

华能国际（600011.SH）

增持（维持）

煤电盈利水平持续提升，业绩超预期增长

华能国际发布 2025 年三季报，前三季度实现营业收入 1729.75 亿元，同比-6.19%；归母净利润 148.41 亿元，同比+42.52%。

□ **Q3 业绩超预期增长。**公司前三季度实现营业收入 1729.75 亿元，同比-6.19%，主要系发电量和电价同比下降；归母净利润 148.41 亿元，同比+42.52%，主要受益于燃料成本下行。其中，3Q25 实现营业收入 609.43 亿元，同比-7.09%；归母净利润 55.79 亿元，同比+88.54%。

□ **煤电电量下滑，度电盈利进一步增长。**前三季度，公司实现上网电量 3314.51 亿千瓦时，同比-2.87%。其中，3Q25 公司煤电上网电量 999.95 亿千瓦时，同比-7.16%，气电上网电量 87.76 亿千瓦时，同比-0.3%。分区域来看，云南、重庆、吉林、天津、湖南煤电电量降幅较大，分别同比下降 55.61%/28.36%/14.92%/14.84%/11.63%。公司前三季度平均上网电价为 478.71 元/兆瓦时，同比-3.54%，测算 Q3 上网电价为 467.98 元/兆瓦时，同比-5%，环比-3%。前三季度公司煤电板块实现利润总额 132.68 亿元，测算 Q3 煤电度电利润总额为 0.06 元/千瓦时，同比+0.036 元/千瓦时，环比+0.015 元/千瓦时。

□ **新能源电量维持高增速，光伏度电盈利环比改善。**Q3 公司风电、光伏分别实现上网电量 81.88 亿千瓦时、82.67 亿千瓦时，同比增长 2.99%、45.41%。测算 Q3 风电度电利润总额为 0.088 元/千瓦时，同比-0.059 元/千瓦时，环比-0.076 元/千瓦时；光伏度电利润总额 0.18 元/千瓦时，同比-0.029 元/千瓦时，环比+0.009 元/千瓦时。

□ **盈利水平明显修复，投资收益进一步支撑业绩增长。**前三季度公司实现毛利率 19.95%，同比+3.92pct；净利率为 11.24%，同比+3.99pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.11%/2.81%/0.55%/2.88%，同比+0.02pct/+0.31pct/-0.07pct/-0.36pct。随着带息负债资金成本同比下降，前三季度公司财务费用同比减少 16.5%至 49.75 亿元。公司实现投资收益 10.24 亿元，同比-6.01%。

□ **盈利预测与估值。**冷冬预期下，公司火电有望充分发挥保供作用，Q4 电量预计有所修复；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；Q3 公司新并网发电装机容量 230.81 万千瓦，有望进一步贡献业绩增长。考虑到煤价下行对于公司成本有较大优化，调增公司 2025-2027 年归母净利润预期至 143.13、150.76、158.76 亿元，分别同比增长 41%、5%、5%，当前股价对应 PE 分别为 8.5x、8.0x、7.6x，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

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	254397	245551	233287	237222	241498
同比增长	3%	-3%	-5%	2%	2%
营业利润(百万元)	13246	18743	22728	23850	25122
同比增长	-227%	42%	21%	5%	5%
归母净利润(百万元)	8446	10135	14313	15076	15876
同比增长	-214%	20%	41%	5%	5%

周期/环保及公用事业

目标估值：NA

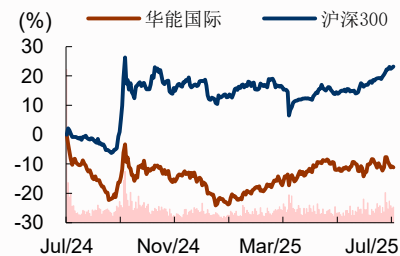
当前股价：7.73 元

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）	121.3
流通市值（十亿元）	85.0
每股净资产（MRQ）	9.4
ROE（TTM）	9.9
资产负债率	63.8%
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	8	12	10
相对表现	5	-12	-8



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华能国际（600011）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》2025-07-30
- 2、《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
- 3、《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

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.54	0.65	0.91	0.96	1.01
PE	14.4	12.0	8.5	8.0	7.6
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	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
流动资产	90744	96300	93267	91397	96246
现金	16850	19932	21056	18032	21638
交易性投资	59	256	256	256	256
应收票据	1314	420	399	406	413
应收款项	45826	47653	45273	46037	46867
其它应收款	3036	3502	3327	3383	3444
存货	11899	13444	12512	12680	12854
其他	11759	11092	10443	10603	10774
非流动资产	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
资产总计	541159	586843	599754	612610	631059
流动负债	163999	178738	177996	177733	182367
短期借款	57233	61166	103743	103089	107318
应付账款	22563	19175	17845	18085	18334
预收账款	3380	3529	3284	3328	3374
其他	80823	94869	53124	53231	53341
长期负债	205797	205057	205057	205057	205057
长期借款	162348	151828	151828	151828	151828
其他	43450	53229	53229	53229	53229
负债合计	369797	383795	383053	382789	387424
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积金	96127	96691	96691	96691	96691
留存收益	20314	25026	35101	44452	54297
少数股东权益	39224	65633	69211	72980	76949
归属于母公司所有者权益	132139	137415	147490	156840	166686
负债及权益合计	541159	586843	599754	612610	631059

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45497	50530	54430	53965	56147
净利润	9082	14110	17892	18845	19845
折旧摊销	24690	25265	29483	30700	31827
财务费用	9223	7898	7069	7188	7318
投资收益	(2797)	(1243)	(2005)	(2005)	(2005)
营运资金变动	3227	2947	1991	(764)	(839)
其它	2071	1554	0	0	0
投资活动现金流	(55226)	(63597)	(43422)	(43422)	(43422)
资本支出	(59380)	(63653)	(45427)	(45427)	(45427)
其他投资	4154	57	2005	2005	2005
筹资活动现金流	9417	15483	(9884)	(13568)	(9119)
借款变动	10648	16147	1424	(654)	4230
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)	(5725)	(6030)
其他	(18667)	1912	(7069)	(7188)	(7318)
现金净增加额	(312)	2417	1124	(3025)	3606

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
营业总收入	254397	245551	233287	237222	241498
营业成本	223575	208363	193917	196521	199220
营业税金及附加	1635	2009	1866	1898	1932
营业费用	238	267	257	237	241
管理费用	6448	6805	5879	5931	6037
研发费用	1533	1658	1576	1602	1631
财务费用	8868	7441	7069	7188	7318
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
营业利润	13246	18743	22728	23850	25122
营业外收入	571	554	636	707	684
营业外支出	815	1211	1000	1000	1000
利润总额	13002	18086	22365	23557	24806
所得税	3919	3977	4473	4711	4961
少数股东损益	637	3974	3578	3769	3969
归属于母公司净利润	8446	10135	14313	15076	15876

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	-3%	-5%	2%	2%
营业利润	-227%	42%	21%	5%	5%
归母净利润	-214%	20%	41%	5%	5%
获利能力					
毛利率	12.1%	15.1%	16.9%	17.2%	17.5%
净利率	3.3%	4.1%	6.1%	6.4%	6.6%
ROE	7.0%	7.5%	10.0%	9.9%	9.8%
ROIC	3.4%	4.5%	5.1%	5.2%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	68.3%	65.4%	63.9%	62.5%	61.4%
净负债比率	46.9%	43.3%	42.6%	41.6%	41.1%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
营运能力					
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	14.9	15.6	15.6
应收账款周转率	5.7	5.2	5.0	5.2	5.2
应付账款周转率	9.5	10.0	10.5	10.9	10.9
每股资料(元)					
EPS	0.54	0.65	0.91	0.96	1.01
每股经营净现金	2.90	3.22	3.47	3.44	3.58
每股净资产	8.42	8.75	9.40	9.99	10.62
每股股利	0.20	0.27	0.36	0.38	0.40
估值比率					
PE	14.4	12.0	8.5	8.0	7.6
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.9	10.8	9.3	8.9	8.6

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。