

华能国际（600011.SH）

成本下行释放火电弹性，业绩超预期，股息吸引力提升

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司实现营业收入 1729.75 亿元，同比下降 6.19%；归母净利润 148.41 亿元，同比增长 42.52%；扣非归母净利润 140.41 亿元，同比增长 39.83%。2025Q3 单季公司实现营业收入 609.43 亿元，同比减少 7.09%；归母净利润 55.79 亿元，同比增长 88.54%。我们认为业绩增长主要系燃料成本降低与新能源扩张带动。此外，三季度重庆珞璜发电以及沁北发电新增计提资产减值 3.65 亿元。

燃煤成本下降对冲量价压力，煤电盈利能力稳健提升。电量方面，2025Q3 单季煤机/燃机上网电量分别为 1000/188 亿千瓦时，分别同比-7.16%/-0.30%，与上半年公司煤电上网电量同比增长 10.6%相比，Q3 电量压力仍存在。主要系公司继续推进新能源转型，三季度公司下属华能聊城热电 5、6 号机组（2×140 兆瓦）与华能新华发电公司 5 号机组（200 兆瓦）关停，影响煤电与热电发电电量。电价方面，25 年前三季度上网电价平均 478.71 元/兆瓦时，同比-3.54%，环比-1.35%，电价仍然承压。**成本方面**，受益于成本煤价继续下降，对冲电价下降压力，Q3 单季度利润总额口径煤电实现度电利润 0.060 元，同比提升 0.036 元/度，环比提升 0.015 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，2025Q3 单季，风电/光伏分别新增装机 276.80/292.34 万千瓦；风电/光伏分别完成上网电量 82/83 亿度，分别同比+2.99%/+45.41%。2025 年 1-9 月整体，风电/光伏分别新增装机 2205.25/4626.80 万千瓦，分别完成上网电量 292/205 亿度，分别同比+8.90%/+47.73%。**利润方面**，Q3 单季，风电/光伏分别完成利润总额 7.20/14.84 亿元，实现度电利润 0.088/0.180 元，分别同比下滑 5.9/2.9 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。公司今年业绩表现持续超市场预期，预计后续低位煤价继续带动火电盈利能力提升，我们对公司盈利预测进行上调，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 150.12/159.33/162.57 亿元，对应 2025 年公司 A/H 股股息率分别为 6.19%/7.93%，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.96/1.01/1.04 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 8.1/7.6/7.5 倍，维持“买入”评级。

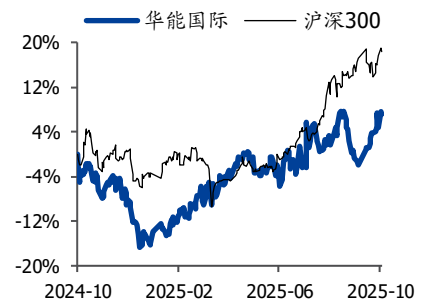
风险提示：装机速度不及预期；火电灵活性改造、绿电交易等行业政策推进不及预期；上游原材料涨价。

买入（维持）

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	7.73
总市值（百万元）	121,346.26
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）	71.78

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
分析师	张卓然
执业证书编号	S0680525080005
邮箱	zhangzhuoran@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号	S0680525080006
邮箱	luhao@gszq.com

相关研究

- 《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》 2025-07-30
- 《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

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	15,012	15,933	16,257
增长率 yoy（%）	214.3	20.0	48.1	6.1	2.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.54	0.65	0.96	1.01	1.04
净资产收益率（%）	6.4	7.4	10.2	10.2	9.8
P/E（倍）	14.4	12.0	8.1	7.6	7.5
P/B（倍）	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

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	91044	96067	102789
现金	16850	19932	17241	21296	28690
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	4997	4826	4852
存货	11899	13444	11809	12264	11892
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	609102	639555	667779
流动负债	163999	178738	171874	175752	175970
短期借款	57233	61166	58971	59840	59177
应付票据及应付账款	22563	19175	19350	18734	18810
其他流动负债	84204	98397	93553	97178	97982
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	390541	406127	418571
少数股东权益	39224	65633	71519	77117	83439
股本	15698	15698	15698	15698	15698
资本公积	16501	16520	16520	16520	16520
留存收益	20424	24796	33691	42960	52419
归属母公司股东权益	132139	137415	147042	156312	165770
负债和股东权益	541159	586843	609102	639555	667779

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	61668	68706	72742
净利润	9082	14110	20898	21530	22579
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	-610	2041	1552
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	-4714	-3585	-5239
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	-15264	-16162	-16803
现金净增加额	-366	2450	-2691	4055	7395

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	200576	198775	197256
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	9286	9692
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	28716	28893	30626
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	28265	28339	30124
所得税	3919	3977	7368	6809	7545
净利润	9082	14110	20898	21530	22579
少数股东损益	637	3974	5886	5598	6322
归属母公司净利润	8446	10135	15012	15933	16257
EBITDA	47279	52488	68486	72326	77725
EPS (元/股)	0.54	0.65	0.96	1.01	1.04

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	53.2	0.6	6.0
归属母公司净利润(%)	214.3	20.0	48.1	6.1	2.0
获利能力					
毛利率(%)	12.1	15.1	19.2	19.8	20.5
净利率(%)	3.3	4.1	6.0	6.4	6.6
ROE(%)	6.4	7.4	10.2	10.2	9.8
	3.4	4.1	5.2	5.2	5.1
资产负债率(%)	68.3	65.4	64.1	63.5	62.7
净负债比率(%)	158.3	137.0	132.6	127.8	121.4
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
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	12.2	12.2	12.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.65	0.96	1.01	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	2.90	3.22	3.93	4.38	4.63
每股净资产(最新摊薄)	8.42	8.75	9.37	9.96	10.56
估值比率					
P/E	14.4	12.0	8.1	7.6	7.5
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	7.3	6.0	5.8	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 28 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