

公司研究 | 点评报告 | 华能国际（600011.SH）

火电经营持续改善，单季业绩展望优异

报告要点

三季度煤机上网电量同比降低 7.16%，燃机上网电量同比降低 0.30%。电价方面，三季度公司上网电价为 0.468 元/千瓦时，同比降低 0.024 元/千瓦时。成本方面，三季度秦港 Q5500 大卡煤价中枢同比降低 175.63 元/吨，若考虑电厂 20 天左右的库存周期燃料成本降幅环比或有所扩大，成本的显著回落将有效缓解量价下降的压力，预计三季度公司火电业绩表现延续改善。受限于偏弱资源以及电价下行压力，新能源业务或面临一定压力，但得益于煤电成本的显著改善，预计将带动公司三季度实现优异的业绩表现。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

华能国际 (600011.SH)

2025-10-17

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

火电经营持续改善，单季业绩展望优异

事件描述

公司发布 2025 年前三季度上网电量完成情况公告：2025 年第三季度公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成上网电量 1257.68 亿千瓦时，同比下降 3.67%；2025 年前三季度，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成上网电量 3314.51 亿千瓦时，同比下降 2.87%；2025 年前三季度公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 478.71 元/兆瓦时，同比下降 3.54%。

事件评论

- **火电量价延续承压，成本改善护航业绩。**三季度，受整体电力供需形势宽松、全国新能源装机保持较快增长等因素影响，公司煤机完成上网电量 999.95 亿千瓦时，同比降低 7.16%；燃气机组完成上网电量 87.76 亿千瓦时，同比降低 0.30%。电价方面，2025 年前三季度公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 0.479 元/千瓦时，同比降低 0.018 元/千瓦时，根据上网电量及上半年平均上网电价进行测算，三季度公司上网电价为 0.468 元/千瓦时，同比降低 0.024 元/千瓦时。整体来看，在电量、电价均同比下降的影响下，预计公司三季度火电业务营收延续承压。成本方面，虽然在多重因素制约煤炭产能以及“迎峰度夏”效应带动需求旺盛的共同影响下，三季度煤炭价格有所回暖，但同比仍保持较大降幅，三季度秦港 Q5500 大卡煤价中枢 672.46 元/吨，同比降低 175.63 元/吨，即使考虑长协煤价的平滑作用，公司成本端同比仍有显著降幅；若考虑电厂 20 天左右的库存周期，公司燃料成本降幅环比或有所扩大。**整体来看，成本的显著回落将有效缓解量价下降的压力，预计三季度公司火电业绩表现延续改善。**
- **绿电经营受限资源偏弱，火电助力业绩优异表现。**2025 年前三季度，公司新增风电装机 220.53 万千瓦，新增光伏装机 462.68 万千瓦，预计截至 2025 年 9 月末公司风电和光伏装机将分别达到 2031.43 万千瓦、2446.28 万千瓦。在新能源装机快速增长的拉动下，公司三季度风电完成上网电量 81.88 亿千瓦时，同比增长 2.99%，增速环比降低 11.33 个百分点，主因系公司机组所处区域风况偏弱影响；光伏完成上网电量 82.67 亿千瓦时，同比增长 45.41%，增速环比微降 2.65 个百分点。整体来看，**新增装机带动电量稳步增长的同时，也使得折旧等各项成本费用同比显著增加，且考虑新能源电价以及自然资源偏弱的共同影响，公司三季度新能源业务或面临一定压力。**境外业务方面，三季度公司全资拥有的新加坡大士能源有限公司发电量市场占有率为 17.81%，同比下降 0.79 个百分点，海外业务对公司的业绩贡献或略有下降。**整体来看，虽然新能源业务及境外业务对公司业绩贡献或有所承压，但得益于煤电成本的显著改善，预计将带动公司三季度实现优异的业绩表现。**
- **投资建议：**根据最新经营数据，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.84 元、0.91 元和 0.98 元，对应 PE 分别为 8.85 倍、8.13 倍和 7.53 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

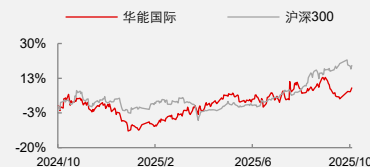
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.42
总股本(万股)	1,569,809
流通A股/B股(万股)	1,099,771/0
每股净资产(元)	3.95
近12月最高/最低价(元)	7.86/6.15

注：股价为 2025 年 10 月 15 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《火电龙头盈利释放弹性，单季业绩再创同期新高》2025-07-30
- 《成本优化对冲火电量价压力，绿电稳增长共同助力业绩改善》2025-07-17
- 《光伏量增缓解风电压力，火电护航单季业绩增长》2025-05-06



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险：若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	245551	237714	239749	241380	货币资金	19932	20296	21362	22421
营业成本	208363	195066	194625	194064	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	37188	42648	45124	47316	应收账款	47653	48753	51142	52115
%营业收入	15%	18%	19%	20%	存货	13444	10282	11343	10220
营业税金及附加	2009	2345	2365	2381	预付账款	4927	4613	4602	4589
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	10343	9751	9215	9928
销售费用	267	259	261	263	流动资产合计	96300	93695	97665	99272
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	24646	25646	26646	27646
管理费用	6805	7131	7192	7241	投资性房地产	592	592	592	592
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	328511	368018	407989	443635
研发费用	1658	1605	1619	1630	无形资产	18211	20680	23088	25434
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	11523	11523	11523	11523
财务费用	7441	6924	7289	7482	递延所得税资产	3256	2756	2256	1756
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他非流动资产	103804	103804	103804	103804
加：资产减值损失	-1714	-1750	-1750	-1750	资产总计	586843	626713	673562	713662
信用减值损失	14	0	0	0	短期贷款	61166	59166	62166	60166
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	16453	16783	16378	16687
投资收益	1243	1199	1319	1448	预收账款	0	0	0	0
营业利润	18743	24340	26445	28500	应付职工薪酬	1153	1079	1077	1074
%营业收入	8%	10%	11%	12%	应交税费	2235	2164	2182	2197
营业外收支	-657	-600	-600	-600	其他流动负债	97731	95261	94758	95028
利润总额	18086	23740	25845	27900	流动负债合计	178738	174453	176561	175152
%营业收入	7%	10%	11%	12%	长期借款	151828	180074	208065	231931
所得税费用	3977	5341	5815	6278	应付债券	37248	37248	37248	37248
净利润	14110	18398	20030	21623	递延所得税负债	1712	1712	1712	1712
归属于母公司所有者的净利润	10135	13155	14322	15460	其他非流动负债	14269	14269	14269	14269
少数股东损益	3974	5243	5709	6162	负债合计	383795	407756	437855	460312
EPS（元）	0.46	0.84	0.91	0.98	归属于母公司所有者权益	137415	148081	159122	170602
现金流量表（百万元）					少数股东权益	65633	70877	76585	82748
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	203048	218957	235707	253349
经营活动现金流净额	50530	56973	57910	67222	负债及股东权益	586843	626713	673562	713662
取得投资收益收回现金	462	1199	1319	1448	基本指标				
长期股权投资	-1960	-1000	-1000	-1000		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-63242	-71993	-75625	-74625	每股收益	0.46	0.84	0.91	0.98
其他	1145	0	0	0	每股经营现金流	3.22	3.63	3.69	4.28
投资活动现金流净额	-63597	-71794	-75306	-74176	市盈率	16.13	8.85	8.13	7.53
债券融资	9210	0	0	0	市净率	2.03	1.72	1.48	1.29
股权融资	26897	0	0	0	EV/EBITDA	7.52	6.87	6.74	6.52
银行贷款增加（减少）	-6587	26246	30991	21866	总资产收益率	1.7%	2.1%	2.1%	2.2%
筹资成本	-15934	-11061	-12529	-13853	净资产收益率	7.4%	8.9%	9.0%	9.1%
其他	1897	0	0	0	净利率	4.1%	5.5%	6.0%	6.4%
筹资活动现金流净额	15483	15185	18462	8013	资产负债率	65.4%	65.1%	65.0%	64.5%
现金净流量（不含汇率变动影响）	2417	364	1066	1059	总资产周转率	0.44	0.39	0.37	0.35

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。