



华能国际 (60011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25年业绩同比+42%，AH股息价值凸显

业绩简评

2026年3月24日晚间公司披露2025年报，全年实现营收2293亿元，同比-6.6%；实现归母净利润144亿元，同比+42%，其中Q1-4分别为49.7、42.9、55.8、-4.3亿元。2025年计提资产减值20.17亿元（Q4新增计提14亿元）、信用减值准备1.11亿元；减值涉及广东汕头煤电、湖南岳阳煤电、山东泗水新能源等。

经营分析

境内电厂分板块税前利润来看：煤电133亿元（同比+86%）、度电税前利润达0.039元（同比+0.02元）；气电12.7亿元（同比+17%）；风电56亿元（同比-17%）、度电利润0.137元（同比-0.046元、降幅25%）；光伏29亿元（同比+6%）、度电利润0.111元（同比-0.039元、降幅26%）。总体而言煤电改善突出，新能源显著承压。

25年自由现金流转正，26年资本开支规划621亿元。2025年公司经营现金流净额达672亿元（同比+33%），投资现金流净流出573亿元，自由现金流达99亿元（上年同期为-133亿元）。2025年完成资本开支567亿元（新增风电/光伏为2.4/5.4GW）、占年初规划值694亿元的82%，为风电不及预期影响；2026年规划资本开支621亿元，其中风电305亿元、光伏72亿元、火电117亿元。

全年新增装机11.92GW，清洁能源装机比例超40%。2025年公司新增投产火电4.19GW，风电2.38GW，光伏5.35GW；截至2025年末公司在运装机达155.87GW，低碳清洁能源占比为41.01%，其中气电17.70GW（占11.4%），风电20.62GW（占13.2%），光伏25.07GW（占16.1%）。2025年完成上网电量4376亿千瓦时，同比-3.39%。

分红总额持续提升，港股股息率超7%。2025年度公司拟每股现金分红0.4元（税前），分红总额63亿元、占剔除永续债利息后可分配利润的54%（上年同期为58%，2025年末公司永续债余额775亿元、较2024年末下降26亿元），对应当前H股股息率达7.5%、A股达5.3%，股息价值凸显。

盈利预测、估值与评级

2025年3月公司发布市值管理公告至今，A/H股最大上涨35%/68%，期间最大回撤为20%/21%。考虑到26年内电价下降，我们调整公司2026-2028年归母净利润预测至121/131/141亿元，剔除永续债利息后的EPS为0.60/0.66/0.73元；公司股票现价对应A股PE估值为9.7/9.0/8.3倍，维持“买入”评级。

风险提示

煤价持续上行风险；发电利用小时、上网电价不及预期风险。

公用事业与环保组

分析师：姜涛（执业S1130525120007）

jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：许子怡（执业S1130526030003）

xuziyi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.49元

相关报告：

1. 《华能国际公司点评：燃料降本、绿电装机共驱业绩增长》，2025.7.30



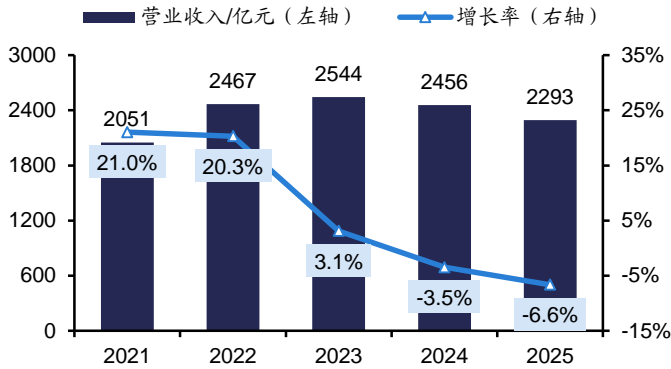
公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	245,551	229,288	222,706	223,727	224,249
营业收入增长率	-3.48%	-6.62%	-2.87%	0.46%	0.23%
归母净利润(百万元)	10,135	14,410	12,146	13,122	14,096
归母净利润增长率	20.01%	42.17%	-15.71%	8.04%	7.42%
摊薄每股收益(元)	0.646	0.918	0.774	0.836	0.898
每股经营性现金流净额	3.22	4.28	3.42	3.88	3.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.38%	10.11%	8.17%	8.38%	8.54%
P/E	10.49	8.13	9.68	8.96	8.34
P/B	0.77	0.82	0.79	0.75	0.71

来源：公司年报、国金证券研究所

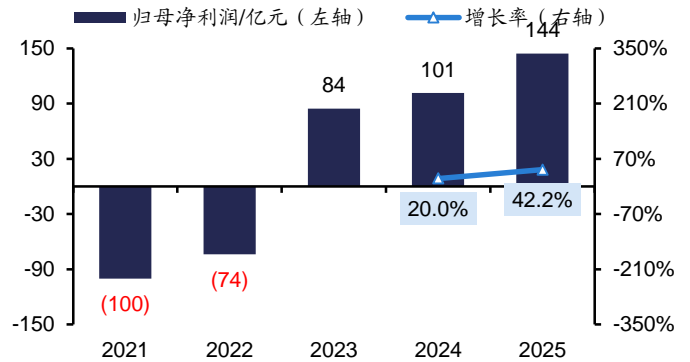


图表1: 2025 年公司营收同比下降 6.6%



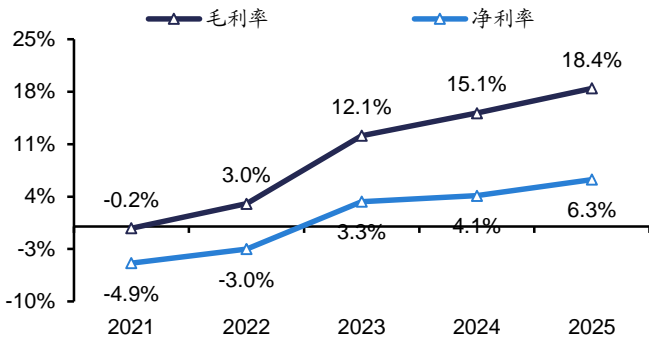
来源: iFind, 国金证券研究所

图表2: 2025 年公司归母净利润同比增长 42%



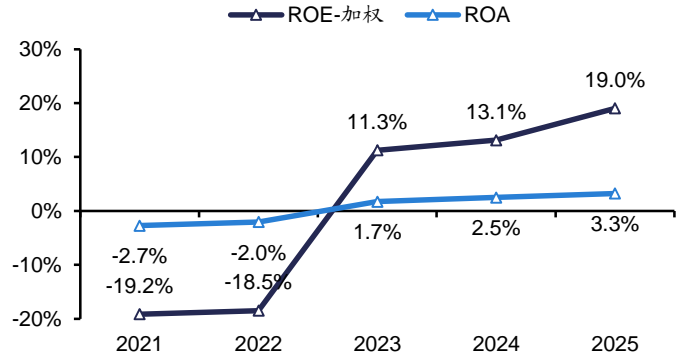
来源: iFind, 国金证券研究所

图表3: 2025 年公司净利率提升至 18.4%



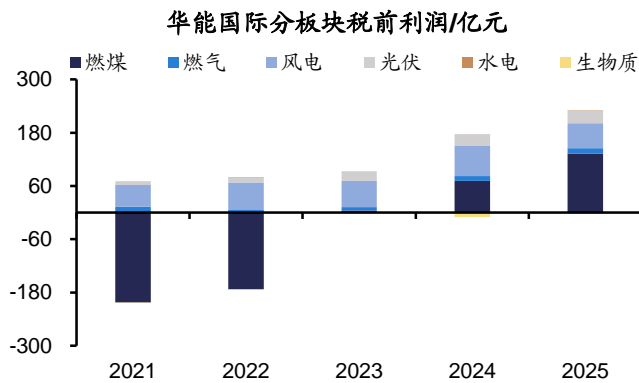
来源: iFind, 国金证券研究所

图表4: 2025 年公司加权 ROE 达 19%



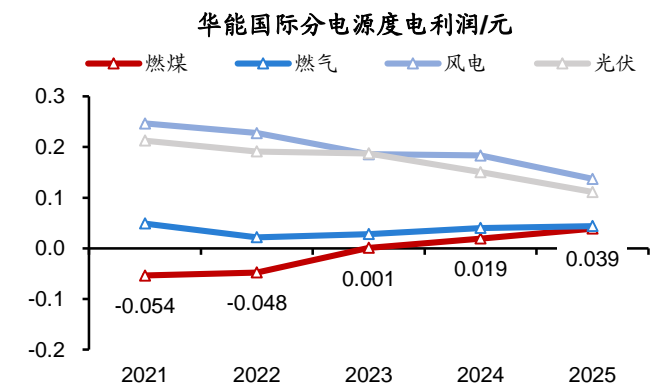
来源: iFind, 国金证券研究所

图表5: 2025 年公司煤电板块利润大幅提升



来源: iFind, 国金证券研究所

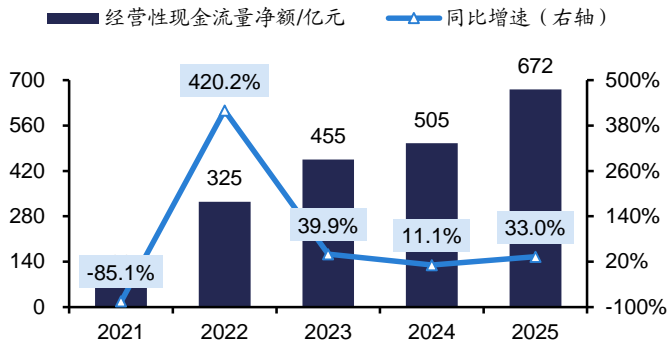
图表6: 2025 年公司煤电税前度电利润近 4 分



来源: iFind, 国金证券研究所

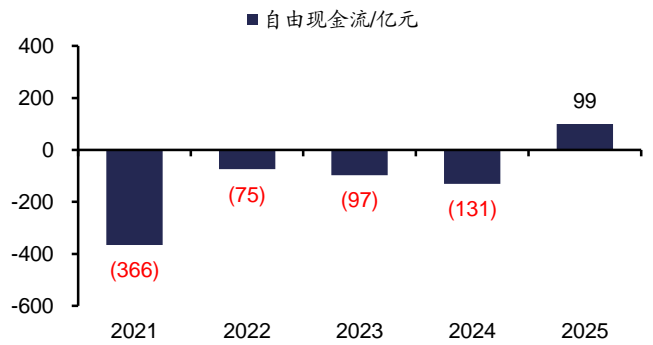


图表7: 2025 年公司经营现金流同比大幅改善



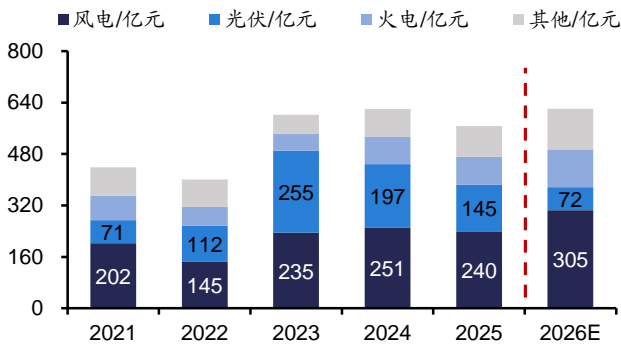
来源: iFind, 国金证券研究所

图表8: 2025 年公司自由现金流回正



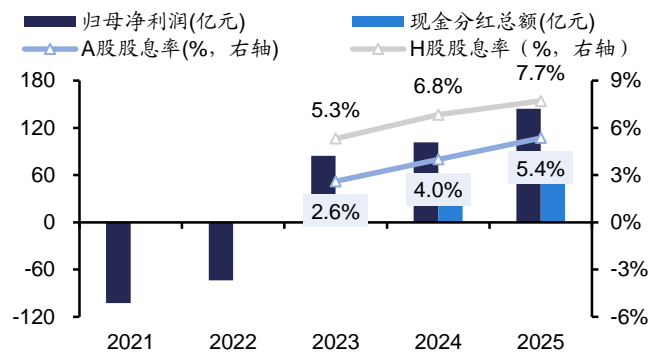
来源: iFind, 国金证券研究所

图表9: 2025 年公司规划资本开支 621 亿元



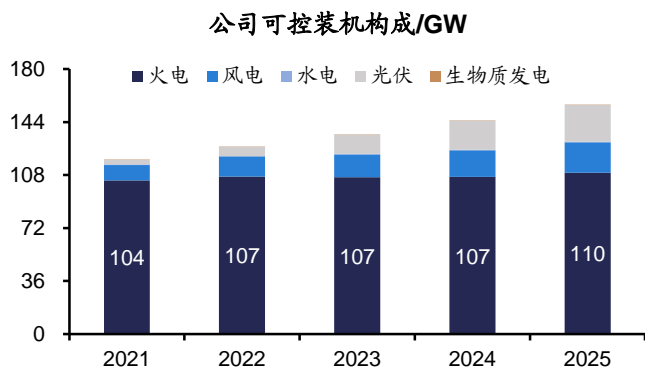
来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 近年公司分红总额持续提升



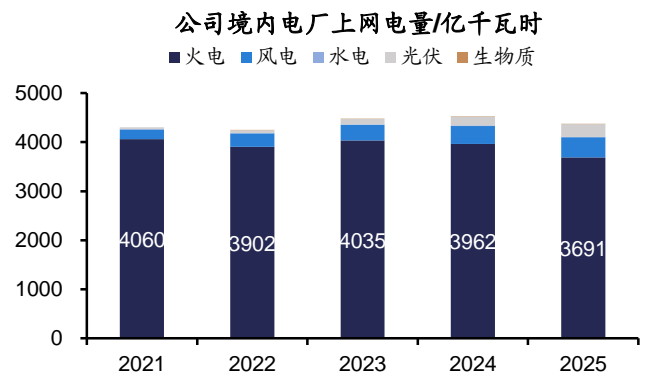
来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 2025 年末公司可控装机容量达 156GW



来源: iFind, 国金证券研究所

图表12: 2025 年公司完成上网电量 4376 亿千瓦时



来源: iFind, 国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	254,397	245,551	229,288	222,706	223,727	224,249
增长率		-3.5%	-6.6%	-2.9%	0.5%	0.2%
主营业务成本	-223,575	-208,363	-186,991	-185,425	-185,554	-184,482
%销售收入	87.9%	84.9%	81.6%	83.3%	82.9%	82.3%
毛利	30,822	37,188	42,297	37,282	38,174	39,767
%销售收入	12.1%	15.1%	18.4%	16.7%	17.1%	17.7%
营业税金及附加	-1,635	-2,009	-2,759	-2,227	-2,237	-2,242
%销售收入	0.6%	0.8%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-238	-267	-315	-223	-224	-224
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-6,448	-6,805	-7,103	-6,681	-6,712	-6,727
%销售收入	2.5%	2.8%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-1,533	-1,658	-1,920	-1,336	-1,342	-1,345
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	20,968	26,448	30,200	26,815	27,658	29,227
%销售收入	8.2%	10.8%	13.2%	12.0%	12.4%	13.0%
财务费用	-8,868	-7,441	-6,754	-8,831	-8,502	-8,810
%销售收入	3.5%	3.0%	2.9%	4.0%	3.8%	3.9%
资产减值损失	-3,099	-1,700	-2,128	-1,000	-650	-400
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0
投资收益	2,797	1,243	1,141	1,073	1,062	1,073
%税前利润	21.5%	6.9%	4.8%	5.6%	5.2%	4.9%
营业利润	13,246	18,743	23,803	19,005	20,517	22,039
营业利润率	5.2%	7.6%	10.4%	8.5%	9.2%	9.8%
营业外收支	-244	-657	-159	0	0	0
税前利润	13,002	18,086	23,644	19,005	20,517	22,039
利润率	5.1%	7.4%	10.3%	8.5%	9.2%	9.8%
所得税	-3,919	-3,977	-4,139	-3,231	-3,693	-3,967
所得税率	30.1%	22.0%	17.5%	17.0%	18.0%	18.0%
净利润	9,082	14,110	19,505	15,774	16,824	18,072
少数股东损益	637	3,974	5,096	3,628	3,701	3,976
归属于母公司的净利润	8,446	10,135	14,410	12,146	13,122	14,096
净利率	3.3%	4.1%	6.3%	5.5%	5.9%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	9,082	14,110	19,505	15,774	16,824	18,072
少数股东损益	637	3,974	5,096	3,628	3,701	3,976
非现金支出	28,230	27,576	29,662	29,067	30,284	31,415
非经营收益	8,812	8,794	6,443	6,865	7,563	7,386
营运资金变动	-627	50	11,603	1,973	6,186	805
经营活动现金净流	45,497	50,530	67,213	53,679	60,857	57,678
资本开支	-59,218	-63,242	-57,550	-55,258	-54,653	-52,208
投资	788	-1,133	-361	-500	-500	-500
其他	3,204	779	619	573	2,062	2,073
投资活动现金净流	-55,226	-63,597	-57,292	-55,185	-53,091	-50,635
股权募资	55,664	26,897	25,720	0	0	0
债权募资	-14,269	10,452	9,327	6,840	7,215	7,974
其他	-14,978	-20,365	-18,543	-14,692	-13,486	-14,198
筹资活动现金净流	26,417	16,983	16,504	-7,852	-6,271	-6,224
现金净流量	16,634	3,950	26,444	-9,358	1,495	819

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	16,850	19,932	19,456	8,589	8,540	8,431
应收款项	50,176	51,575	50,705	40,551	37,366	37,145
存货	11,899	13,444	11,004	11,176	10,167	10,109
其他流动资产	11,819	11,348	10,305	10,424	9,895	9,879
流动资产	90,744	96,300	91,469	70,740	65,968	65,564
%总资产	16.8%	16.4%	15.0%	11.4%	10.3%	10.0%
长期投资	31,975	32,943	32,492	33,492	32,992	32,492
固定资产	365,658	400,394	425,082	432,224	435,438	435,803
%总资产	67.6%	68.2%	69.5%	69.8%	68.3%	66.3%
无形资产	27,635	30,060	32,438	54,024	75,283	96,221
非流动资产	450,415	490,543	520,320	548,304	571,891	592,203
%总资产	83.2%	83.6%	85.0%	88.6%	89.7%	90.0%
资产总计	541,159	586,843	611,790	619,044	637,860	657,767
短期借款	91,500	102,318	93,913	103,870	114,093	125,086
应付账款	58,674	60,533	60,075	55,195	56,765	56,449
其他流动负债	13,826	15,887	20,793	17,932	17,801	18,622
流动负债	163,999	178,738	174,781	176,997	188,658	200,157
长期贷款	162,348	151,828	157,067	155,567	154,567	153,567
其他长期负债	43,450	53,229	67,424	64,078	60,621	57,655
负债	369,797	383,795	399,272	396,642	403,845	411,379
普通股股东权益	132,139	137,415	142,469	148,725	156,636	165,034
其中：股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
未分配利润	12,238	16,609	24,007	31,430	39,341	47,739
少数股东权益	39,224	65,633	70,049	73,677	77,379	81,354
负债股东权益合计	541,159	586,843	611,790	619,044	637,860	657,767

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.538	0.646	0.918	0.774	0.836	0.898
每股净资产	8.417	8.754	9.076	9.474	9.978	10.513
每股经营现金净流	2.898	3.219	4.282	3.419	3.877	3.674
每股股利	0.200	0.270	0.000	0.301	0.332	0.363
回报率						
净资产收益率	6.39%	7.38%	10.11%	8.17%	8.38%	8.54%
总资产收益率	1.56%	1.73%	2.36%	1.96%	2.06%	2.14%
投入资本收益率	3.22%	4.16%	4.84%	4.18%	4.12%	4.20%
增长率						
主营业务收入增长率	3.11%	-3.48%	-6.62%	-2.87%	0.46%	0.23%
EBIT 增长率	N/A	26.13%	14.19%	-11.21%	3.15%	5.67%
净利润增长率	-214.33%	20.01%	42.17%	-15.71%	8.04%	7.42%
总资产增长率	7.67%	8.44%	4.25%	1.19%	3.04%	3.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.5	69.5	74.7	60.0	55.0	55.0
存货周转天数	20.1	22.2	23.9	22.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	32.8	31.1	33.0	32.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	441.7	488.3	569.8	591.8	588.9	585.5
偿债能力						
净负债/股东权益	154.63%	133.57%	132.45%	134.57%	131.00%	127.71%
EBIT 利息保障倍数	2.4	3.6	4.5	3.0	3.3	3.3
资产负债率	68.33%	65.40%	65.26%	64.07%	63.31%	62.54%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	16	25	35	68
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.11	1.06	1.04	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究