

公司研究 | 点评报告 | 华能国际 (600011.SH)

单季经营略有转弱，全年业绩展望优异

报告要点

2025 年全年公司上网电量同比下降 3.39%，降幅较前三季度扩大 0.52 个百分点；四季度公司上网电量同比下降 5.00%。电价方面，2025 年全年公司中国境内平均上网结算电价为 0.477 元/千瓦时，同比降低 0.017 元/千瓦时，据此测算四季度公司上网电价为 0.472 元/千瓦时，同比降低 0.016 元/千瓦时。整体来看，在电量、电价均同比下降的影响下，预计公司四季度电力主营业务营收延续承压。综合考虑电量降幅扩大、煤价中枢环比抬升等因素，四季度公司经营表现或面临一定压力，但得益于前三季度业绩的优异表现，公司全年业绩依然展望优异。

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



张子淳

单季经营略有转弱，全年业绩展望优异

事件描述

公司发布 2025 年全年上网电量完成情况公告：2025 年全年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成上网电量 4375.63 亿千瓦时，同比下降 3.39%；2025 年全年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 477.08 元/兆瓦时，同比下降 3.48%。

事件评论

- 电力主业量价双弱，营收预计延续承压。**2025 年全年，公司中国境内各运行电厂累计完成上网电量 4375.63 亿千瓦时，同比下降 3.39%，降幅较前三季度扩大 0.52 个百分点；其中第四季度公司中国境内各运行电厂完成上网电量 1061.12 亿千瓦时，同比下降 5.00%。具体来看，受电力供需形势偏宽松以及新能源挤压出力空间的共同影响，四季度公司煤机完成上网电量 818.01 亿千瓦时，同比降低 10.28%，系公司四季度及全年上网电量降幅略有扩大的主要原因；燃机完成上网电量 68.99 亿千瓦时，同比提升 18.48%；风电完成上网电量 116.46 亿千瓦时，同比增长 15.06%；光伏完成上网电量 53.71 亿千瓦时，同比增长 26.57%；水电完成上网电量 1.91 亿千瓦时，同比增长 61.50%。电价方面，2025 年全年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 0.477 元/千瓦时，同比降低 0.017 元/千瓦时，根据上网电量及前三季度平均上网电价进行测算，四季度公司上网电价为 0.472 元/千瓦时，同比降低 0.016 元/千瓦时，与全年电价降幅基本保持一致。**整体来看，在电量、电价均同比下降的影响下，预计公司四季度电力主业营收延续承压。**
- 燃料成本降幅边际收窄，全年业绩仍展望优异。**成本方面，四季度煤炭价格有所回暖，但同比仍保持一定降幅，四季度秦港 Q5500 大卡煤价中枢 765.44 元/吨，同比降低 57.15 元/吨，一定程度缓解营收压力，但整体来看四季度煤价降幅环比收窄 118.47 元/吨，公司四季度燃料成本改善幅度预计也将明显收窄。**综合考虑四季度上网电量降幅扩大、煤价中枢环比抬升等因素，四季度公司经营表现或面临一定压力，但得益于前三季度业绩的优异表现，公司全年业绩依然展望优异。**
- 绿电规模扩张边际放缓，电网规划大额投资改善消纳。**2025 年，公司新增风电装机 237.8 万千瓦，新增光伏装机 535.3 万千瓦；据此计算，公司下半年仅新增风电装机 44.96 万千瓦，新增光伏装机 101.85 万千瓦，下半年公司新能源装机扩张节奏明显放缓。此外，国家电网 1 月 15 日宣布，“十五五”期间公司固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%，明确“进一步巩固‘西电东送、北电南供’能源输送网络；加快特高压直流外送通道建设，推动跨区跨省输电能力较‘十四五’末提升超过 30%”，预计将为新能源消纳形势改善提供有力支撑，同时随着装机规模进入理性扩张的新周期，新能源电价及经营压力有望边际缓解。
- 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 0.93 元、0.80 元和 0.88 元，对应 PE 分别为 8.00 倍、9.32 倍和 8.49 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。

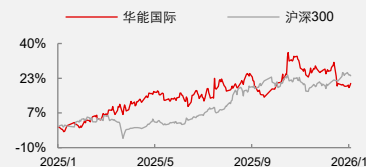
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.46
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)	4.26
近12月最高/最低价(元)	8.49/6.18

注：股价为 2026 年 1 月 16 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《火电经营释放向上弹性，单季扣非创历史新高》
 2025-10-30
- 《火电经营持续改善，单季业绩展望优异》2025-10-17
- 《火电龙头盈利释放弹性，单季业绩再创同期新高》2025-07-30



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。

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情形范围内，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。