

2025 年 10 月 30 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 29 日
收盘价（元）	8.26
一年内最高/最低（元）	8.34/6.15
总市值（百万元）	129,666.25
流通市值（百万元）	129,666.25
总股本（百万股）	15,698.09
资产负债率（%）	63.78
每股净资产（元/股）	4.26

资料来源：聚源数据

华能国际(600011.SH)

——三季度业绩超预期 关注港股股息率

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年三季报**，前三季度实现营收 1730 亿元，同比下降 6.2%；实现归属于母公司股东的净利润 148.41 亿元，同比增长 42.52%；单三季度实现归属于母公司股东的净利润 55.79 亿元，同比增长 88.54%，**三季度业绩超出市场预期。**
- **煤价下降释放业绩弹性，单三季度业绩大幅增长。**根据公告，公司营收下滑主要系电量及平均上网电价下降影响，利润增长主要系燃料成本同比下滑。分板块看，单三季度燃煤、燃机、风电、光伏分别实现利润总额 59.58、1.31、7.2、14.84 亿元，分别同比变动+130%、-54%、-38%、+25%。公司单三季度增量利润主要由煤电贡献，结合行业情况，预计煤电利润增长主要受益于煤价下滑，光伏利润增长预计主要受益于装机增长。
- 值得注意的是，公司在三季度对部分资产计提减值，合计影响单三季度利润总额 3.67 亿元。根据公司三季度经营公告，今年前三季度累计新增装机 10295 兆瓦，其中火电、风电、光伏分别为 3463、2205、4627 兆瓦，截至 9 月底，公司控股装机达到 154820 兆瓦。
- **煤电度电利润约 6 分/千瓦时，资产负债表持续优化。**根据公司披露的煤电上网电量与税前利润数据，测算可知公司 2025 年单一季度、单二季度、单三季度煤电度电税前利润分别为 4.8、4.4、6.0 分/千瓦时，分别较去年同期变动+1.7、+2.9、+2.9 分/千瓦时，单三季度煤电度电利润创近年新高。其他财务数据方面，公司前三季度财务费用 49.75 亿元，较去年同期下降约 10 亿元，三季度末资产负债率 63.78%，较上年底下降 1.62 个百分点。截至今年 9 月底应收账款 467 亿元，较今年 6 月底应收账款减少 24 亿元，预计主要系三季度可再生能源补贴发放。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 154、157、159 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10/10/10 倍(需扣除永续债利息约 29 亿)，假设 60% 的分红比例（扣除永续债利息后），当前股价对应 **A 股股息率 5.8%，对应 H 股股息率 8.8%**，维持“买入”评级。
- **风险提示：煤价大幅上行，电价政策出现不利调整，用电需求波动。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	254,397	245,551	238,673	236,642	236,834
同比增长率（%）	3.11%	-3.48%	-2.80%	-0.85%	0.08%
归母净利润（百万元）	8,446	10,135	15,444	15,672	15,927
同比增长率（%）	214.33%	20.01%	52.38%	1.47%	1.63%
每股收益（元/股）	0.54	0.65	0.98	1.00	1.01
ROE（%）	6.39%	7.38%	10.64%	10.24%	9.90%
市盈率（P/E）	15.35	12.79	8.40	8.27	8.14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,932	11,063	10,291	10,596
应收票据及账款	48,121	44,124	43,748	43,784
预付账款	4,927	5,559	5,512	5,516
其他应收款	3,502	2,965	2,940	2,943
存货	13,444	10,984	10,874	10,845
其他流动资产	6,373	5,597	5,551	5,555
流动资产总计	96,300	80,292	78,916	79,238
长期股权投资	24,646	25,646	26,646	27,646
固定资产	338,544	337,973	347,458	366,603
在建工程	71,844	79,475	76,773	62,738
无形资产	18,211	17,672	17,133	16,594
长期待摊费用	325	284	244	203
其他非流动资产	36,973	37,817	37,792	37,768
非流动资产合计	490,543	498,868	506,046	511,552
资产总计	586,843	579,159	584,962	590,791
短期借款	61,166	63,166	55,166	46,166
应付票据及账款	19,175	18,955	18,764	18,714
其他流动负债	98,397	72,246	71,529	71,436
流动负债合计	178,738	154,366	145,459	136,315
长期借款	195,760	199,300	200,950	202,650
其他非流动负债	9,297	9,297	9,297	9,297
非流动负债合计	205,057	208,597	210,247	211,947
负债合计	383,795	362,963	355,706	348,262
股本	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	16,520	16,520	16,520	16,520
留存收益	105,197	112,919	120,755	128,718
归属母公司权益	137,415	145,137	152,973	160,936
少数股东权益	65,633	71,059	76,283	81,592
股东权益合计	203,048	216,196	229,256	242,529
负债和股东权益合计	586,843	579,159	584,962	590,791

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	14,110	20,091	20,116	20,456
折旧与摊销	25,850	26,544	27,821	29,494
财务费用	7,441	6,551	6,541	6,327
投资损失	-1,243	-1,000	-1,000	-1,000
营运资金变动	18	-19,233	-303	-161
其他经营现金流	4,329	132	1,000	1,000
经营性现金净流量	50,504	33,084	54,175	56,115
投资性现金净流量	-63,597	-33,220	-34,220	-34,220
筹资性现金净流量	15,483	-8,734	-20,727	-21,590
现金流量净额	2,424	-8,869	-772	305

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	245,551	238,673	236,642	236,834
营业成本	208,363	192,884	190,946	190,431
税金及附加	2,009	2,387	2,366	2,368
销售费用	267	358	355	355
管理费用	6,805	7,160	7,099	7,579
研发费用	1,658	1,909	1,893	1,895
财务费用	7,441	6,551	6,541	6,327
资产减值损失	-1,714	-1,666	-1,652	-1,653
信用减值损失	14	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,243	1,000	1,000	1,000
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	193	700	700	700
营业利润	18,743	27,457	27,489	27,926
营业外收入	554	500	501	502
营业外支出	1,211	1,200	1,201	1,202
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	18,086	26,757	26,789	27,226
所得税	3,977	5,887	5,894	5,990
净利润	14,110	20,871	20,896	21,236
少数股东损益	3,974	5,426	5,224	5,309
归属母公司股东净利润	10,135	15,444	15,672	15,927
EPS(元)	0.65	0.98	1.00	1.01

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-3.48%	-2.80%	-0.85%	0.08%
营业利润增长率	41.51%	46.49%	0.12%	1.59%
归母净利润增长率	20.01%	52.38%	1.47%	1.63%
经营现金流增长率	11.07%	-34.49%	63.75%	3.58%
盈利能力				
毛利率	15.14%	19.18%	19.31%	19.59%
净利率	5.75%	8.74%	8.83%	8.97%
ROE	7.38%	10.64%	10.24%	9.90%
ROA	1.73%	2.67%	2.68%	2.70%
估值倍数				
P/E	12.79	8.40	8.27	8.14
P/S	0.53	0.54	0.55	0.55
P/B	2.27	2.00	1.78	1.61
股息率	2.29%	5.96%	6.04%	6.14%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。