

## 公司研究 | 点评报告 | 华能国际 (600011.SH)

# 成本优化对冲火电量价压力, 绿电稳增共同助力业绩改善

### 报告要点

二季度公司煤机上网电量同比降低 3.46%，延续偏弱表现但降幅较一季度显著收窄；燃气上网电量同比增长 9.16%。电价方面，二季度公司上网电价为 0.482 元/千瓦时，同比降低 0.017 元/千瓦时。成本方面，二季度秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价均价同比降低 216.84 元/吨，成本的显著回落将有效缓解量价下降的压力，预计二季度公司火电业绩表现延续改善。在装机持续扩张的带动下，新能源电量保持快速增长。整体来看，得益于煤电成本显著改善、新能源装机快速扩张的拉动，公司二季度业绩展望积极。

### 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003  
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

华能国际 (600011.SH)

## 成本优化对冲火电量价压力，绿电稳增共同助力业绩改善

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

### 事件描述

公司发布 2025 年上半年上网电量完成情况公告：2025 年二季度公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成上网电量 990.49 亿千瓦时，同比上升 1.44%；2025 年上半年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成上网电量 2056.83 亿千瓦时，同比下降 2.37%。2025 年上半年，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 485.27 元/兆瓦时，同比下降 2.69%。

### 事件评论

- **火电量价延续承压，成本优化护航业绩。** 二季度，受整体电力供需形势宽松、全国新能源装机保持较快增长等因素影响，公司煤机完成上网电量 754.26 亿千瓦时，同比降低 3.46%，煤电电量延续承压但电量降幅较一季度显著收窄；燃气机组完成上网电量 56.54 亿千瓦时，同比增长 9.16%。电价方面，2025 年上半年公司境内各运行电厂平均上网结算电价为 485.27 元/兆瓦时，同比降低 0.013 元/千瓦时，根据上网电量及一季度平均上网电价进行测算，二季度公司上网电价为 0.482 元/千瓦时，同比降低 0.017 元/千瓦时。整体来看，在电量、电价均同比下降的影响下，预计公司二季度火电业务营收延续承压。成本方面，2025 年以来，煤炭供需形势较为宽松，二季度煤价整体延续回落趋势，二季度秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓均价为 631.61 元/吨，同比降低 216.84 元/吨。虽然在长协煤价平滑的作用下，公司成本降幅或相对会有所收窄，但成本端显著回落将是确定性方向。**整体来看，成本的显著回落将有效缓解量价下降的压力，预计二季度公司火电业绩表现延续改善。**
- **装机扩张拉动绿电高增，单季业绩展望积极。** 2025 年二季度，公司新增风电装机 102.48 万千瓦，新增光伏装机 280.28 万千瓦，预计截至 2025 年 6 月末公司风电和光伏装机将分别达到 2004 万千瓦、2417 万千瓦，同比增长 21.31%、60.18%。在装机持续扩张的拉动下，公司二季度风电完成上网电量 101.19 亿千瓦时，同比增长 14.32%，增速环比回升 5.51 个百分点，公司风电机组所处区域的风况压力或边际有所缓解；光伏完成上网电量 73.71 亿千瓦时，同比增长 48.06%。**在新能源综合电价面临下行压力的背景下，电量的快速增长有望支撑公司二季度新能源业务实现稳健的业绩表现。**此外，二季度，公司全资拥有的新加坡大士能源有限公司发电量市场占有率为 18.49%，同比下降 0.71 个百分点，海外业务对公司的业绩贡献或略有下降。**整体来看，得益于煤电成本显著改善、新能源装机快速扩张的拉动，公司二季度业绩展望积极。**
- **投资建议：**根据最新经营数据，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.78 元、0.84 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 9.02 倍、8.40 倍和 7.79 倍。维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	7.06
总股本(万股)	1,569,809
流通A股/B股(万股)	1,099,771/0
每股净资产(元)	3.94
近12月最高/最低价(元)	8.89/6.15

注：股价为 2025 年 7 月 15 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《光伏量增缓解风电压力，火电护航单季业绩增长》2025-05-06
- 《火电成本优化绿电稳增，一季度业绩展望平稳》2025-04-20
- 《经营业绩持续修复，超额派息彰显诚意》2025-03-29



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险：若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。

**财务报表及预测指标**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>245551</b>	<b>234745</b>	<b>236790</b>	<b>238457</b>	货币资金	19932	21345	21819	24451
营业成本	208363	193170	193131	192667	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>37188</b>	<b>41576</b>	<b>43659</b>	<b>45790</b>	应收账款	47653	47549	51113	50893
%营业收入	15%	18%	18%	19%	存货	13444	10051	11408	10000
营业税金及附加	2009	1920	1937	1951	预付账款	4927	4568	4567	4556
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	10343	9660	9230	9836
销售费用	267	255	258	259	<b>流动资产合计</b>	<b>96300</b>	<b>93173</b>	<b>98136</b>	<b>99736</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	24646	25646	26646	27646
管理费用	6805	7277	7340	7392	投资性房地产	592	592	592	592
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	328511	368018	407989	443635
研发费用	1658	1585	1599	1610	无形资产	18211	20680	23088	25434
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	11523	11523	11523	11523
财务费用	7441	7203	7639	7948	递延所得税资产	3256	2756	2256	1756
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他非流动资产	103804	103804	103804	103804
加: 资产减值损失	-1714	-1500	-1500	-1500	<b>资产总计</b>	<b>586843</b>	<b>626192</b>	<b>674034</b>	<b>714126</b>
信用减值损失	14	0	0	0	短期贷款	61166	61166	66166	66166
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	16453	16460	16446	16381
投资收益	1243	1184	1302	1431	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>18743</b>	<b>23203</b>	<b>24874</b>	<b>26748</b>	应付职工薪酬	1153	1069	1069	1066
%营业收入	8%	10%	11%	11%	应交税费	2235	2137	2156	2171
营业外收支	-657	-600	-600	-600	其他流动负债	97731	94795	94448	94673
<b>利润总额</b>	<b>18086</b>	<b>22603</b>	<b>24274</b>	<b>26148</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>178738</b>	<b>175627</b>	<b>180285</b>	<b>180457</b>
%营业收入	7%	10%	10%	11%	长期借款	151828	180074	208065	231931
所得税费用	3977	5651	6069	6537	应付债券	37248	37248	37248	37248
净利润	14110	16952	18206	19611	递延所得税负债	1712	1712	1712	1712
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>10135</b>	<b>12290</b>	<b>13199</b>	<b>14218</b>	其他非流动负债	14269	14269	14269	14269
少数股东损益	3974	4662	5007	5393	<b>负债合计</b>	<b>383795</b>	<b>408930</b>	<b>441579</b>	<b>465617</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.46</b>	<b>0.78</b>	<b>0.84</b>	<b>0.91</b>	归属于母公司所有者权益	137415	146967	157154	167815
					少数股东权益	65633	70295	75301	80694
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>203048</b>	<b>217261</b>	<b>232455</b>	<b>248509</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>586843</b>	<b>626192</b>	<b>674034</b>	<b>714126</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>50530</b>	<b>56347</b>	<b>55196</b>	<b>66620</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	462	1184	1302	1431		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-1960	-1000	-1000	-1000	每股收益	0.46	0.78	0.84	0.91
资本性支出	-63242	-72025	-75625	-74625	每股经营现金流	3.22	3.59	3.52	4.24
其他	1145	0	0	0	市盈率	15.35	9.02	8.40	7.79
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-63597</b>	<b>-71841</b>	<b>-75322</b>	<b>-74194</b>	市净率	1.94	1.66	1.44	1.26
债券融资	9210	0	0	0	EV/EBITDA	7.40	6.91	6.86	6.63
股权融资	26897	0	0	0	总资产收益率	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
银行贷款增加(减少)	-6587	28246	32991	23866	净资产收益率	7.4%	8.4%	8.4%	8.5%
筹资成本	-15934	-11340	-12391	-13660	净利率	4.1%	5.2%	5.6%	6.0%
其他	1897	0	0	0	资产负债率	65.4%	65.3%	65.5%	65.2%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>15483</b>	<b>16906</b>	<b>20600</b>	<b>10206</b>	总资产周转率	0.44	0.39	0.36	0.34
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>2417</b>	<b>1413</b>	<b>474</b>	<b>2632</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。