

华能国际（600011.SH）

25 年一季报点评：火电盈利继续修复，投资收益增长

华能国际发布 2025 年一季报，1Q25 实现营业收入 603.35 亿元，同比-7.7%；归母净利润 49.73 亿元，同比+8.19%。

- 营收下滑，业绩持续修复。公司 1Q25 实现营业收入 603.35 亿元，同比-7.7%，下滑主要由于发电量和平均上网电价下降；归母净利润 49.73 亿元，同比+8.19%，业绩增长得益于燃料成本下行。
- 火电度电盈利继续修复，利用小时数下降导致电量下降。1Q25 公司完成上网电量 1066.33 亿千瓦时，同比-5.66%；平均上网电价 488.19 元/兆瓦时，同比-1.96%。其中，煤电上网电量 829.37 亿千瓦时，同比-10.11%，主要受到电力供需宽松，新能源装机容量增长，煤电机组装机份额下降等因素影响，导致煤电利用小时数下降；燃机上网电量 76.01 亿千瓦时，同比+6.24%。1Q25 煤电业绩弹性进一步释放，公司煤电板块实现利润总额 39.82 亿元，同比+40.96%，度电利润总额 0.048 元/千瓦时，同比+0.017 元/千瓦时；燃机板块利润总额 7.53 亿元，同比+40.58%，度电利润总额 0.099 元/千瓦时，同比+0.024 元/千瓦时。
- 光伏电量大幅增长，盈利略有提升。1Q25 公司风电上网电量 109.12 亿千瓦时，同比+8.82%，实现度电利润总额 0.206 元/千瓦时，同比-0.034 元/千瓦时；光伏电量 48.71 亿千瓦时，同比+51.18%，实现度电利润总额 0.116 元/千瓦时，同比+0.001 元/千瓦时。
- 整体盈利修复明显，投资收益进一步支撑业绩增长。1Q25 毛利率为 19.05%，同比+2.97pct；净利率为 11.53%，同比+2.6pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.09%/2.52%/0.39%/2.88%，同比+0.02pct/+0.41pct/+0.07pct/-0.25pct。受益联合营公司净利润同比增长，公司实现投资收益 5.25 亿元，同比+37.63%。
- 盈利预测与估值。煤价有望维持较低水平，两部制电价实施稳定盈利，煤电业绩仍有改善空间；Q1 新增风光装机 243.54 万千瓦，同比+51.65%，装机提速，期待业绩持续释放。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 115.40、125.22、135.52 亿元，分别同比增长 14%、9%、8%，当前股价对应 PE 分别为 10.0x、9.2x、8.5x，维持“增持”评级。
- 风险提示：煤炭成本高于预期、项目建设进度不及预期、现金回收不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	254397	245551	230528	232891	235640
同比增长	3%	-3%	-6%	1%	1%
营业利润(百万元)	13246	18743	18395	19860	21491
同比增长	-227%	42%	-2%	8%	8%
归母净利润(百万元)	8446	10135	11540	12522	13552
同比增长	-214%	20%	14%	9%	8%
每股收益(元)	0.54	0.65	0.74	0.80	0.86
PE	13.7	11.4	10.0	9.2	8.5
PB	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

周期/环保及公用事业

目标估值：NA

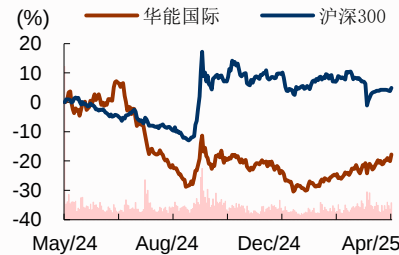
当前股价：7.36 元

基础数据

总股本（百万股）	15698
已上市流通股（百万股）	10998
总市值（十亿元）	115.5
流通市值（十亿元）	80.9
每股净资产（MRQ）	9.0
ROE（TTM）	7.4
资产负债率	64.3%
主要股东	华能国际电力开发公司
主要股东持股比例	32.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	1	-20
相对表现	6	7	-24



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华能国际（600011）24 年年报点评：火电延续修复，新能源利润贡献增长》2025-03-27
- 2、《华能国际（600011）2024 年一季报点评：煤电释放弹性，业绩超预期增长》2024-04-24
- 3、《华能国际（600011）2023 年年报点评：煤电如期修复，转型持续加速》2024-03-20

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	90744	96300	92934	90190	94487
现金	16850	19932	21214	17846	21415
交易性投资	59	256	256	256	256
应收票据	1314	420	394	398	403
应收款项	45826	47653	44738	45196	45730
其它应收款	3036	3502	3288	3321	3360
存货	11899	13444	12629	12678	12738
其他	11759	11092	10416	10493	10584
非流动资产	450415	490543	506487	521214	534813
长期股权投资	22685	24646	24646	24646	24646
固定资产	307867	328511	347494	364948	380998
无形资产商誉	27326	29735	26761	24085	21677
其他	92537	107651	107586	107534	107493
资产总计	541159	586843	599421	611403	629300
流动负债	163999	178738	181129	182075	188040
短期借款	57233	61166	106606	107436	113263
应付账款	22563	19175	18011	18082	18167
预收账款	3380	3529	3315	3328	3343
其他	80823	94869	53198	53229	53267
长期负债	205797	205057	205057	205057	205057
长期借款	162348	151828	151828	151828	151828
其他	43450	53229	53229	53229	53229
负债合计	369797	383795	386186	387132	393097
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积金	96127	96691	96691	96691	96691
留存收益	20314	25026	32328	40234	48777
少数股东权益	39224	65633	68518	71649	75037
归属于母公司所有者权益	132139	137415	144717	152623	161166
负债及权益合计	541159	586843	599421	611403	629300

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45497	50530	51640	50898	53314
净利润	9082	14110	14425	15653	16940
折旧摊销	24690	25265	29483	30700	31827
财务费用	9223	7898	6986	7057	7140
投资收益	(2797)	(1243)	(2005)	(2005)	(2005)
营运资金变动	3227	2947	2751	(508)	(589)
其它	2071	1554	0	0	0
投资活动现金流	(55226)	(63597)	(43422)	(43422)	(43422)
资本支出	(59380)	(63653)	(45427)	(45427)	(45427)
其他投资	4154	57	2005	2005	2005
筹资活动现金流	9417	15483	(6937)	(10843)	(6322)
借款变动	10648	16147	4287	830	5827
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	17435	564	0	0	0
股利分配	0	(3140)	(4238)	(4616)	(5009)
其他	(18667)	1912	(6986)	(7057)	(7140)
现金净增加额	(312)	2417	1282	(3368)	3569

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	254397	245551	230528	232891	235640
营业成本	223575	208363	195719	196488	197410
营业税金及附加	1635	2009	1844	1863	1885
营业费用	238	267	254	233	236
管理费用	6448	6805	5778	5822	5891
研发费用	1533	1658	1557	1573	1591
财务费用	8868	7441	6986	7057	7140
资产减值损失	(2999)	(1700)	(2000)	(2000)	(2000)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1347	193	500	500	500
投资收益	2797	1243	1505	1505	1505
营业利润	13246	18743	18395	19860	21491
营业外收入	571	554	636	707	684
营业外支出	815	1211	1000	1000	1000
利润总额	13002	18086	18032	19566	21175
所得税	3919	3977	3606	3913	4235
少数股东损益	637	3974	2885	3131	3388
归属于母公司净利润	8446	10135	11540	12522	13552

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	-3%	-6%	1%	1%
营业利润	-227%	42%	-2%	8%	8%
归母净利润	-214%	20%	14%	9%	8%
获利能力					
毛利率	12.1%	15.1%	15.1%	15.6%	16.2%
净利率	3.3%	4.1%	5.0%	5.4%	5.8%
ROE	7.0%	7.5%	8.2%	8.4%	8.6%
ROIC	3.4%	4.5%	4.4%	4.5%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	68.3%	65.4%	64.4%	63.3%	62.5%
净负债比率	46.9%	43.3%	43.1%	42.4%	42.1%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.5	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
存货周转率	18.2	16.4	15.0	15.5	15.5
应收账款周转率	5.7	5.2	4.9	5.1	5.1
应付账款周转率	9.5	10.0	10.5	10.9	10.9
每股资料(元)					
EPS	0.54	0.65	0.74	0.80	0.86
每股经营净现金	2.90	3.22	3.29	3.24	3.40
每股净资产	8.42	8.75	9.22	9.72	10.27
每股股利	0.20	0.27	0.29	0.32	0.35
估值比率					
PE	13.7	11.4	10.0	9.2	8.5
PB	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.8	10.8	10.0	9.5	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。