

华能国际 (600011.SH)

成本改善支持煤电盈利弹性，绿电扩张贡献业绩增量

公司发布 2025 年半年报。2025 年半年度公司实现营业收入 1120.32 亿元，同比下降 5.7%；归母净利润 92.62 亿元，同比增长 24.26%；扣非净利润 88.06 亿元，同比增长 22.64%。2025Q2 单季公司实现营业收入 516.97 亿元，同比下滑 3.26%；归母净利润 42.89 亿元，同比增长 50%。业绩增长主要系燃料成本降低与新能源规模扩张带动。此外，曲阜热电及上安电厂资产减值 2.54 亿。

煤电量价压力缓解，燃煤成本下降支撑盈利提升。电量方面，2025Q2 单季煤机/燃机上网电量分别实现 754/57 亿千瓦时，分别同比-3.46%/+9.16%，相比与 25Q1 煤电上网电量同比 24Q1 下滑 10%，Q2 电量压力已有所缓解。**成本方面**，上半年入炉标煤单价 917.05 元/吨，同比下降 9.23%。受益于成本煤价大幅下降，对冲电价下降压力，Q2 单季度利润总额口径煤电实现度电利润 0.044 元，同比提升 0.029 元/度，盈利能力稳健提升。

新能源装机扩张带动电量高增长，拉动利润规模提升。装机与电量方面，2025Q2 单季，风电/光伏分别同比新增装机 102.475/280.28 万千瓦；风电/光伏分别完成上网电量 101/74 亿度，分别同比+14.32%/+48.06%。2025H1 整体，风电/光伏分别同比新增装机 192.845/433.446 万千瓦，分别完成上网电量 210/122 亿度，分别同比+11.39%/+49.33%。**利润方面**，Q2 单季，风电/光伏分别完成利润总额 16.58/12.59 亿元，实现度电利润 0.164/0.171 元，分别同比下滑 1.9/0.5 分/度。

投资建议。公司作为全国电力龙头优势突出，煤电利润持续改善，新能源转型成长空间广阔，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 127.28/129.76/135.61 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.81/0.83/0.86 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 8.7/8.5/8.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：装机速度不及预期；火电灵活性改造、绿电交易等行业政策推进不及预期；上游原材料涨价。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	254,397	245,551	248,318	247,775	248,123
增长率 yoy (%)	3.1	-3.5	1.1	-0.2	0.1
归母净利润 (百万元)	8,446	10,135	12,728	12,976	13,561
增长率 yoy (%)	214.3	20.0	25.6	2.0	4.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.54	0.65	0.81	0.83	0.86
净资产收益率 (%)	6.4	7.4	8.7	8.5	8.4
P/E (倍)	13.1	10.9	8.7	8.5	8.1
P/B (倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

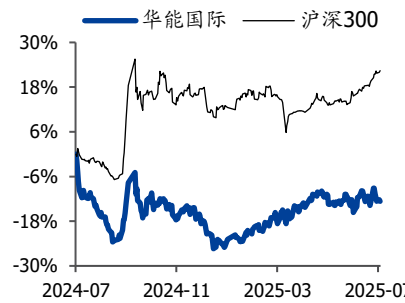
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
07 月 29 日收盘价 (元)	7.03
总市值 (百万元)	110,357.60
总股本 (百万股)	15,698.09
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	65.33

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com

相关研究

- 《华能国际 (600011.SH): 成本向下支撑煤电电量减利增, 新能源持续增长》 2025-04-29
- 《华能国际 (600011.SH): 盈利能力改善, 分红比例提升》 2025-03-27
- 《华能国际 (600011.SH): 减值影响业绩, 煤电稳健新能源盈利增长》 2024-10-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	90744	96300	90031	92591	96581
现金	16850	19932	15868	17371	22068
应收票据及应收账款	47141	48073	47315	47860	47602
其他应收款	3036	3502	3252	3389	3322
预付账款	5854	4927	5105	4953	4972
存货	11899	13444	12062	12586	12186
其他流动资产	5964	6421	6430	6431	6431
非流动资产	450415	490543	518058	543489	564991
长期投资	22685	24646	25020	26187	26957
固定资产	307867	328511	339503	348200	353915
无形资产	15682	18211	19776	21629	23153
其他非流动资产	104181	119175	133759	147473	160965
资产总计	541159	586843	608089	636080	661571
流动负债	163999	178738	173085	177259	177361
短期借款	57233	61166	58971	59840	59177
应付票据及应付账款	22563	19175	19765	19226	19276
其他流动负债	84204	98397	94350	98193	98909
非流动负债	205797	205057	218667	230375	242601
长期借款	162348	151828	164573	176280	188507
其他非流动负债	43450	53229	54094	54094	54094
负债合计	369797	383795	391752	407634	419962
少数股东权益	39224	65633	70624	75183	80456
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积	16501	16520	16520	16520	16520
留存收益	20424	24796	32362	39912	47802
归属母公司股东权益	132139	137415	145713	153263	161153
负债和股东权益	541159	586843	608089	636080	661571

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45497	50530	59340	64919	68917
净利润	9082	14110	17718	17536	18834
折旧摊销	25131	25876	31465	34701	37910
财务费用	9223	7898	9005	9499	10005
投资损失	-2797	-1243	-1994	-1622	-1808
营运资金变动	-627	50	241	2249	1472
其他经营现金流	5484	3840	2903	2557	2505
投资活动现金流	-55226	-63597	-59806	-61067	-60108
资本支出	-59218	-63242	-61608	-62397	-62003
长期投资	788	-1133	531	-230	150
其他投资现金流	3204	779	1271	1560	1744
筹资活动现金流	9417	15483	-3759	-2349	-4112
短期借款	-26341	3933	-2195	869	-663
长期借款	10670	-10520	12745	11708	12226
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-107	20	0	0	0
其他筹资现金流	25194	22051	-14309	-14925	-15675
现金净增加额	-366	2450	-4064	1503	4697

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	254397	245551	248318	247775	248123
营业成本	223575	208363	204876	203992	202134
营业税金及附加	1635	2009	2031	2027	2030
营业费用	238	267	251	260	256
管理费用	6448	6805	6588	6720	6656
研发费用	1533	1658	1587	1628	1608
财务费用	8868	7441	8756	9327	9810
资产减值损失	-2972	-1714	-2003	-2003	-2003
其他收益	1347	193	195	195	195
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2797	1243	1994	1622	1808
资产处置收益	100	0	0	0	0
营业利润	13246	18743	24416	23635	25630
营业外收入	571	554	562	558	560
营业外支出	815	1211	1013	1112	1062
利润总额	13002	18086	23965	23081	25128
所得税	3919	3977	6247	5546	6294
净利润	9082	14110	17718	17536	18834
少数股东损益	637	3974	4990	4559	5274
归属母公司净利润	8446	10135	12728	12976	13561
EBITDA	47279	52488	64186	67109	72847
EPS (元/股)	0.54	0.65	0.81	0.83	0.86

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.1	-3.5	1.1	-0.2	0.1
营业利润(%)	227.2	41.5	30.3	-3.2	8.4
归属母公司净利润(%)	214.3	20.0	25.6	2.0	4.5
获利能力					
毛利率(%)	12.1	15.1	17.5	17.7	18.5
净利率(%)	3.3	4.1	5.1	5.2	5.5
ROE(%)	6.4	7.4	8.7	8.5	8.4
ROIC(%)	3.4	4.1	4.6	4.5	4.6
偿债能力					
资产负债率(%)	68.3	65.4	64.4	64.1	63.5
净负债比率(%)	158.3	137.0	134.6	132.4	128.0
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.4	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
应收账款周转率	5.9	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	11.1	11.7	12.3	12.3	12.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.65	0.81	0.83	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	2.90	3.22	3.78	4.14	4.39
每股净资产(最新摊薄)	8.42	8.75	9.28	9.76	10.27
估值比率					
P/E	13.1	10.9	8.7	8.5	8.1
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.3	7.3	6.3	6.1	5.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年07月29日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com