

公用事业

2025年04月02日

华能国际 (600011)

——火电新能源业绩齐增 明文重视市值管理

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025年04月01日

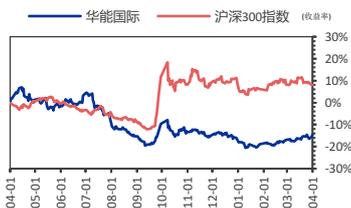
收盘价(元)	7.04
一年内最高/最低(元)	10.22/6.15
市净率	1.9
股息率(分红/股价)	2.84
流通A股市值(百万元)	77,424
上证指数/深证成指	3,348.44/10,503.66

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年12月31日

每股净资产(元)	3.65
资产负债率%	65.40
总股本/流通A股(百万)	15,698/10,998
流通B股/H股(百万)	-/4,700

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：公司发布 2024 年年报**，2024 全年实现归母净利润 101.35 亿元（未扣除全年计提永续债利息 29.24 亿元），扣除永续债利息后归属于普通股股东净利润 72.11 亿元，同比提升 30.4%，略低于我们的预期。公司拟分红 0.27 元/股，扣除永续债利息后分红比例 58.78%。按 4 月 1 日收盘价计算，公司股息率为 3.8%。
- **2024 公司煤电盈利能力大幅改善，成本下降或将进一步提升盈利能力**。根据公司年报披露的分部业绩，公司 2024 年境内煤电、气电实现税前利润总额 71.38、10.84 亿元、上年同期数据分别为 4.33、7.77 亿元，煤电盈利能力大幅提升的原因主要得益于煤价降幅大于电价降幅。2024 年，公司燃煤交易电价 446.45 元/兆瓦时（-7.2% YoY，2023 年为 481.01 元/兆瓦时），较基准电价上浮 13.25%，境内火电厂单位燃料成本为 300.31 元/兆瓦时，同比下降 8.00%，带动煤电业绩快速修复。4Q24 煤电板块净利润为 5.7 亿元，同比增利 35.73 亿元，主要系煤价同比下降及资产减值损失少于去年同期。随着我国清洁能源装机占比逐步提升，火电发电空间受到一定挤压，2024 年公司煤电/气电利用小时数分别为 4285、2430 小时，同比下降 103、73 小时。2024 年公司煤电上网电量为 3692.78 亿度，同比-1.74%；气电上网电量 269.59 亿度，同比下降 2.70%。辅助服务市场及容量电价机制长期有助于稳定煤电盈利能力，2024 年，公司实现调峰/调频辅助服务净收入 21.65/2.93 亿元。2025 年一季度煤价延续下跌趋势，可有效弥补年度长协电价下降及火电发电量减弱压力，叠加辅助服务市场及容量电价的机制保障，公司煤电板块盈利仍有望小幅提升。
- **风光业绩同比均有提升，装机保障长期利润中枢提升**。2024 年，公司新增新能源装机量达 941.77 万千瓦，其中风电、光伏装机量分别为 264.58 万千瓦（+30.13% YoY）、677.20 万千瓦（-0.79% YoY）。全年风电、光伏税前利润达 67.72、27.25 亿元，分别同比增长 14.53%和 33.32%。虽然风电、光伏上网电价受平价项目提升影响同比有所下降，但在装机规模快速扩张的情况下，风光业绩稳定成长。截止 2024 年末，公司风电与太阳能装机总容量为 3794.5 万千瓦。136 号文出台后，风电出力曲线较光伏更优，长周期收益能力更为稳定。2025 年公司规划风电、光伏资本开支 362、150 亿元，风电资本开支预计提升，光伏支出规划下降。我们认为公司存量新能源项目可通过争取保障性收购小时数及绿证交易等方式保障收益，同时看好公司以新增风电项目为主的新能源开发策略，新能源全面入市后公司优质资产仍有强竞争力。
- **公司财务费用大幅下降，财务压力持续减轻**。我国近期利率水平连续下降，中国 5 年期以上 LPR 分别于 2024 年 2 月、7 月、10 月下降 25、10、25 个 BP、作为高杠杆高垫资的企业，公司充分受益于利率下降后利息支出规模的减少，财务费用同比降低 16.1%至 74.41 亿元。降息周期下，公司可通过置换高息贷款持续降低财务成本，同时在资本开支预期下降的背景下，公司有望优先还债降低有息负债规模，优化公司资产结构。看好公司财务费用持续下降，持续增厚公司业绩。
- **发布市值管理规定，资本运作或更为积极**。公司发布市值管理规定，具体提出了包括并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、股份回购等方式开展市值管理工作。目前公司尚无股权激励、中期分红历史，看好公司未来通过调节分红频次、提升股票回购力度、加强员工激励等方式，提升对股东的投资回报。
- **盈利预测与估值**：考虑到 2025 年各地年度长协电价走低，火电利用小时数下降，光伏扩张节奏放缓，以及新能源全面入市后风电、光伏上网电价或将走低，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 117.58、124.62 亿元（原值为 137.58、166.41 亿元），新增 2027 年预测为 132.19 亿元（以上预测均包含永续债利息）。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 9、9 倍和 8 倍。基于公司现金流显著改善、24 年起煤价下行及新能源装机高增趋势延续，维持“增持”评级。
- **风险提示**：火电、新能源上网电价不及预期，煤价波动风险、新能源投产不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	254,397	245,551	241,484	243,104	247,538
同比增长率(%)	3.1	-3.5	-1.7	0.7	1.8
归母净利润(百万元)	8,446	10,135	11,758	12,462	13,219
同比增长率(%)	-	20.0	16.0	6.0	6.1
每股收益(元/股)	0.35	0.46	0.75	0.79	0.84
毛利率(%)	12.1	15.1	16.3	16.7	17.0
ROE(%)	6.4	7.4	8.0	8.2	8.5
市盈率	13	11	9	9	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	254,397	245,551	241,484	243,104	247,538
其中: 营业收入	254,397	245,551	241,484	243,104	247,538
减: 营业成本	223,575	208,363	202,161	202,589	205,418
减: 税金及附加	1,635	2,009	1,975	1,989	2,025
主营业务利润	29,187	35,179	37,348	38,526	40,095
减: 销售费用	238	267	263	265	269
减: 管理费用	6,448	6,805	6,693	6,738	6,860
减: 研发费用	1,533	1,658	1,631	1,642	1,672
减: 财务费用	8,868	7,441	7,242	7,395	7,461
经营性利润	12,100	19,008	21,519	22,486	23,833
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-127	14	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-2,972	-1,714	-2,000	-2,000	-2,000
加: 投资收益及其他	4,144	1,436	1,750	1,750	1,750
营业利润	13,246	18,743	21,270	22,238	23,583
加: 营业外净收入	-244	-657	-500	-500	-500
利润总额	13,002	18,086	20,770	21,738	23,083
减: 所得税	3,919	3,977	4,880	5,122	5,458
净利润	9,082	14,110	15,890	16,616	17,625
少数股东损益	637	3,974	4,131	4,154	4,406
归属于母公司所有者的净利润	8,446	10,135	11,758	12,462	13,219

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。