

华能国际（600011.SH）

煤电量减利增盈利同比增长 41%，光伏利润同比高增 53%

投资要点：

➤ **事件：**公司发布了 2025 年一季报，1Q2025 公司实现营业收入 603.35 亿元，同比下降 7.70%；归属于母公司股东的净利润 49.73 亿元，同比增加 8.19%。

➤ **量价齐跌营收下滑 7.70%，煤价下探盈利向好：**1Q2025，公司境内合并口径上网电量同比下降 5.66%；平均上网结算电价同比下降 9 厘 78，对应降幅 1.96%。1Q2025 公司电量、电价均有下降，公司营收同比下降 7.70%。受益于燃料成本的下降，1Q2025 公司归母净利润同比增长 8.19%，煤价下探盈利向好。1Q25，公司销售毛利率和净利率分别同比增加 2.98pct 和 2.6pct，达到 19.05%和 11.53%，公司盈利能力得到提升。

➤ **煤价下跌缓释电价下降冲击，1Q25 煤电度电盈利 0.048 元（同比 +0.0174 元）：**1Q2025，全国电力供需总体平衡，公司煤机上网电量 829.37 亿千瓦时（同比下降 10.11%）；利润总额为 39.82 亿元（同比增加 40.96%），对应度电盈利 0.048 元（同比增加 0.0174 元）。考虑 20 天库存可用天数下，1Q2025 秦皇岛港 5500 大卡煤价均价 749.43 元/吨，同比下降 173.22 元。基于 300g/kwh 的供电煤耗和 50%长协占比的假设下，度电成本预计下降 0.0293 元。25 年各省市区年度长协电价有不同程度的下降，煤价的下降一定程度上缓解电价下降带来的利润冲击。1Q2025，公司的单位燃料成本降幅缓释电价下降冲击，煤电度电盈利强势上涨。

➤ **新能源上网电量持续增长，驱动利润分别同比增长：**1Q2025，公司风电和光伏上网电量分别为 109.12 亿千瓦时（同比增长 8.81%）和 48.71 亿千瓦时（同比增长 51.2%），利润总额分别为 22.52 亿元（同比下降 6.70%）和 5.64 亿元（同比增长 52.59%），对应度电盈利 0.2064 元（同比下降 0.0343 元）和 0.1158 元（同比增长 0.001 元）。1Q2025，光伏度电盈利较为稳定，同比基本持平；风电降幅明显，或系受到电价、风况等影响。此外，1Q2025，公司风电/光伏新增并网装机 0.90/1.53GW，公司大力推进绿色低碳发展，2025 年风电、光伏资本开支计划为 362 亿元和 150 亿元，合计 512 亿元，同比增长 64.01 亿元。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们维持原有假设，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 101.64、105.56 和 108.77 亿元，对应 PE 分别为 11.2/10.8/10.5 倍。维持“买入”评级。

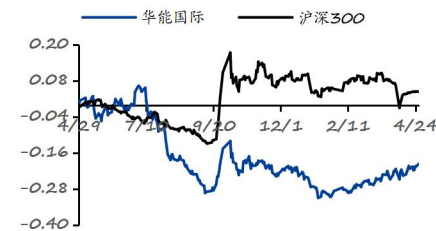
➤ **风险提示：**煤价上升风险；新能源项目建设不及预期风险；政策不及预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

买入（维持评级）

基本数据

日期	2025-04-28
收盘价:	7.26 元
总股本/流通股本(百万股)	15,698.09/10,997.71
流通 A 股市值(百万元)	79,843.37
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	64.33
一年内最高/最低价(元)	9.90/6.15

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：严家源(S0210524050013)
yjjy30561@hfzq.com.cn
研究助理：闫燕燕(S0210123070115)
yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、24 年全年减收增利，积极分红回馈股东——2025.03.27
- 2、24 年上网电量小增 1%，新能源新增并网 9.4GW——2025.01.15
- 3、非经损益资产减值等因素，影响公司业绩释放——2024.10.31

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	254,397	245,551	246,150	247,248	249,078
增长率	3%	-3%	0%	0%	1%
净利润（百万元）	8,446	10,135	10,164	10,556	10,877
增长率	214%	20%	0%	4%	3%
EPS（元/股）	0.54	0.65	0.65	0.67	0.69
市盈率（P/E）	13.5	11.2	11.2	10.8	10.5
市净率（P/B）	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,932	19,692	19,780	19,926	营业收入	245,551	246,150	247,248	249,078
应收票据及账款	48,073	48,298	48,296	47,932	营业成本	208,363	210,676	210,529	211,390
预付账款	4,927	5,249	5,245	5,177	税金及附加	2,009	1,766	1,774	1,787
存货	13,444	12,404	12,424	12,461	销售费用	267	227	227	241
合同资产	48	60	55	52	管理费用	6,805	6,822	6,852	6,903
其他流动资产	9,923	8,820	9,137	9,287	研发费用	1,658	1,662	1,670	1,682
流动资产合计	96,300	94,463	94,883	94,784	财务费用	7,441	8,206	8,617	8,804
长期股权投资	24,646	25,878	27,172	28,531	信用减值损失	14	-66	-66	-66
固定资产	328,431	363,746	391,839	413,235	资产减值损失	-1,714	-1,500	-1,300	-1,100
在建工程	68,422	73,422	78,422	78,422	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	18,211	19,942	21,629	23,536	投资收益	1,243	1,250	1,270	1,300
商誉	11,523	11,523	11,523	11,523	其他收益	193	770	770	770
其他非流动资产	39,310	39,320	39,346	39,399	营业利润	22,144	17,294	18,303	19,226
非流动资产合计	490,543	533,832	569,932	594,646	营业外收入	554	582	610	641
资产合计	586,843	628,295	664,815	689,429	营业外支出	1,211	1,272	1,335	1,402
短期借款	61,166	82,546	98,717	102,427	利润总额	21,487	16,604	17,578	18,465
应付票据及账款	19,175	22,004	22,573	23,329	所得税	3,977	3,231	3,597	3,963
预收款项	0	0	0	0	净利润	17,510	13,373	13,981	14,502
合同负债	3,529	3,692	3,709	3,736	少数股东损益	3,974	3,210	3,425	3,626
其他应付款	40,930	40,930	40,930	40,930	归属母公司净利润	13,536	10,163	10,556	10,876
其他流动负债	53,939	52,392	52,392	52,431	EPS（按最新股本摊薄）	0.65	0.65	0.67	0.69
流动负债合计	178,738	201,564	218,320	222,853	主要财务比率				
长期借款	151,828	161,828	171,828	181,828		2024A	2025E	2026E	2027E
应付债券	37,248	37,248	37,248	37,248	成长能力				
其他非流动负债	15,981	15,981	15,981	15,981	营业收入增长率	-3.5%	0.2%	0.4%	0.7%
非流动负债合计	205,057	215,057	225,057	235,057	EBIT 增长率	3.1%	-14.2%	5.6%	4.1%
负债合计	383,795	416,621	443,377	457,910	归母公司净利润增长率	20.0%	0.3%	3.9%	3.0%
归属母公司所有者权益	137,415	142,831	149,170	155,626	获利能力				
少数股东权益	65,633	68,843	72,268	75,894	毛利率	15.1%	14.4%	14.9%	15.1%
所有者权益合计	203,048	211,674	221,438	231,519	净利率	7.1%	5.4%	5.7%	5.8%
负债和股东权益	586,843	628,295	664,815	689,429	ROE	6.7%	4.8%	4.8%	4.7%
					ROIC	7.1%	5.6%	5.5%	5.5%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	65.4%	66.3%	66.7%	66.4%
经营活动现金流	50,530	52,056	52,671	55,872	流动比率	0.5	0.5	0.4	0.4
现金收益	50,242	47,693	51,506	54,444	速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
存货影响	-1,545	1,040	-20	-36	营运能力				
经营性应收影响	1,709	953	1,305	1,532	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应付影响	1,986	2,829	569	756	应收账款周转天数	69	68	66	66
其他影响	-1,861	-460	-689	-825	存货周转天数	22	22	21	21
投资活动现金流	-63,597	-71,232	-65,819	-56,111	每股指标（元）				
资本支出	-62,296	-68,160	-63,688	-54,440	每股收益	0.65	0.65	0.67	0.69
股权投资	-1,960	-1,232	-1,294	-1,359	每股经营现金流	3.22	3.32	3.36	3.56
其他长期资产变化	659	-1,840	-837	-312	每股净资产	8.75	9.10	9.50	9.91
融资活动现金流	15,483	18,936	13,236	385	估值比率				
借款增加	9,508	31,380	26,170	13,710	P/E	11	11	11	10
股利及利息支付	-15,934	-15,083	-15,780	-16,112	P/B	1	1	1	1
股东融资	26,897	0	0	0	EV/EBITDA	54	58	53	50
其他影响	-4,988	2,639	2,846	2,787					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn