

## 华能国际 (600011.SH)

## 25 年中报点评: 成本优化+新能源规模扩张, Q2 业绩表现超预期

华能国际发布 2025 年中报, 1H25 实现营业收入 1120.32 亿元, 同比-5.7%; 归母净利润 92.62 亿元, 同比+24.26%。

- 营收下滑, 业绩延续高增。公司 1H25 实现营业收入 1120.32 亿元, 同比-5.7%; 归母净利润 92.62 亿元, 同比+24.26%。收入下滑主要系上半年电量电价同降, 业绩增长主要受益于燃料成本下降, 以及新能源规模扩大增厚利润。其中, 2Q25 实现营业收入 516.97 亿元, 同比-3.26%; 归母净利润 42.89 亿元, 同比+50.09%。
- 受供需整体宽松、全国新能源装机增长等因素影响, 公司煤电电量有所下滑, 导致整体电量下降。2Q25 公司整体上网电量 990.49 亿千瓦时 (+1.44%), 其中煤电上网电量 754.26 亿千瓦时 (-3.46%), 气电上网电量 56.54 亿千瓦时 (+9.16%)。公司上半年平均上网电价同比下降 2.69% 至 485.27 元/兆瓦时, 测算 2Q25 平均上网电价为 482.13 元/兆瓦时 (-3.5%), 电量电价齐降拉低公司收入, 但随着夏季用电高峰期到来, 公司火电电量有望改善。利润端, 2025H1 公司境内入炉除税标煤单价为 917.05 元/吨 (-9.23%), 煤电成本端同比改善带来利润增长。2Q25 公司煤电板块实现利润总额 33.28 亿元 (+188%), 度电利润总额 0.044 元/千瓦时, 同比+0.029 元/千瓦时, 环比 1Q25 下滑 0.004 元/千瓦时。
- 新能源电量保持高增速, 光伏项目大规模投产增厚利润。2Q25 公司风电上网电量 101.19 亿千瓦时 (+14.32%), 实现利润总额 16.58 亿元, 同比+3%; 度电利润总额 0.164 元/千瓦时, 同比-0.019 元/千瓦时, 环比 1Q25 下滑 0.043 元/千瓦时; 光伏电量 73.71 亿千瓦时 (+48.06%), 实现利润总额 12.59 亿元, 同比大幅增长 44%; 度电利润总额 0.171 元/千瓦时, 同比-0.005 元/千瓦时, 环比 1Q25 增加 0.055 元/千瓦时, 新能源度电盈利下滑或因上半年新能源抢装, 平价项目增多拉低电价。
- 整体盈利水平修复, 财务费用显著下降。1H25 公司毛利率为 19.6%, 同比+4.03pct; 净利率为 10.99%, 同比+3.28pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.11%/2.76%/0.52%/3.02%, 同比+0.01pct/+0.22pct/+0.01pct/-0.33pct。随着带息负债资金成本同比下降, 上半年公司财务费用同比减少 15.03% 至 33.80 亿元, 其中利息支出同比减少 5.40 亿元。公司实现投资收益 7.41 亿元, 同比-10.7%; 计提资产减值损失 2.56 亿元, 其中, 曲阜热电计提 1.17 亿元, 上安电厂计提 1.37 亿元。
- 盈利预测与估值。预计随着用电高峰期到来, 公司火电有望充分发挥保供作用, Q3 电量预计改善; 全年煤价有望维持较低水平, 两部制电价实施稳定盈利, 煤电业绩有望延续高增长; 上半年公司新并网发电装机容量 798.73 万千瓦, 同比增长 157%, 其中风光合计并网 626.29 万千瓦, 同比增长 106%, 有望进一步贡献业绩增长。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 120.82、130.79、139.10 亿元, 分别同比增长 19%、8%、6%, 当前股价对应 PE 分别为 9.1x、8.4x、7.9x, 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

## 增持 (维持)

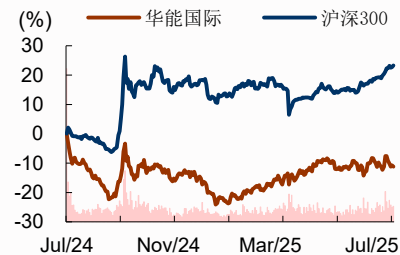
周期/环保及公用事业  
目标估值: NA  
当前股价: 7.03 元

## 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)	110.4
流通市值 (十亿元)	77.3
每股净资产 (MRQ)	9.0
ROE (TTM)	8.4
资产负债率	64.5%
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	1	17	-12
相对表现	-5	8	-33



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《华能国际 (600011) 25 年一季报点评: 火电盈利继续修复, 投资收益增长》2025-05-07
- 《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
- 《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

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	254397	245551	230373	232740	235491
同比增长	3%	-3%	-6%	1%	1%
营业利润(百万元)	13246	18743	19242	20729	22051
同比增长	-227%	42%	3%	8%	6%
归母净利润(百万元)	8446	10135	12082	13079	13910
同比增长	-214%	20%	19%	8%	6%
每股收益(元)	0.54	0.65	0.77	0.83	0.89
PE	13.1	10.9	9.1	8.4	7.9
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	90744	96300	92707	90006	94319
现金	16850	19932	21114	17787	21345
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	44708	45167	45701
其它应收款	3036	3502	3285	3319	3358
存货	11899	13444	12563	12613	12693
其他	11759	11092	10388	10466	10564
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>541159</b>	<b>586843</b>	<b>599194</b>	<b>611220</b>	<b>629132</b>
<b>流动负债</b>	163999	178738	180225	180735	186491
短期借款	57233	61166	105855	106248	111819
应付账款	22563	19175	17917	17989	18103
预收账款	3380	3529	3297	3310	3331
其他	80823	94869	53156	53188	53238
<b>长期负债</b>	205797	205057	205057	205057	205057
长期借款	162348	151828	151828	151828	151828
其他	43450	53229	53229	53229	53229
<b>负债合计</b>	<b>369797</b>	<b>383795</b>	<b>385282</b>	<b>385792</b>	<b>391548</b>
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积金	96127	96691	96691	96691	96691
留存收益	20314	25026	32870	41116	49795
少数股东权益	39224	65633	68654	71923	75401
归属于母公司所有者权益	132139	137415	145259	153505	162183
<b>负债及权益合计</b>	<b>541159</b>	<b>586843</b>	<b>599194</b>	<b>611220</b>	<b>629132</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	45497	50530	52286	51589	53776
净利润	9082	14110	15103	16349	17388
折旧摊销	24690	25265	29483	30700	31827
财务费用	9223	7898	6981	7053	7136
投资收益	(2797)	(1243)	(2005)	(2005)	(2005)
营运资金变动	3227	2947	2725	(508)	(571)
其它	2071	1554	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(55226)	(63597)	(43422)	(43422)	(43422)
资本支出	(59380)	(63653)	(45427)	(45427)	(45427)
其他投资	4154	57	2005	2005	2005
<b>筹资活动现金流</b>	9417	15483	(7683)	(11493)	(6797)
借款变动	10648	16147	3537	393	5571
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)	(4833)	(5232)
其他	(18667)	1912	(6981)	(7053)	(7136)
<b>现金净增加额</b>	<b>(312)</b>	<b>2417</b>	<b>1182</b>	<b>(3326)</b>	<b>3557</b>

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
<b>营业总收入</b>	254397	245551	230373	232740	235491
营业成本	223575	208363	194697	195478	196712
营业税金及附加	1635	2009	1843	1862	1884
营业费用	238	267	253	233	235
管理费用	6448	6805	5805	5819	5887
研发费用	1533	1658	1556	1572	1590
财务费用	8868	7441	6981	7053	7136
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
<b>营业利润</b>	13246	18743	19242	20729	22051
营业外收入	571	554	636	707	684
营业外支出	815	1211	1000	1000	1000
<b>利润总额</b>	13002	18086	18879	20436	21735
所得税	3919	3977	3776	4087	4347
少数股东损益	637	3974	3021	3270	3478
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8446</b>	<b>10135</b>	<b>12082</b>	<b>13079</b>	<b>13910</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	3%	-3%	-6%	1%	1%
营业利润	-227%	42%	3%	8%	6%
归母净利润	-214%	20%	19%	8%	6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.1%	15.1%	15.5%	16.0%	16.5%
净利率	3.3%	4.1%	5.2%	5.6%	5.9%
ROE	7.0%	7.5%	8.5%	8.8%	8.8%
ROIC	3.4%	4.5%	4.5%	4.7%	4.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.3%	65.4%	64.3%	63.1%	62.2%
净负债比率	46.9%	43.3%	43.0%	42.2%	41.9%
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.54	0.65	0.77	0.83	0.89
每股经营净现金	2.90	3.22	3.33	3.29	3.43
每股净资产	8.42	8.75	9.25	9.78	10.33
每股股利	0.20	0.27	0.31	0.33	0.35
<b>估值比率</b>					
PE	13.1	10.9	9.1	8.4	7.9
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.7	10.7	9.8	9.3	8.9

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。