



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月03日

基础数据

07月31日收盘价(元)	7.33
总市值(亿元)	1,150.67
总股本(亿股)	156.98

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】华能国际: 煤电成本下行业绩高增, 绿电持续扩张增量增利-2025.04.01

【兴证公用】华能国际 2024 年三季报点评: 减值&营业外成本拖累业绩, 剔除影响后 Q3 煤电度电盈利提升-2024.11.04

【兴证公用 蔡屹】华能国际 2024 年中报点评: 煤电业绩环比下滑, 现金流改善幅度优于利润-2024.08.06

分析师: 蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师: 朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

华能国际(600011.SH)

业绩优于预期, 煤电成本大幅压降&光伏业绩稳健增长

投资要点:

- **事件:** 华能国际发布 2025 年中报, 公司上半年实现营业收入 1120.32 亿元, 同比-5.7%, 归母净利润 92.62 亿元, 同比+24.26%, 经营性净现金流 307.48 亿元, 同比+30.27%, 计提资产减值 2.6 亿元。单 Q2 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%, 扣非归母净利润 40.07 亿元, 同比+43.00%, 毛利率 20.25%, 同比+5.3pct、环比+1.2pct, 财务费用压降约 2.88 亿元。结合经营数据我们点评如下:
- **火电: 成本下行带动利润大幅提升。**公司 2025H1 境内煤电利润总额合计 73.1 亿元, 同比+84%, 度电利润总额 0.046 元/度, 同比+0.023 元/度。分拆至季度, Q1、Q2 单季度煤电利润总额分别为 39.8、33.3 亿元, 同比+41%、+188%, Q2 度电利润总额为 0.044 元/度, 同比+0.029 元/度、环比-0.004 元/度。收入端, Q2 公司煤电上网电量 754.26 亿度, 同比-3.46%, 降幅较 Q1 明显收窄, 成本端, H1 公司入炉标煤单价 917 元/吨, 同比-93 元/吨, Q2 营业成本同比-9.28%。此外境外业务, 受新加坡电力市场变化影响, 大士能源 H1 净利润为 11.29 亿元, 同比-3.0 亿元; 巴基斯坦业务利润总额 4.36 亿元, 同比+2%。燃机方面, 公司 2025H1 燃机利润总额合计 7.5 亿元, 同比+32%, Q2 单季度燃机盈亏平衡。
- **绿电: 光伏业绩好于预期, 利润稳健增长。**2025H1 公司资本开支 223.23 亿元, 同比-1.28%, 分别新增风电、光伏装机 193、421 万千瓦, 完成上网电量 210.31、122.43 亿度, 同比+11.39%、49.33%。上半年风电、光伏利润总额分别 39.1、18.2 亿元, 同比-3%、+46%, 单 Q2 风电、光伏单季度利润总额分别为 16.6、12.6 亿元, 同比+3%、+44%, 度电利润总额分别为 0.164、0.171 元/度, 同比-0.019、-0.005 元/度。
- **投资建议: 维持“增持”评级。**动力煤价格中枢加速下行, 煤价弹性下火电点电价差扩张, 136 号文下绿电资本开支有望趋于理性, 费用及减值缩减趋势下看好公司业绩释放。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 129.22、135.77、144.62 亿元, 分别同比+27.5%、+5.1%、+6.5%, 对应 7 月 31 日收盘价 PE 估值分别为 8.9x、8.5x、8.0x。按照 2024 年分红比例假设, 2025 年业绩扣除永续债利息后对应 A/H 股息率分别为 5.1%、7.7%。
- **风险提示:** 动力煤价格回升、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、用电需求不及预期、市场化交易导致电价波动、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	245551	233870	231105	223571
同比增长	-3.5%	-4.8%	-1.2%	-3.3%
归母净利润(百万元)	10135	12922	13577	14462
同比增长	20.0%	27.5%	5.1%	6.5%
毛利率	15.1%	17.1%	17.9%	18.9%
ROE	7.4%	8.9%	8.8%	8.9%
每股收益(元)	0.65	0.82	0.86	0.92
市盈率	11.4	8.9	8.5	8.0

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96300	83384	90243	100480
货币资金	19932	13513	20421	32592
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	48073	44078	43997	42622
预付款项	4927	4877	4709	4485
存货	13444	11409	11345	10928
其他	9923	9507	9770	9853
非流动资产	490543	518080	533254	543642
长期股权投资	24646	24646	24646	24646
固定资产	328511	381905	411449	429109
在建工程	71844	45922	31711	24606
无形资产	18211	18211	18211	18211
商誉	11523	11552	11547	11534
其他	35807	35844	35690	35536
资产总计	586843	601465	623496	644122
流动负债	178738	169059	169911	168499
短期借款	61166	61166	61166	61166
应付票据及应付账款	19175	18733	18175	17306
其他	98397	89160	90570	90027
非流动负债	205057	215922	223922	231922
长期借款	151828	161828	169828	177828
其他	53229	54094	54094	54094
负债合计	383795	384981	393833	400421
股本	15698	15698	15698	15698
未分配利润	16609	22350	28213	34458
少数股东权益	65633	70658	75938	81562
股东权益合计	203048	216484	229664	243701
负债及权益合计	586843	601465	623496	644122

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	10135	12922	13577	14462
折旧和摊销	25876	31028	35867	40945
营运资金的变动	50	-1640	982	588
经营活动产生现金流量	50530	55557	63381	68933
资本支出	-63242	-60262	-52856	-52856
长期投资	-1133	232	140	138
投资活动产生现金流量	-63597	-59486	-51467	-51418
债券融资	10452	8990	7935	7948
股权融资	26897	0	0	0
融资活动产生现金流量	15483	-2651	-5006	-5344
现金净变动	2450	-6419	6908	12171

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	245551	233870	231105	223571
营业成本	208363	193863	189696	181299
税金及附加	2009	1871	1802	1773
销售费用	267	229	233	226
管理费用	6805	6107	6129	5943
研发费用	1658	1514	1500	1460
财务费用	7441	6640	6858	6632
投资收益	1243	1200	1250	1300
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	14	0	0	0
资产减值损失	-1714	-1500	-1300	-1000
营业利润	18743	24221	25549	27190
营业外收支	-657	-292	-406	-410
利润总额	18086	23929	25143	26781
所得税	3977	5982	6286	6695
净利润	14110	17947	18857	20086
少数股东损益	3974	5025	5280	5624
归属母公司净利润	10135	12922	13577	14462
EPS (元)	0.65	0.82	0.86	0.92

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-3.5%	-4.8%	-1.2%	-3.3%
营业利润增长率	41.5%	29.2%	5.5%	6.4%
归母净利润增长率	20.0%	27.5%	5.1%	6.5%
盈利能力				
毛利率	15.1%	17.1%	17.9%	18.9%
归母净利率	4.1%	5.5%	5.9%	6.5%
ROE	7.4%	8.9%	8.8%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	65.4%	64.0%	63.2%	62.2%
流动比率	0.54	0.49	0.53	0.60
速动比率	0.40	0.36	0.40	0.47
营运能力				
资产周转率	0.44	0.39	0.38	0.35
每股资料 (元)				
每股收益	0.65	0.82	0.86	0.92
每股经营现金	3.22	3.54	4.04	4.39
估值比率 (倍)				
PE	11.4	8.9	8.5	8.0
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn