

华能国际 (600011.SH)

买入 (维持评级)

煤价下跌释放成本红利, 风光放量新增投产超6GW

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布了2025年上半年报告, 1H2025公司实现营收1120.32亿元, 同比减少5.7%; 归母净利润92.62亿元, 同比增加24.26%。分季度看, 2Q2025单季度营收516.97亿元, 同比下降3.26%; 归母净利润42.89亿元, 同比增长50.09%。

➤ **1H25 营收下滑利润反增, 盈利能力同比向好:** 1H2025, 公司境内合并口径上网电量同比下降2.37%; 平均上网结算电价同比下降1分34, 对应降幅2.69%。1H2025公司电量、电价均有下降, 公司营收同比下降5.7%。受益于燃料成本的下降, 1H2025公司归母净利润同比增长24.26%, 煤价下探盈利向好。1H2025, 公司销售毛利率和净利率分别同比增加4.03pct和3.28pct, 达到19.6%和10.99%, 公司盈利能力得到提升。2Q2025, 公司同样是营收下滑利润反增。此外, 上半年, 公司计提了2.56亿元的资产减值损失和0.04亿元的信用减值损失, 影响合并层利润总额2.60亿元。

➤ **煤价下跌缓释电价下降冲击, 1H25 煤电度电盈利 0.046 元(同比+0.023 元):** 1H2025, 公司煤机上网电量1583.63亿千瓦时(同比下降7.06%); 利润总额为73.10亿元(同比增加84%), 对应度电盈利0.046元(同比增加0.023元)。考虑20天库存可用天数下, 1H2025秦皇岛港5500大卡煤价均价696.11元/吨, 同比下降187.86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0.0317元。1H2025, 公司的单位燃料成本降幅缓释电价下降冲击(电价同比下降0.0134元), 煤电度电盈利强势上涨。2Q2025, 公司煤电度电盈利0.044元(同比增加0.029元), 盈利同比向好。

➤ **1H25 新增投产新能源 6.3GW, 大力推进绿色低碳发展:** 1H2025, 公司新增风电装机1928.45兆瓦, 新增光伏装机4334.46兆瓦, 合计风光新增投产装机6262.91兆瓦, 公司大力推进绿色低碳发展。1H2025, 风电和光伏上网电量分别为210.31亿千瓦时(同比增长11.4%)和122.4亿千瓦时(同比增长49.3%), 利润总额分别为39.10亿元(同比下降3%)和18.23亿元(同比增长46%), 对应度电盈利0.186元(同比下降0.028元)和0.149元(同比下降0.003元)。2Q2025, 公司风电和光伏利润总额分别为16.58亿元(同比增长3%)和12.59亿元(同比增长44%), 度电盈利分别为0.164元(同比下降0.019元)、0.171元(同比下降0.005元)。

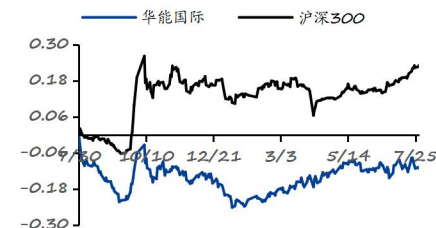
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们根据当下市场煤价数据调整公司入炉煤价预期, 预计2025-2027年归母净利润分别为121.01、130.52和135.59亿元(2025-2027年前值为101.64、105.56和108.77亿元), 对应PE分别为9.1/8.5/8.1倍。维持“买入”评级。

➤ **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。

基本数据

日期	2025-07-29
收盘价:	7.03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)	77,313.90
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	64.52
一年内最高/最低价(元)	8.45/6.15

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn
研究助理: 闫燕燕(S0210123070115)
yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、煤电量减利增盈利同比增长41%, 光伏利润同比高增53%——2025.04.29
- 2、24年全年减收增利, 积极分红回馈股东——2025.03.27
- 3、24年上网电量小增1%, 新能源新增并网9.4GW——2025.01.15

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	12,101	13,052	13,559
增长率	214%	20%	19%	8%	4%
EPS(元/股)	0.54	0.65	0.77	0.83	0.86
市盈率(P/E)	13.1	10.9	9.1	8.5	8.1
市净率(P/B)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源: 公司公告、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：hfjys@hfzq.com.cn