华能国际（600011.SH）

优于大市

量价下降及燃料成本上升压制业绩，电价回升信号已现盈利能力有望修复

核心观点

量价下降及燃料成本上升压制前三季度盈利。2026年前三季度，公司实现营业收入1658.49亿元，同比下降4.12%；归母净利润78.22亿元，同比下降47.29%；扣非归母净利润68.54亿元，同比下降51.19%，非经常性损益合计9.68亿元，主要包含公司之子公司固定资产报废处置、供热补贴和环保补贴等。公司业绩下降主要系境内上网电量、平均上网结算电价同比下降，以及单位售电燃料成本同比上升所致。

三季度营收环比回升，盈利继续回落。2026年第三季度公司实现营业收入589.40亿元，同比下降3.29%，环比增长17.58%；归母净利润12.36亿元，同比下降77.84%，环比下降41.17%；扣非归母净利润8.16亿元，同比下降84.41%，环比下降55.08%。

煤电三季度减利明显，风电电量与利润恢复增长。前三季度公司境内合并口径上网电量3129.00亿千瓦时，同比下降5.60%，主要系新能源、水电挤占发电空间及煤电装机份额降低所致；平均上网结算电价467.63元/兆瓦时，同比下降2.32%。单三境内上网电量1133.21亿千瓦时，同比下降9.90%。其中煤机上网电量同比下降13.10%，燃煤电厂利润总额9.31亿元，同比下降84.37%。风电上网电量同比增长15.06%，利润总额10.22亿元，同比增长41.94%。光伏上网电量同比增长3.15%，税前利润11.36亿元，同比下降23.45%。

装机容量继续增长，发行REITs盘活存量资产。公司前三季度基建新增火电、风电、光伏基建新增可控装机分别为1231MW、2230MW、1703MW。截至9月30日，公司可控装机容量为160893MW。公司于10月13日完成长城华能燃煤发电REIT基金发售，募集资金净额31.98亿元，项目基础资产为青岛热电持有的华能董家口2台35万千瓦热电联产机组及其附属配套设施、2台75吨/小时循环流化床锅炉及相关附属设施。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期。

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，同时多省已出现电价回升信号，预计2027年公司盈利能力有望修复，下调盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润为82.5/127.3/149.8亿元（原为107.6/129.0/145.7亿元），同比增速-46%/63%/16%，对应当前股价PE为15/10/8X，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	232,647	245,445	248,540
(+/-%)	-3.5%	-6.6%	1.5%	5.5%	1.3%
净利润(百万元)	10135	14410	8248	12732	14980
(+/-%)	20.0%	42.2%	-42.8%	54.4%	17.7%
每股收益（元）	0.65	0.92	0.53	0.81	0.95
EBIT Margin	10.8%	13.7%	10.9%	13.8%	15.6%
净资产收益率（ROE）	7.4%	10.1%	5.6%	8.2%	9.1%
市盈率（PE）	12.2	8.6	14.9	9.7	8.2
EV/EBITDA	9.8	9.0	9.6	8.5	8.2
市净率（PB）	0.90	0.86	0.84	0.79	0.75

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	7.85元
总市值/流通市值	123230/123230百万元
52周最高价/最低价	9.76/6.54元
近3个月日均成交额	584.13百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

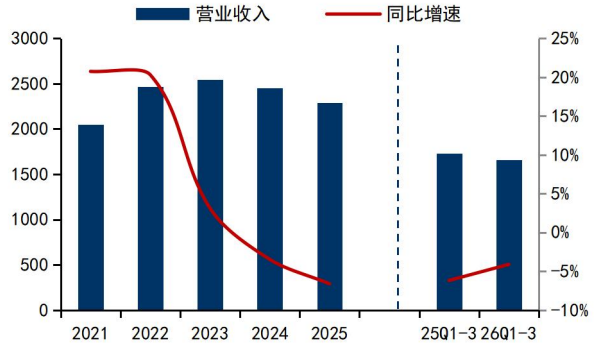
相关研究报告

《华能国际(600011.SH)-燃料成本下降幅度小于电价下降幅度，业绩有所承压》——2026-08-28
《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

量价下降及燃料成本上升压制前三季度盈利。2026 年前三季度，公司实现营业收入 1658.49 亿元，同比下降 4.12%；归母净利润 78.22 亿元，同比下降 47.29%；扣非归母净利润 68.54 亿元，同比下降 51.19%，非经常性损益合计 9.68 亿元，主要包含公司之子公司固定资产报废处置、供热补贴和环保补贴等。公司业绩下降主要系境内上网电量、平均上网结算电价同比下降，以及单位售电燃料成本同比上升所致。分板块看，公司燃煤板块实现利润总额 68.56 亿元，同比下降 48%；燃机板块利润总额 12.10 亿元，同比上升 37%；风电板块利润总额 41.87 亿元，同比下降 10%；光伏板块利润总额 23.58 亿元，同比下降 29%；水电板块利润总额 1.14 亿元，同比上升 27%；生物质板块利润总额-0.03 亿元，同比减亏 84%。

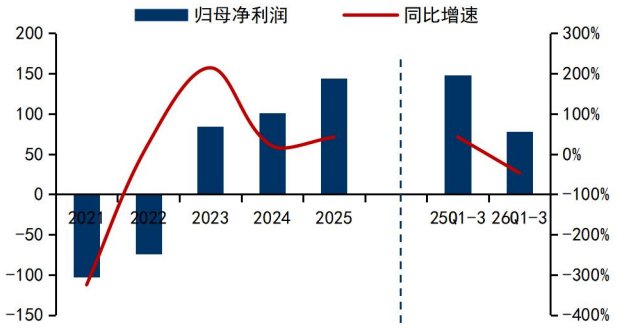
三季度营收环比回升，盈利继续回落。2026 年第三季度公司实现营业收入 589.40 亿元，同比下降 3.29%，环比增长 17.58%；归母净利润 12.36 亿元，同比下降 77.84%，环比下降 41.17%；扣非归母净利润 8.16 亿元，同比下降 84.41%，环比下降 55.08%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



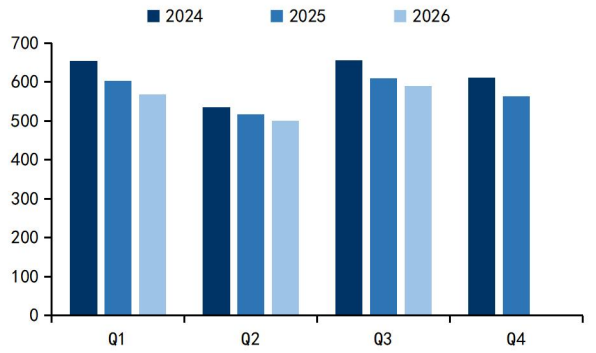
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



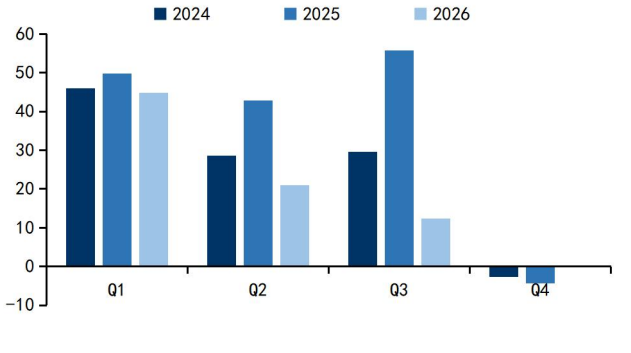
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

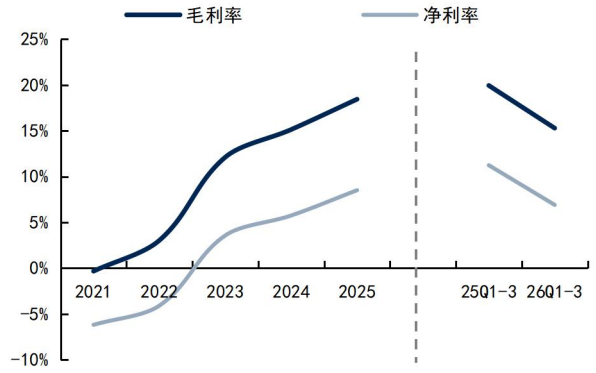


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率、净利率下降，期间费用金额有所增加。前三季度公司毛利率为 15.29%，同比下降 4.66 个百分点。净利率为 6.91%，同比下降 4.33 个百分点。盈利能力下降主要系上网电量、平均上网结算电价同比下降，以及单位售电燃料成本同比上升所致。销售费用同比减少 0.04 亿元，管理费用同比增加 1.84 亿元，研发费用同比增加 1.12 亿元，财务费用同比增加 3.22 亿元，公司前三季度期间费用率合计 6.99%，同比上升 0.64pct。

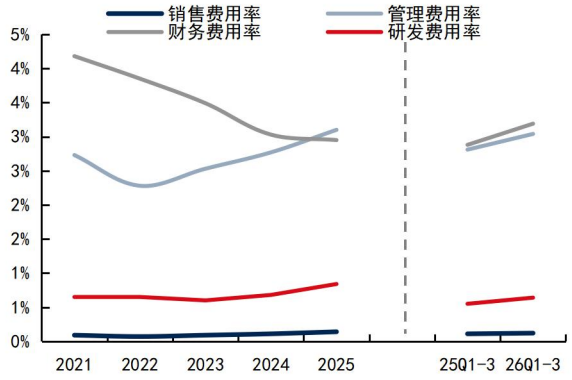
ROE 下降，经营现金净流入减少，投资及筹资现金净流出收窄。前三季度加权 ROE 为 9.26%，同比下降 11.03 个百分点，主要系净利率大幅下降所致。公司资产周转率为 0.27 次，同比减少 0.02 次；权益乘数 4.32 倍，同比增加 0.16 倍。前三季度经营现金净流入 412.06 亿元，同比下降 21.92%，主要系销售收现减少幅度高于购买商品、接受劳务支付的现金减少幅度所致；投资现金净流出 308.84 亿元，同比减少 13.76%，主要系购建长期资产支付现金减少；筹资现金净流出 69.90 亿元，同比减少 47.56%，主要受借款、发债等现金流入增加幅度高于偿债等现金流出增加幅度所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



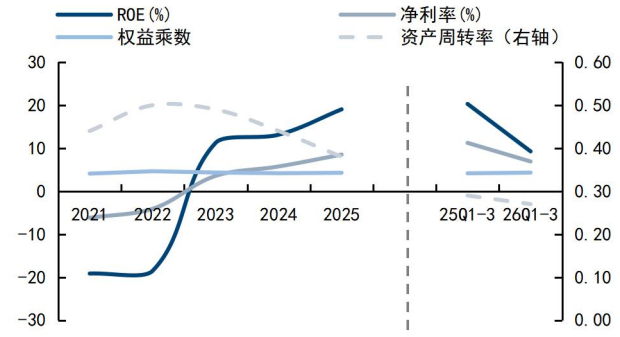
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率情况



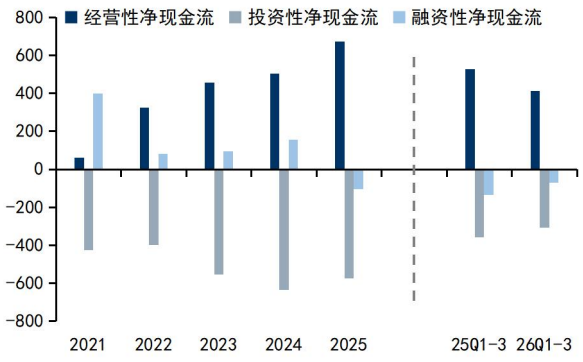
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

煤电三季度减利明显，风电电量与利润恢复增长。前三季度公司境内合并口径上网电量 3129.00 亿千瓦时，同比下降 5.60%，主要系新能源、水电挤占发电空间及煤电装机份额降低所致；平均上网结算电价 467.63 元/兆瓦时，同比下降 2.32%。单三境内上网电量 1133.21 亿千瓦时，同比下降 9.90%。其中煤机上网电量同比下降 13.10%，燃煤电厂利润总额 9.31 亿元，同比下降 84.37%。风电上网电量同比增长 15.06%，利润总额 10.22 亿元，同比增长 41.94%。光伏上网电量同比增长 3.15%，税前利润 11.36 亿元，同比下降 23.45%。

装机容量继续增长，发行 REITs 盘活存量资产。公司前三季度基建新增火电、风电、光伏基建新增可控装机分别为 1231MW、2230MW、1703MW。截至 9 月 30 日，公司可控装机容量为 160893MW。公司于 10 月 13 日完成长城华能燃煤发电 REIT 基金发售，募集资金净额 31.98 亿元，项目基础资产为青岛热电持有的华能董家口 2 台 35 万千瓦热电联产机组及其附属配套设施、2 台 75 吨/小时循环流化床锅炉及相关附属设施。

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，同时多省已出现电价回升信号，预计 2027 年公司盈利能力有望修复，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 82.5/127.3/149.8 亿元（原为 107.6/129.0/145.7 亿元），同比增速-46%/63%/16%，对应当前股价 PE 为 15/10/8X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	(25A)	
600027.SH	华电国际	5.19	603	0.52	0.45	0.52	0.58	9.9	11.5	10.0	8.9	11.8%	优于大市
600795.SH	国电电力	5.48	977	0.40	0.26	0.42	0.47	13.6	20.8	13.0	11.7	12.3%	优于大市
601991.SH	大唐发电	4.59	849	0.32	0.38	0.41	0.45	11.5	12.2	11.1	10.2	18.2%	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　　注：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
现金及现金等价物	19932	19456	15421	18270	17715
应收款项	51333	50589	52869	55935	58193
存货净额	13444	11004	11334	11868	11372
其他流动资产	10540	9314	9891	10313	10368
流动资产合计	**96300**	**91469**	**90633**	**97516**	**98791**
固定资产	400681	425490	432437	452624	502716
无形资产及其他	18211	20137	22039	23941	25843
投资性房地产	47005	49303	49303	49303	49303
长期股权投资	24646	25390	25888	26955	27725
资产总计	**586843**	**611790**	**620300**	**650339**	**704378**
短期借款及交易性金融负债	102318	93913	98034	107329	143098
应付款项	19175	21295	19701	20092	20339
其他流动负债	57245	59573	52638	56617	56322
流动负债合计	**178738**	**174781**	**170373**	**184038**	**219759**
长期借款及应付债券	189076	207036	212275	217514	222753
其他长期负债	15981	17455	18610	19676	20908
长期负债合计	**205057**	**224490**	**230885**	**237190**	**243661**
负债合计	**383795**	**399272**	**401258**	**421228**	**463420**
少数股东权益	65633	70049	71624	74054	76914
股东权益	137415	142469	147417	155057	164044
负债和股东权益总计	**586843**	**611790**	**620300**	**650339**	**704378**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.65	0.92	0.53	0.81	0.95
每股红利	0.27	0.27	0.21	0.32	0.38
每股净资产	8.75	9.08	9.39	9.88	10.45
ROIC	5%	6%	4%	5%	6%
ROE	7%	10%	6%	8%	9%
毛利率	15%	18%	16%	18%	20%
EBIT Margin	11%	14%	11%	14%	16%
EBITDA Margin	21%	25%	23%	26%	29%
收入增长	-3%	-7%	1%	6%	1%
净利润增长率	20%	42%	-43%	54%	18%
资产负债率	77%	77%	76%	76%	77%
息率	3.4%	3.4%	2.7%	4.1%	4.9%
P/E	12.2	8.6	14.9	9.7	8.2
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.8	9.0	9.6	8.5	8.2

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**245551**	**229288**	**232647**	**245445**	**248540**
营业成本	208363	186991	196479	200156	198208
营业税金及附加	2009	2759	2800	2954	2991
销售费用	267	315	320	338	342
管理费用	7288	7620	7627	7261	7361
财务费用	7441	6754	10570	10990	11842
投资收益	1243	1141	1141	1141	1141
资产减值及公允价值变动	(1714)	(2021)	(2021)	(2121)	(2171)
其他收入	(969)	(165)	999	147	130
营业利润	18743	23803	14971	22914	26896
营业外净收支	(657)	(159)	(359)	(359)	(359)
利润总额	18086	23644	14611	22555	26536
所得税费用	**3977**	**4139**	**3215**	**4962**	**5838**
少数股东损益	3974	5096	3149	4861	5719
归属于母公司净利润	10135	14410	8248	12732	14980

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	10135	14410	8248	12732	14980
资产减值准备	(1258)	307	2061	209	322
折旧摊销	25291	26824	29055	30259	32502
公允价值变动损失	(1258)	307	2061	209	322
财务费用	7441	6754	10570	10990	11842
营运资本变动	1494	8840	(11616)	346	(1866)
其它	16126	16524	8943	12071	13239
经营活动现金流	**50530**	**67213**	**38752**	**55825**	**59498**
资本开支	(63653)	(58326)	(40065)	(52556)	(84818)
其它投资现金流	(83)	(58)	(11)	(11)	(11)
投资活动现金流	**(63597)**	**(57292)**	**(40574)**	**(53635)**	**(85600)**
权益性融资	26897	25720	0	0	0
负债净变化	(10520)	5239	5239	5239	5239
支付股利、利息	(4238)	(4238)	(3299)	(5093)	(5992)
其它融资现金流	(237)	(45798)	4122	9295	35769
融资活动现金流	**15483**	**(10496)**	**(2212)**	**658**	**25547**
现金净变动	**3082**	**(477)**	**(4035)**	**2849**	**(554)**
货币资金的期初余额	16850	19932	19456	15421	18270
货币资金的期末余额	19932	19456	15421	18270	17715
企业自由现金流	0	3210	(2838)	4438	(23982)
权益自由现金流	0	(37349)	(1721)	10400	7789

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±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±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