



华能国际 (600011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

煤电盈利向好, 风电 CAPEX 占比提升

业绩简评

- 2025 年 3 月 25 日晚间公司披露 24 年报, 24 全年实现营收 2455.5 亿元, 同比-3.5%; 归母净利润 101.4 亿元, 同比+20%。业绩符合市场预期。

经营分析

- 燃料成本下行, 煤机盈利能力提升。公司 24 年煤机板块实现利润总额 71.4 亿元, 加回济宁电厂 24 年计提的 7.27 亿资产减值后, 对应度电利润总额 0.021 元/KWh。根据公司公告, 24 年煤机利用小时 4285 小时, 同比下降 103 小时; 煤机平均上网电价为 480.9 元/MWh (23 年同期为 491.8 元/MWh, 同比-10.9 元/MWh), 而火电厂售电单位燃料成本为 300.3 元/MWh (23 年同期为 326.4 元/MWh, 同比-26.1 元/MWh), 点火价差扩大。25 年初以来动力煤价持续下探, 配合煤电容量电价机制, 有望平抑电量需求短期波动。
- 新能源开发更聚焦风电。24 年公司风电/光伏资本开支分别为 250.6/197.4 亿元, 25 年计划资本开支分别为 362/150 亿元, 风电投入占比显著提升。伴随新能源市场化落地, 风电项目有望获得更高的收益确定性。
- 分红绝对额继续提升。根据公司公告, 计划每股派发现金红利 0.27 元人民币 (含税), 现金分红比例为 58.78%; 23 年同期每股分红为 0.2 元, 现金分红比例 57.14%。伴随火电板块近两年利润回升, 分红能力增加, 当前股价对应股息率升至 3.8%。

盈利预测、估值与评级

- 预计公司 2025~2027 年分别实现归母净利润 117.6/123.7/130.4 亿元, EPS 分别为 0.75/0.79/0.83 元, 对应 PE 分别为 9 倍、9 倍和 8 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 各类电源装机及电量不及规划预期、煤价下跌不及预期、电价下跌超预期风险等。

公共事业与环保组

分析师: 张君昊 (执业 S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 7.04 元

相关报告:

- 《华能国际公司点评:多重因素拖累 Q2 业绩》,2024.7.31
- 《华能国际公司点评:火电业绩亮眼,风电装机提速》,2024.4.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	254,397	245,551	245,567	252,062	259,154
营业收入增长率	3.11%	-3.48%	0.01%	2.64%	2.81%
归母净利润(百万元)	8,446	10,135	11,762	12,372	13,043
归母净利润增长率	-214.33%	20.01%	16.05%	5.18%	5.42%
摊薄每股收益(元)	0.538	0.646	0.749	0.788	0.831
每股经营性现金流净额	2.90	3.22	3.17	3.90	4.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.39%	7.38%	8.11%	8.18%	8.30%
P/E	14.31	10.49	9.40	8.93	8.47
P/B	0.91	0.77	0.76	0.73	0.70

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	246,725	254,397	245,551	245,567	252,062	259,154
增长率	3.1%	-3.5%	0.0%	2.6%	2.8%	
主营业务成本	-239,221	-223,575	-208,363	-206,189	-210,198	-215,112
%销售收入	97.0%	87.9%	84.9%	84.0%	83.4%	83.0%
毛利	7,504	30,822	37,188	39,378	41,864	44,042
%销售收入	3.0%	12.1%	15.1%	16.0%	16.6%	17.0%
营业税金及附加	-1,442	-1,635	-2,009	-1,719	-1,764	-1,814
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-180	-238	-267	-221	-227	-233
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-5,637	-6,448	-6,805	-6,262	-6,428	-6,608
%销售收入	2.3%	2.5%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-1,608	-1,533	-1,658	-1,473	-1,512	-1,555
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	-1,363	20,968	26,448	29,703	31,932	33,831
%销售收入	n.a	8.2%	10.8%	12.1%	12.7%	13.1%
财务费用	-9,487	-8,868	-7,441	-10,163	-11,717	-12,394
%销售收入	3.8%	3.5%	3.0%	4.1%	4.6%	4.8%
资产减值损失	-2,780	-3,099	-1,700	-1,600	-1,500	-1,500
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,077	2,797	1,243	1,624	1,620	1,732
%税前利润	-11.1%	21.5%	6.9%	7.9%	7.3%	7.4%
营业利润	-10,411	13,246	18,743	20,265	21,876	23,309
营业利润率	n.a	5.2%	7.6%	8.3%	8.7%	9.0%
营业外收支	708	-244	-657	200	204	208
税前利润	-9,703	13,002	18,086	20,465	22,080	23,517
利润率	n.a	5.1%	7.4%	8.3%	8.8%	9.1%
所得税	-382	-3,919	-3,977	-4,502	-5,079	-5,644
所得税率	n.a	30.1%	22.0%	22.0%	23.0%	24.0%
净利润	-10,085	9,082	14,110	15,962	17,002	17,873
少数股东损益	-2,698	637	3,974	4,200	4,630	4,830
归属于母公司的净利润	-7,387	8,446	10,135	11,762	12,372	13,043
净利率	n.a	3.3%	4.1%	4.8%	4.9%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-10,085	9,082	14,110	15,962	17,002	17,873
少数股东损益	-2,698	637	3,974	4,200	4,630	4,830
非现金支出	26,694	28,230	27,576	31,302	35,145	38,672
非经营收益	7,968	8,812	8,794	10,207	9,999	10,474
营运资金变动	7,943	-627	50	-7,688	-933	-41
经营活动现金净流	32,520	45,497	50,530	49,783	61,213	66,978
资本开支	-40,278	-59,218	-63,242	-60,368	-70,120	-65,007
投资	-445	788	-1,133	0	0	0
其他	751	3,204	779	1,624	1,620	1,732
投资活动现金净流	-39,971	-55,226	-63,597	-58,745	-68,500	-63,275
股权募资	25,867	55,664	26,897	600	0	0
债权募资	7,787	-14,269	10,452	26,669	27,022	17,135
其他	-16,681	-14,978	-20,365	-15,226	-18,224	-19,609
筹资活动现金净流	16,973	26,417	16,983	12,044	8,798	-2,474
现金净流量	9,962	16,634	3,950	3,082	1,511	1,229

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,176	16,850	19,932	20,986	21,085	21,330
应收款项	45,388	50,176	51,575	53,000	54,402	55,933
存货	12,702	11,899	13,444	13,558	13,821	14,144
其他流动资产	11,457	11,819	11,348	10,972	11,923	12,076
流动资产	86,722	90,744	96,300	98,517	101,231	103,484
%总资产	17.3%	16.8%	16.4%	16.0%	15.5%	15.1%
长期投资	34,055	31,975	32,943	32,943	32,943	32,943
固定资产	332,443	365,658	400,394	444,414	479,630	506,319
%总资产	66.1%	67.6%	68.2%	72.1%	73.3%	74.1%
无形资产	26,483	27,635	30,060	30,365	30,568	30,669
非流动资产	415,884	450,415	490,543	517,634	552,934	579,607
%总资产	82.7%	83.2%	83.6%	84.0%	84.5%	84.9%
资产总计	502,606	541,159	586,843	616,151	654,165	683,091
短期借款	104,517	91,500	102,318	120,051	137,073	144,208
应付款项	53,431	58,674	60,533	63,434	64,678	66,198
其他流动负债	13,385	13,826	15,887	7,498	7,935	8,380
流动负债	171,333	163,999	178,738	190,983	209,686	218,786
长期贷款	151,678	162,348	151,828	166,828	176,828	186,828
其他长期负债	53,051	43,450	53,229	43,439	42,028	41,045
负债	376,062	369,797	383,795	401,250	428,541	446,658
普通股股东权益	108,535	132,139	137,415	145,068	151,161	157,140
其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	6,703	12,238	16,609	23,662	29,755	35,734
少数股东权益	18,009	39,224	65,633	69,833	74,463	79,293
负债股东权益合计	502,606	541,159	586,843	616,151	654,165	683,091

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.471	0.538	0.646	0.749	0.788	0.831
每股净资产	6.914	8.417	8.754	9.241	9.629	10.010
每股经营现金净流	2.072	2.898	3.219	3.171	3.899	4.267
每股股利	0.000	0.200	0.270	0.300	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	-6.81%	6.39%	7.38%	8.11%	8.18%	8.30%
总资产收益率	-1.47%	1.56%	1.73%	1.91%	1.89%	1.91%
投入资本收益率	-0.34%	3.22%	4.16%	4.30%	4.26%	4.25%
增长率						
主营业务收入增长率	20.59%	3.11%	-3.48%	0.01%	2.64%	2.81%
EBIT 增长率	-85.61%	603.01%	26.13%	12.31%	7.51%	5.95%
净利润增长率	-28.03%	-214.33%	20.01%	16.05%	5.18%	5.42%
总资产增长率	2.56%	7.67%	8.44%	4.99%	6.17%	4.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.0	61.5	69.5	72.0	72.0	72.0
存货周转天数	22.5	20.1	22.2	24.0	24.0	24.0
应付账款周转天数	33.4	32.8	31.1	31.0	31.0	31.0
固定资产周转天数	428.0	441.7	488.3	519.0	522.6	512.8
偿债能力						
净负债/股东权益	219.71%	154.63%	133.57%	140.94%	146.18%	146.64%
EBIT 利息保障倍数	-0.1	2.4	3.6	2.9	2.7	2.7
资产负债率	74.82%	68.33%	65.40%	65.12%	65.51%	65.39%

来源：公司公告、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	2	8	14	23	65
增持	0	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.22	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-26	买入	9.07	N/A
2	2023-07-26	买入	8.63	N/A
3	2023-10-25	买入	7.20	N/A
4	2024-03-20	买入	9.18	N/A
5	2024-04-23	买入	9.50	N/A
6	2024-07-31	买入	8.21	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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	电话：010-85950438	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