华能国际（600011.SH）

成本向下支撑煤电量减利增，新能源持续增长

公司发布 2025 年一季度报告。2025 年一季度公司实现营业收入 603.35 亿元，同比下降 7.7%；归母净利润 49.73 亿元，同比上升 8.19%；扣非净利润 47.98 亿元，同比上升 9.61%。单季业绩向上主要系境内燃料成本下降影响，整体符合预期。

成本向下需求承压，煤电量减利增。Q1 公司燃煤/燃机上网电量分别为 829.37/76.01 亿千瓦时，同比分别-10.11%/+6.24%；利润总额分别为 39.82 亿元/7.53 亿元，同比大幅提升，分别为+40.96%/40.58%。测算 Q1 利润总额口径燃煤/燃机度电利润分别为 0.048/0.099 元，较 2023 年分别提升 1.739/2.414 分/度，度电利润改善明显，对冲下游需求疲软导致煤电电量下滑的影响，火电整体盈利能力持续提升。

新能源装机持续扩张，电量向上。一季度，公司持续推进绿色低碳转型，风电和光伏装机容量持续增长，新能源电量同比增长。2025Q1 新增风/光装机分别为 903.7/1531.66 兆瓦，实现利润总额 22.52/5.64 亿元，较去年同期分别-6.7%/+52.59%，上网电量分别为 109.12/48.71 亿千瓦时，分别同比+8.81%/51.21%，度电利润分别同比-3.435/+0.095 分。在新能源市场化比例不断扩大、电价承压下行的背景下，一季度风电增量减利，预计主要系一季度来风较好下风电低价电占比提升影响。

投资建议。公司作为全国电力龙头优势突出，煤电利润持续改善，新能源转型成长空间广阔，考虑到电价风险，我们下调盈利预期，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 120.82/122.26/130.83 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.77/0.78/0.83 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 9.4/9.3/8.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：装机速度不及预期；火电灵活性改造、绿电交易等行业政策推进不及预期；上游原材料涨价。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	254,397	245,551	246,949	246,078	248,133
增长率 yoy（%）	3.1	-3.5	0.6	-0.4	0.8
归母净利润（百万元）	8,446	10,135	12,082	12,226	13,083
增长率 yoy（%）	214.3	20.0	19.2	1.2	7.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.54	0.65	0.77	0.78	0.83
净资产收益率（%）	6.4	7.4	8.4	8.1	8.2
P/E（倍）	13.5	11.2	9.4	9.3	8.7
P/B（倍）	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价（元）	7.26
总市值（百万元）	113,968.16
总股本（百万股）	15,698.09
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	62.21

股价走势

作者

分析师　张津铭
执业证书编号：S0680520070001
邮箱：zhangjinming@gszq.com
分析师　高紫明
执业证书编号：S0680524100001
邮箱：gaoziming@gszq.com
分析师　刘力钰
执业证书编号：S0680524070012
邮箱：liuliyu@gszq.com
研究助理　廖岚琪
执业证书编号：S0680124070012
邮箱：liaolanqi@gszq.com

相关研究

1、《华能国际（600011.SH）：盈利能力改善，分红比例提升》 2025-03-27
2、《华能国际（600011.SH）：减值影响业绩，煤电稳健新能源盈利增长》 2024-10-31
3、《华能国际（600011.SH）：煤电持续改善，风电下滑拖累业绩》 2024-07-31

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	90744	96300	88892	90680	94582
现金	16850	19932	15001	15823	19979
应收票据及应收账款	47141	48073	47054	47532	47604
其他应收款	3036	3502	3234	3366	3322
预付账款	5854	4927	5102	4945	4993
存货	11899	13444	12055	12566	12237
其他流动资产	5964	6421	6446	6447	6447
非流动资产	450415	490543	517582	543013	564515
长期投资	22685	24646	25020	26187	26957
固定资产	307867	328511	339503	348200	353915
无形资产	15682	18211	19776	21629	23153
其他非流动资产	104181	119175	133283	146997	160489
资产总计	541159	586843	606474	633692	659097
流动负债	163999	178738	173651	177753	178231
短期借款	57233	61166	58971	59840	59177
应付票据及应付账款	22563	19175	19754	19195	19357
其他流动负债	84204	98397	94926	98718	99698
非流动负债	205797	205057	217974	229682	241908
长期借款	162348	151828	164573	176280	188507
其他非流动负债	43450	53229	53401	53401	53401
负债合计	369797	383795	391625	407435	420139
少数股东权益	39224	65633	70370	74666	79754
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积	16501	16520	16520	16520	16520
留存收益	20424	24796	31728	38841	46453
归属母公司股东权益	132139	137415	144478	151592	159204
负债和股东权益	541159	586843	606474	633692	659097

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45497	50530	58520	63935	68177
净利润	9082	14110	16820	16522	18171
折旧摊销	25131	25876	31465	34701	37910
财务费用	9223	7898	9005	9499	10005
投资损失	-2797	-1243	-1983	-1611	-1808
营运资金变动	-627	50	468	2268	1394
其他经营现金流	5484	3840	2745	2557	2505
投资活动现金流	-55226	-63597	-59283	-61078	-60108
资本支出	-59218	-63242	-61608	-62397	-62003
长期投资	788	-1133	531	-230	150
其他投资现金流	3204	779	1794	1549	1744
筹资活动现金流	9417	15483	-4071	-2035	-3912
短期借款	-26341	3933	-2195	869	-663
长期借款	10670	-10520	12745	11708	12226
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-107	20	0	0	0
其他筹资现金流	25194	22051	-14621	-14611	-15476
现金净增加额	-366	2450	-4931	822	4156

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	254397	245551	246949	246078	248133
营业成本	223575	208363	204768	203663	202982
营业税金及附加	1635	2009	2020	2013	2030
营业费用	238	267	250	258	256
管理费用	6448	6805	6552	6674	6656
研发费用	1533	1658	1578	1617	1608
财务费用	8868	7441	8756	9353	9856
资产减值损失	-2972	-1714	-2003	-2003	-2003
其他收益	1347	193	194	194	195
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2797	1243	1983	1611	1808
资产处置收益	100	0	0	0	0
营业利润	13246	18743	23200	22300	24746
营业外收入	571	554	562	558	560
营业外支出	815	1211	1013	1112	1062
利润总额	13002	18086	22750	21746	24243
所得税	3919	3977	5930	5225	6072
净利润	9082	14110	16820	16522	18171
少数股东损益	637	3974	4737	4296	5088
归属母公司净利润	8446	10135	12082	12226	13083
EBITDA	47279	52488	62971	65801	72010
EPS（元/股）	0.54	0.65	0.77	0.78	0.83

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.1	-3.5	0.6	-0.4	0.8
营业利润(%)	227.2	41.5	23.8	-3.9	11.0
归属母公司净利润(%)	214.3	20.0	19.2	1.2	7.0
获利能力					
毛利率(%)	12.1	15.1	17.1	17.2	18.2
净利率(%)	3.3	4.1	4.9	5.0	5.3
ROE(%)	6.4	7.4	8.4	8.1	8.2
ROIC(%)	3.4	4.1	4.5	4.3	4.5
偿债能力					
资产负债率(%)	68.3	65.4	64.6	64.3	63.7
净负债比率(%)	158.3	137.0	136.3	134.6	130.5
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.9	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	11.1	11.7	12.3	12.3	12.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.65	0.77	0.78	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	2.90	3.22	3.73	4.07	4.34
每股净资产(最新摊薄)	8.42	8.75	9.20	9.66	10.14
估值比率					
P/E	13.5	11.2	9.4	9.3	8.7
P/B	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	7.3	6.5	6.4	5.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com