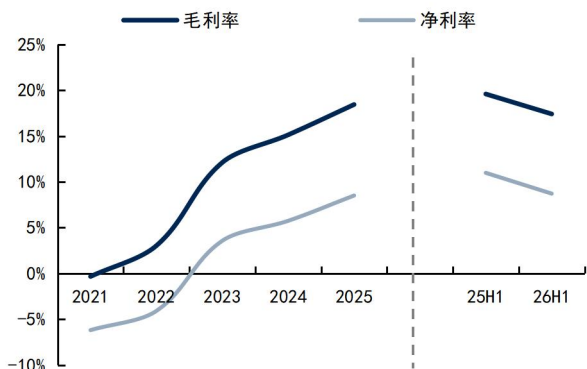


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电价下行幅度大于煤价下行幅度，费用率有所提高，盈利能力有所下降。2026 年上半年公司毛利率为 17.42%，同比降低 2.18pct；净利率为 8.72%，同比降低 2.27pct。公司净利率和资产周转率有所下降，导致 ROE 同比减低 4.58pct 至 8.13%。2026 年上半年公司经营期间费用率合计 7.03%，较上年同期提高 0.62pct，其中销售费用率 0.11%，与上年同期持平；管理费用率 3.09%，同比提高 0.33pct；财务费用率 3.30%，同比提高 0.28pct；研发费用率 0.53%，较上年同期微升 0.01pct。

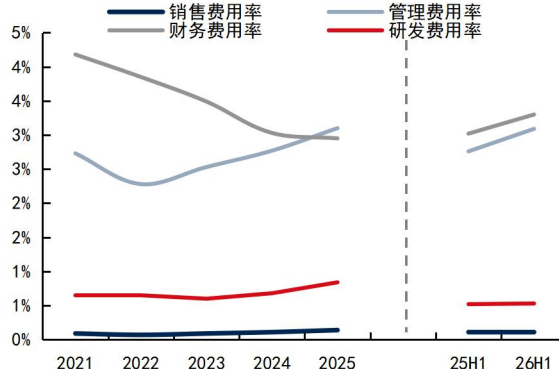
净现金流规模有所下降。2026 年上半年，公司经营性现金净流入 252.43 亿元，同比降低 17.90%，主要受收入下降和燃料采购支出减少的综合影响所致；投资性现金净流出 194.85 亿元，同比减少 10.63%，主要系本期支付基建及技改工程投资等款项减少所致；融资性现金净流出 25.49 亿元，同比减少 55.75%，主要系公司调整筹资安排影响所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



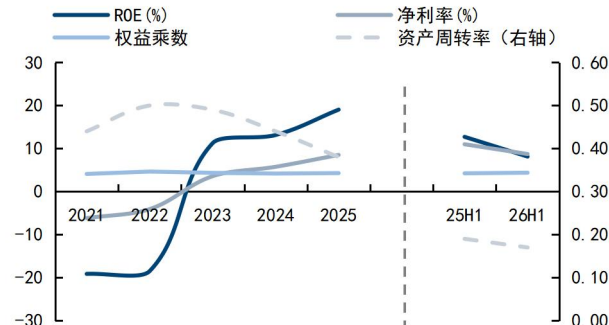
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元，未经调整）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

发电量、电价同比下降。截至 26H1，公司可控装机 158779MW。公司境内电厂完成上网电量 1995.78 亿 kWh，同比-2.97%，平均上网电价 463.02 元/MWh，同比-4.58%；完成供热量 2.02 亿 GJ，同比增长 7.16%。2026 年上半年，公司累计采购煤炭 8474 万吨，同比下降 2.8%，累计境内除税发电耗用标煤单价 891.02 元/吨，同比下降 2.84%。公司生产供电煤耗 287.79g/kWh。

◆ 盈利预测

假设前提

2026 年全国用电量保持较高增速，数据中心及充换电贡献边际增量，叠加新能源上网电价下行，项目收益率下降，装机增速放缓，电力市场边际供需向紧平衡态势演进。目前广东、江苏等多省月度电价出现回升迹象，我们认为已出现电价触

底信号，2027 年电价有望回升，带动电力公司收益能力修复。华能国际作为全国性电力龙头，业绩有望反弹。我们对公司未来业务拆分和预测如下：

表1：公司业务拆分和预测（单位：亿元）

		2025	2026E	2027E	2028E
煤机业务	营业收入	1555.1	1514.1	1527.7	1513.8
	毛利率	14.5%	13.0%	14.5%	15.0%
燃机业务	营业收入	212.4	286.2	301.9	309.8
	毛利率	9.5%	9.5%	9.5%	14.2%
风电业务	营业收入	166.4	185.3	206.6	222.7
	毛利率	45.2%	45.5%	46.6%	47.4%
光伏业务	营业收入	89.7	107.6	123.7	140.9
	毛利率	48.8%	49.2%	49.9%	50.9%
热力业务	营业收入	177.0	182.3	187.8	193.5
	毛利率	15.5%	17.9%	17.8%	18.3%

资料来源：Wind，公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

综合上述假设，预计未来 3 年公司营收为 2325.0/2393.6/2422.8 亿元，同比增长 1.4%/2.9%/1.2%；归母净利润为 107.6/129.0/145.7 亿元，同比增长 -25.3%/19.8%/13.0%。

表2：未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2292.9	2325.0	2393.6	2422.8
营业成本	1870.0	1918.9	1941.1	1930.1
销售费用	3.2	3.2	3.3	3.3
管理费用	76.2	76.2	70.8	71.7
研发费用	19.2	18.6	19.2	19.4
营业利润	238.0	194.2	232.1	261.8
利润总额	236.4	190.7	228.5	258.2
归母净利润	144.1	107.6	129.0	145.7

资料来源：Wind，公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司上网电价有所下降，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润 107.6/129.0/145.7 亿元（2026-2027 年原为 130.5/135.6 亿元，新增 2028 年预测），同比增速 -25.3%/19.8%/13.0%，对应当前股价 PE 为 9.6/8.0/7.1X，维持“优于大市”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (25A)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E		
600027.SH	华电国际	4.46	518	0.52	0.50	0.53	0.60	8.5	8.9	8.4	7.4	11.8%	优于大市
600795.SH	国电电力	5.11	911	0.40	0.35	0.41	0.46	12.7	14.7	12.3	11.2	12.3%	无
601991.SH	大唐发电	5.91	1,094	0.32	0.37	0.39	0.42	14.8	16.2	15.1	13.9	18.2%	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：国电电力、大唐发电为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	19932	19456	15421	18270	17715	营业收入	245551	229288	232499	239357	242282
应收款项	51333	50589	52857	55428	57672	营业成本	208363	186991	191892	194105	193008
存货净额	13444	11004	11029	11447	11017	营业税金及附加	2009	2759	2798	2880	2916
其他流动资产	10540	9314	9884	10058	10107	销售费用	267	315	320	329	333
流动资产合计	96300	91469	90310	96332	97652	管理费用	7288	7620	7622	7078	7173
固定资产	400681	425490	432437	452624	502716	财务费用	7441	6754	10563	10975	11824
无形资产及其他	18211	20137	22039	23941	25843	投资收益	1243	1141	1141	1141	1141
投资性房地产	47005	49303	49303	49303	49303	资产减值及公允价值变动	(1714)	(2021)	(2021)	(2121)	(2171)
长期股权投资	24646	25390	25888	26955	27725	其他收入	(969)	(165)	1001	196	180
资产总计	586843	611790	619976	649155	703239	营业利润	18743	23803	19424	23205	26176
短期借款及交易性金融负债	102318	93913	97609	106721	142546	营业外净收支	(657)	(159)	(359)	(359)	(359)
应付款项	19175	21295	19172	19380	19703	利润总额	18086	23644	19065	22845	25817
其他流动负债	57245	59573	51281	54636	54575	所得税费用	3977	4139	4194	5026	5680
流动负债合计	178738	174781	168062	180736	216824	少数股东损益	3974	5096	4109	4923	5564
长期借款及应付债券	189076	207036	212275	217514	222753	归属于母公司净利润	10135	14410	10762	12896	14573
其他长期负债	15981	17455	18610	19676	20908						
长期负债合计	205057	224490	230885	237190	243661	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	383795	399272	398947	417926	460484	净利润	10135	14410	10762	12896	14573
少数股东权益	65633	70049	72104	74565	77347	资产减值准备	(1258)	307	2061	209	322
股东权益	137415	142469	148926	156663	165407	折旧摊销	25291	26824	29055	30259	32502
负债和股东权益总计	586843	611790	619976	649155	703239	公允价值变动损失	(1258)	307	2061	209	322
						财务费用	7441	6754	10563	10975	11824
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1494	8840	(13179)	400	(1601)
每股收益	0.65	0.92	0.69	0.82	0.93	其它	16126	16524	9416	12087	13144
每股红利	0.27	0.27	0.27	0.33	0.37	经营活动现金流	50530	67213	40176	56059	59262
每股净资产	8.75	9.08	9.49	9.98	10.54	资本开支	(63653)	(58326)	(40065)	(52556)	(84818)
ROIC	5%	6%	5%	5%	5%	其它投资现金流	(83)	(58)	(11)	(11)	(11)
ROE	7%	10%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(63597)	(57292)	(40574)	(53635)	(85600)
毛利率	15%	18%	17%	19%	20%	权益性融资	26897	25720	0	0	0
EBIT Margin	11%	14%	13%	14%	16%	负债净变化	(10520)	5239	5239	5239	5239
EBITDA Margin	21%	25%	25%	27%	29%	支付股利、利息	(4238)	(4238)	(4305)	(5158)	(5829)
收入增长	-3%	-7%	1%	3%	1%	其它融资现金流	(237)	(45798)	3697	9112	35825
净利润增长率	20%	42%	-25%	20%	13%	融资活动现金流	15483	(10496)	(3637)	425	25783
资产负债率	77%	77%	76%	76%	76%	现金净变动	3082	(477)	(4035)	2849	(554)
息率	4.1%	4.1%	4.2%	5.0%	5.6%	货币资金的期初余额	16850	19932	19456	15421	18270
P/E	10.2	7.2	9.6	8.0	7.1	货币资金的期末余额	19932	19456	15421	18270	17715
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	企业自由现金流	0	3210	(932)	4707	(24292)
EV/EBITDA	9.4	8.6	8.5	8.1	8.0	权益自由现金流	0	(37349)	(236)	10497	7549

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032