

华能国际（600011）

2025 半年报点评：超市场预期，关注火电资本开支下行周期下资产质量改善

买入（维持）

2025 年 07 月 30 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

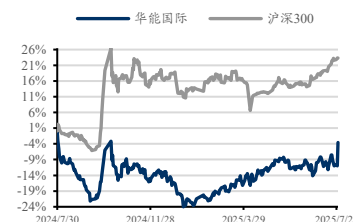
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	254,397	245,551	232,342	232,240	247,171
同比（%）	3.11	(3.48)	(5.38)	(0.04)	6.43
归母净利润（百万元）	8,446	10,135	13,776	16,015	17,529
同比（%）	214.33	20.01	35.92	16.25	9.46
EPS-最新摊薄（元/股）	0.54	0.65	0.88	1.02	1.12
P/E（现价&最新摊薄）	14.16	11.80	8.68	7.47	6.82

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 1120.32 亿元，同比-5.7%；实现归母净利润 92.62 亿元，同比+24.3%，超市场预期。
- **2025 上半年受益于燃煤成本-9.2%燃煤板块利润总额+84%，超市场预期：**2025 年上半年，公司累计采购煤炭 8,713.67 万吨，同比下降 10.70%；境内除税发电耗用标煤单价人民币 917.05 元/吨，同比下降 9.23%。分板块利润总额看：燃煤板块实现 73.10 亿元，同比+84%；燃机板块实现 7.53 亿元，同比+32%；风电实现 39.10 亿元，同比-3%；光伏实现 18.23 亿元，同比+46%；水电实现 0.19 亿元，同比-63%；生物质实现 0.03 亿元，同比+107%。
- **2025 上半年全社会用电量同比+3.7%，主要系工业用电量拖累。**2025 年上半年全社会用电量完成 4.84 万亿千瓦时，同比+3.7%，增速比上年同期-4.4pct；其中第一产业同比+8.7%，第二产业同比+2.4%，第三产业同比+7.1%，居民用电同比+4.9%。2025 年上半年全国规模以上电厂发电量 4.54 万亿千瓦时，同比+0.8%。其中，火电同比-2.4%；水电同比-2.9%；核电同比+11.3%。
- **2025 上半年上网电价-2.7%，上网电量-2.4%，平均利用小时-178 小时：**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-2.7%；完成上网电量 2,056.83 亿千瓦时，同比-2.4%。公司境内电厂年累计平均利用小时 1,502 小时，同比-178 小时。其中，燃煤机组利用小时 1,839 小时，同比-141 小时；风电机组利用小时 1,133 小时，同比-67 小时；太阳能发电机组利用小时 583 小时，同比-11 小时。
- **关注火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能：**火电行业进入“控容减量”周期，资本开支下行，分红率长维度提高确定性高，煤价下行周期背景下，行业资产质量、现金流、ROE 均有望显著改善。
- **盈利预测与投资评级：**基于动力煤的价格判断和电价调整预期，我们调整预计 2025-2027 年归母净利润预测为 137.8/160.2/175.3 亿元，对应 PE 为 9/7/7 倍，我们看好火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能，维持“买入”评级。
- **风险提示：**并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.62
一年最低/最高价	6.15/8.45
市净率(倍)	1.93
流通 A 股市值(百万元)	83,802.55
总市值(百万元)	119,619.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.95
资产负债率(% ,LF)	64.52
总股本(百万股)	15,698.09
流通 A 股(百万股)	10,997.71

相关研究

- 《华能国际(600011)：2024 半年报点评：业绩符合预期，受新加坡大士能源和风电板块拖累，Q2 业绩下滑》
2024-08-01
- 《华能国际(600011)：2024 一季报点评：业绩超预期，全社会用电量超预期+煤炭下行推荐火电板块》
2024-04-24

华能国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96,300	113,672	137,981	172,023	营业总收入	245,551	232,342	232,240	247,171
货币资金及交易性金融资产	19,932	43,797	68,814	98,775	营业成本(含金融类)	208,363	195,167	192,759	205,152
经营性应收款项	53,000	49,456	49,593	52,705	税金及附加	2,009	1,765	1,809	1,910
存货	13,444	11,858	11,953	12,636	销售费用	267	241	245	259
合同资产	48	44	44	47	管理费用	6,805	6,256	6,314	6,698
其他流动资产	9,875	8,517	7,576	7,860	研发费用	1,658	1,513	1,531	1,623
非流动资产	490,543	498,184	500,345	497,531	财务费用	7,441	8,288	8,335	8,285
长期股权投资	24,646	24,646	24,646	24,646	加:其他收益	193	532	415	483
固定资产及使用权资产	338,544	361,300	375,991	383,409	投资净收益	1,243	1,636	1,482	1,631
在建工程	71,844	57,475	45,980	36,784	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	18,211	17,726	17,241	16,756	减值损失	(1,700)	0	0	0
商誉	11,523	11,523	11,523	11,523	资产处置收益	0	31	21	25
长期待摊费用	325	325	325	325	营业利润	18,743	21,311	23,164	25,384
其他非流动资产	25,449	25,188	24,638	24,088	营业外净收支	(657)	(519)	(565)	(550)
资产总计	586,843	611,856	638,325	669,555	利润总额	18,086	20,792	22,599	24,834
流动负债	178,738	172,100	173,046	177,757	减:所得税	3,977	5,137	5,378	5,986
短期借款及一年内到期的非流动负债	102,318	100,835	100,835	100,835	净利润	14,110	15,655	17,220	18,849
经营性应付款项	19,175	18,539	18,120	19,352	减:少数股东损益	3,974	1,879	1,205	1,319
合同负债	3,529	3,255	3,281	3,483	归属母公司净利润	10,135	13,776	16,015	17,529
其他流动负债	53,716	49,471	50,810	54,087	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.88	1.02	1.12
非流动负债	205,057	225,922	240,922	255,922	EBIT	26,612	29,079	30,934	33,119
长期借款	151,828	161,828	166,828	171,828	EBITDA	52,488	62,677	69,724	76,883
应付债券	37,248	47,248	57,248	67,248	毛利率(%)	15.14	16.00	17.00	17.00
租赁负债	6,684	6,684	6,684	6,684	归母净利率(%)	4.13	5.93	6.90	7.09
其他非流动负债	9,297	10,162	10,162	10,162	收入增长率(%)	(3.48)	(5.38)	(0.04)	6.43
负债合计	383,795	398,022	413,968	433,679	归母净利润增长率(%)	20.01	35.92	16.25	9.46
归属母公司股东权益	137,415	146,323	155,641	165,840					
少数股东权益	65,633	67,512	68,717	70,036					
所有者权益合计	203,048	213,835	224,358	235,876					
负债和股东权益	586,843	611,856	638,325	669,555					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50,530	58,591	65,938	71,797	每股净资产(元)	3.65	4.22	4.81	5.46
投资活动现金流	(63,597)	(40,459)	(40,013)	(39,843)	最新发行在外股份(百万股)	15,698	15,698	15,698	15,698
筹资活动现金流	15,483	5,572	(908)	(1,992)	ROIC(%)	4.32	4.25	4.34	4.42
现金净增加额	2,450	23,865	25,017	29,962	ROE-摊薄(%)	7.38	9.41	10.29	10.57
折旧和摊销	25,876	33,598	38,790	43,763	资产负债率(%)	65.40	65.05	64.85	64.77
资本开支	(63,242)	(41,989)	(42,045)	(42,025)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.80	8.68	7.47	6.82
营运资本变动	50	1,349	1,654	630	P/B(现价)	2.09	1.81	1.58	1.39

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>