

Q1 业绩符合预期，看好全年成本改善支撑业绩

相关研究：

《完善价格治理机制意见发布，公用事业价改有望深化》 2025.04.07
《政府工作报告强调绿色低碳，关注新能源高质量发展》 2025.03.11

公司评级：增持（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	10	14	-27
绝对收益	7	13	-21

注：相对收益与沪深300相比

分析师：孙菲

证书编号：S0500524010002

Tel: (8621) 50293587

Email: sf06902@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 华能国际发布 2025 年一季报，业绩符合我们预期

根据公司一季报，2025Q1 公司营业总收入 603.3 亿元，同比-7.7%；归母净利润 49.7 亿元，同比+8.2%。

- ◆ 公司盈利修复符合我们预期：2025Q1，公司毛利率 19%，同比+3pct；净利率 11.5%，同比+2.6pct；净利润 69.6 亿元，同比+19.2%。
- ◆ 归母净利润增速低于净利润增速主要由于少数股东损益同比+60%。

□ Q1 综合电价小幅下滑，波动相对平稳

根据公司电量完成公告，2025Q1 公司境内综合上网电价 488.19 元/兆瓦时，同比-1.96%，波动相对平稳。据北极星电力网、国家能源集团官网统计，2025 年多省长协电价下跌，江苏、广东、浙江、安徽四省交易均价降幅 5%~15%不等。公司机组布局全国，长协电价下降带来的影响整体可控。公司 Q1 电价降幅好于我们预期，预计主要由于 Q1 电价较高的燃机、风光电量占比提升。

□ 受煤机出力影响，公司上网电量小幅下滑

根据公司电量完成公告，2025Q1 公司境内上网电量 1066.3 亿千瓦时，同比-5.66%。其中：

- ◆ 煤机 829.4 亿千瓦时，同比-10.1%，主要由于部分省份因新能源装机增长、供需形势变化影响，煤机出力下滑。其中，山东-19.3%，河南-11.2%，江苏-25.5%，湖北-15.8%，云南-15%。
- ◆ 燃机 76 亿千瓦时，同比+6.24%；风电 109.1 亿千瓦时，同比+8.8%；光伏 48.7 亿千瓦时，同比+51.2%。燃机、风光电量增长预计主要受机组投产影响，Q1 公司火、风、光分别新增装机 1233（去年同期为 0）、904（同比+4%）、1532（同比+108%）兆瓦。

□ 成本改善支撑火电业绩修复，短期因素影响风电表现

根据公司一季报，2025Q1 公司利润总额同比+17.2%，其中境内电力业务同比+22.65%。煤价下行带动火电利润修复，Q1 境内燃煤、燃机利润总额分别为 39.8、7.5 亿元，同比分别+40.96%、+40.49%；风电、光伏利润总额分别为 22.5、5.6 亿元，同比分别-6.71%、+52.43%，风电下滑预计主要由于机组所在区域风况季节性偏弱+机组投产带来增量折旧。

□ 盈利预测及投资建议

我们看好公司全年火电业绩修复及新能源投产带来绿电业绩增长，维持公司盈利预测，预计 2025/2026/2027 年归母净利润 121.5/132.5/145.0 亿元，同比增速 19.9%/9.0%/9.5%；毛利率 16.88%/17.94%/18.62%，同比+1.73/1.07/0.67pct。截至 2025/4/28 日收盘，股价对应 PE9.38/8.6/7.86 倍。维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

煤炭价格波动风险；市场电价下跌超预期；新能源装机进度不及预期；行业需求不及预期。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	245,550.92	240,803.40	242,056.82	247,053.70
同比	-3.48%	-1.93%	0.52%	2.06%
归母净利润 (百万元)	10,135.49	12,149.24	13,248.50	14,503.99
同比	20.01%	19.868%	9.05%	9.48%
毛利率	15.14%	16.88%	17.94%	18.62%
ROE	7.38%	8.33%	8.33%	8.35%
每股收益 (元)	0.65	0.77	0.84	0.92
PE	11.24	9.38	8.60	7.86
EV/EBITDA	7.99	8.31	7.47	6.90

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 华能国际财务报表以及相应指标(百万元)

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	96,300	90,093	95,205	92,202	营业收入	245,551	240,803	242,057	247,054
现金	19,932	19,547	19,648	20,054	营业成本	208,363	200,165	198,620	201,058
应收账款	47,653	46,727	46,971	47,947	营业税金及附加	2,009	1,970	1,980	2,021
其他应收款	3,502	1,471	3,908	1,583	销售费用	267	262	263	269
预付账款	4,927	4,733	4,697	4,754	管理费用	6,805	6,674	6,709	6,847
存货	13,444	10,862	13,253	11,164	财务费用	7,441	7,406	8,207	8,329
其他流动资产	6,841	6,752	6,728	6,700	资产减值损失	-1,714	-1,800	-1,800	-1,800
非流动资产	490,543	547,238	574,871	593,511	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	24,646	25,646	26,646	27,646	投资净收益	1,243	1,243	1,243	1,243
固定资产	328,511	375,490	398,512	417,157	营业利润	18,743	22,337	24,298	26,539
无形资产	18,211	20,741	23,270	25,799	营业外收入	554	554	554	554
其他非流动资产	119,175	125,361	126,443	122,909	营业外支出	1,211	1,211	1,211	1,211
资产总计	586,843	637,330	670,076	685,713	利润总额	18,086	21,680	23,641	25,881
流动负债	178,738	188,471	191,922	179,084	所得税	3,977	4,767	5,198	5,691
短期借款	61,166	75,778	78,920	65,517	净利润	14,110	16,913	18,443	20,191
应付账款	16,453	15,806	15,684	15,876	少数股东损益	3,974	4,764	5,195	5,687
其他流动负债	101,119	96,888	97,319	97,691	归属于母公司净利润	10,135	12,149	13,248	14,504
非流动负债	205,057	232,596	243,447	251,732	EBITDA	51,449	49,512	55,059	59,621
长期借款	151,828	182,077	193,056	200,839	EPS (元)	0.65	0.77	0.84	0.92
其他非流动负债	53,229	50,519	50,391	50,893	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	383,795	421,067	435,369	430,816	成长能力				
少数股东权益	65,633	70,397	75,591	81,278	营业收入	-3.5%	-1.9%	0.5%	2.1%
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	营业利润	41.5%	19.2%	8.8%	9.2%
资本公积	16,520	16,520	16,520	16,520	归属于母公司净利润	20.0%	19.9%	9.0%	9.5%
留存收益	24,796	32,706	45,955	60,459	获利能力				
归属于母公司股东权益	137,415	145,866	159,115	173,619	毛利率(%)	15.1%	16.9%	17.9%	18.6%
负债和股东权益	586,843	637,330	670,076	685,713	净利率(%)	4.1%	5.0%	5.5%	5.9%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	7.38%	8.33%	8.33%	8.35%
经营活动现金流	50,530	45,907	42,499	56,202	ROIC(%)	5.0%	5.0%	5.1%	5.3%
净利润	14,110	16,913	18,443	20,191	偿债能力				
折旧摊销	25,265	19,769	22,553	24,753	资产负债率(%)	65.4%	66.1%	65.0%	62.8%
财务费用	7,441	7,406	8,207	8,329	净负债比率(%)	66.22%	70.47%	71.57%	70.96%
投资损失	-1,243	-1,243	-1,243	-1,243	流动比率	0.54	0.48	0.50	0.51
营运资金变动	18	3,359	-5,481	4,213	速动比率	0.46	0.42	0.43	0.45
其他经营现金流	4,940	-297	20	-40	营运能力				
投资活动现金流	-63,597	-74,987	-48,925	-42,130	总资产周转率	0.44	0.39	0.37	0.36
资本支出	63,653	72,581	46,277	39,482	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	1,133	1,000	1,000	1,000	应付账款周转率	11.74	12.41	12.62	12.74
其他投资现金流	1,190	-1,406	-1,648	-1,648	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	15,483	28,695	6,527	-13,667	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.7739	0.84	0.92
短期借款	3,933	14,612	3,142	-13,403	每股经营现金流(最新摊薄)	3.22	2.92	2.71	3.58
长期借款	-10,520	30,250	10,979	7,783	每股净资产(最新摊薄)	8.75	9.29	10.14	11.06
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	20	0	0	0	P/E	11.24	9.38	8.60	7.86
其他筹资现金流	22,051	-16,166	-7,593	-8,047	P/B	0.83	0.78	0.72	0.66
现金净增加额	2,450	-385	102	406	EV/EBITDA	7.99	8.31	7.47	6.90

资料来源：天软、湘财证券研究所

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。