

公用事业

2025 年 10 月 29 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（上调）

市场数据：2025 年 10 月 28 日

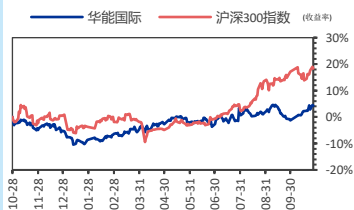
收盘价（元）	7.73
一年内最高/最低（元）	7.86/6.15
市净率	2.0
股息率（分红/股价）	3.49
流通 A 股市值（百万元）	85,012
上证指数/深证成指	3,988.22/13,430.10

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	4.26
资产负债率%	63.78
总股本/流通 A 股（百万）	15,698/10,998
流通 B 股/H 股（百万）	-/4,700

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

华能国际（600011）

——Q3 业绩超预期 煤价下跌大幅改善盈利能力

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 年前三季度，公司实现营业收入人民币 1729.75 亿元，同比下降 6.19%；归母净利润人民币 148.41 亿元，同比增长 40.70%。公司业绩超预期。
- **煤炭成本下降持续释放火电利润弹性。**根据公司披露的分部业绩，公司前三季度燃煤、气电上网电量分别为 2583.58、220.31 亿千瓦时，同比去年-7.10%、+4.23%。主要是风电和光伏装机容量持续增长，新能源电量同比增长，从而挤占煤机发电空间，煤机电量同比下降。但成本的大幅下降带来利润的弹性，前三季度公司境内煤电实现税前利润总额 132.68 亿元，较去年同期的 65.68 亿同比增加 102%。25 年前三季度煤电度电利润总额为 0.051 元，较去年度电利润总额 0.024 增加 117%。主要是火电成本端大幅改善，公司把握燃料价格下行窗口，科学统筹煤炭长协与现货采购，进一步降低燃料成本，火电盈利能力显著回升。
- **新能源装机量持续高增，风电利润由于风况不佳受制约。**2025 年前三季度，公司新增风电、光伏装机分别为 2205.25 兆瓦、4626.8 兆瓦，同比去年分别增加 50.28%、23.28%，公司正全力推进新能源建设和并网。尽管公司风电和光伏的装机同比增加，风电的电量同比增幅仅 8.90%，主要是风况不佳制约电量。光伏电量保持高速增长，25 年前三季度光伏电量同比增加 47.73%。25 年前三季度风电、光伏利润总额达 46.30、33.07 亿元，上年同期数据分别为 52.00、24.30 亿元，分别同比降低 11%、增加 36%。风况不佳制约风电利润增速，前三季度风电度电利润总额 0.158 元，同比下降 18.24%。光伏板块度电税前利润同比去年略有下滑 7.88%至 0.161 元。公司新能源项目大多分布在消纳能力较强、电价相对较高的区域。
- **容量电价稳定盈利预期，公司分红价值显著。**调整为两部制电价后，容量电价水平可以根据各地电力系统需要、煤电功能转型情况等实际因素合理确定并逐步调整，充分体现煤电等电源对电力系统的支撑调节价值，也有助于回收固定资本开支，稳定公司的盈利。公司 2024 年每股派发现金红利 0.27 元，对应 A 股股息率 3.49%、H 股股息 4.88%，预计随着容量电价政策的推进，公司盈利预期更加稳定，调节价值得到凸显。
- **盈利预测与估值：**考虑到公司煤炭价格下行利润弹性大、容量电价带来盈利稳定性增强，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 152.14、161.46、173.35 亿元（原值为 130.46、138.47、147.01 亿元），当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 8、8 和 7 倍。由于公司股息率较高，煤炭成本下行利润空间较大，公司相对行业估值较低，估值空间较大，上调公司评级为“买入”评级。

风险提示：电价下降风险，煤价波动风险，新能源消纳率下降

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	245,551	172,975	241,484	243,104	247,538
同比增长率（%）	-3.5	-6.2	-1.7	0.7	1.8
归母净利润（百万元）	10,135	14,841	15,214	16,146	17,335
同比增长率（%）	20.0	42.5	50.1	6.1	7.4
每股收益（元/股）	0.46	0.81	0.97	1.03	1.10
毛利率（%）	15.1	19.9	18.8	19.2	19.8
ROE（%）	7.4	10.1	10.1	10.3	10.7
市盈率	12		8	8	7

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	254,397	245,551	241,484	243,104	247,538
其中：营业收入	254,397	245,551	241,484	243,104	247,538
减：营业成本	223,575	208,363	195,995	196,543	198,515
减：税金及附加	1,635	2,009	1,975	1,989	2,025
主营业务利润	29,187	35,179	43,514	44,572	46,998
减：销售费用	238	267	263	265	269
减：管理费用	6,448	6,805	6,693	6,738	6,860
减：研发费用	1,533	1,658	1,631	1,642	1,672
减：财务费用	8,868	7,441	7,182	6,892	7,046
经营性利润	12,100	19,008	27,745	29,035	31,151
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-127	14	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-2,972	-1,714	-2,000	-2,000	-2,000
加：投资收益及其他	4,144	1,436	1,750	1,750	1,750
营业利润	13,246	18,743	27,496	28,787	30,900
加：营业外净收入	-244	-657	-500	-500	-500
利润总额	13,002	18,086	26,996	28,287	30,400
减：所得税	3,919	3,977	6,436	6,759	7,288
净利润	9,082	14,110	20,559	21,528	23,113
少数股东损益	637	3,974	5,345	5,382	5,778
归属于母公司所有者的净利润	8,446	10,135	15,214	16,146	17,335

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。