

华能国际（600011.SH）

公司报告 | 首次评级报告

任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2026年1月20日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	7.54
总市值	1183.64亿
PE-TTM	8.13
PB-MRQ	1.77

估值结果

价值	1771亿
DDM估值 上行空间	50%
状态	偏低估
价值	1717亿
动态估值 上行空间	45%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司为华能集团旗下上市平台，同时也是我国最大的上市发电公司，目前公司电源装机以火电为主，煤电发电量占比较大，同时公司积极发展风光新能源发电业务。

公司成长空间中等，在我国能源转型背景下，公司现有的火电业务未来成长空间有限，但公司近几年积极布局风光发电业务，未来成长空间较大。公司整体盈利趋势相对平稳，主要系随着煤价下滑，公司火电业务存在改善趋势，但随着未来新能源发电全部市场化，公司风光业务盈利能力有所承压。公司产业格局较好，不管我国火电行业还是风光发电行业基本由五大发电集团开发经营，公司背靠华能集团，不管是火电还是新能发电装机规模均处于市场前列，市占率相对稳定。公司护城河较深，主要系公司控股发电资产遍布全国十二个省、市，且公司央企背景为公司提供获取融资或项目资源优势，但燃煤发电未来存在被替代风险。

基于我们对于公司火电装机规模整体保持平稳，煤价中枢下移，公司火电盈利小幅提升，风光装机量保持较快增速，但盈利能力小幅下滑的合理假设下，公司现在处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

2025年由于我国电力供给偏松，公司火电发电量和上网电价均存在下滑，且2025年下半年开始煤价反弹明显，压制市场对于公司火电业绩改善预期；其次随着风光新能源发电全部市场化，市场对公司风光发电盈利能力存在担忧，但我们认为短期的煤价波动不改公司火电盈利向好预期，其次风光上网电价下滑对公司盈利存在负面影响，但市场已经完全反应，对于风光发电业务，我们认为未来盈利依旧相对稳健。

风险提示

若动力煤价格大幅上涨，火电业务盈利改善低于预期风险；若国家燃煤上网电价政策变化，导致公司上网电价下滑风险；公司风光发电业务推进不及预期，装机量低于预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

华能国际是全国性大型电力企业，主要业务是在国内外开发、建设和运营燃煤、燃气发电厂、新能源发电项目及配套港口、航运、增量配电网等设施，为社会提供电力、热力及综合能源服务。公司中国境内电厂广泛分布在26个省、自治区和直辖市，在新加坡全资拥有一家营运电力公司，在巴基斯坦投资一家营运电力公司。

2. 业务介绍

对于华能国际公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

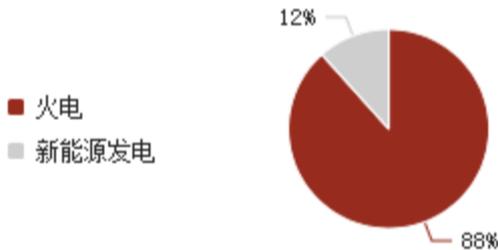
火电：

火电主要包括燃煤发电和燃气发电。截至2025年6月，公司可控装机容量15,299.2万千瓦，其中煤电9,314.2万千瓦，占比60.9%；气电1,523.2万千瓦，占比10.0%。考虑到公司海外业务占比不大，我们对该业务的市场界定为国内火电业务。

新能源发电：

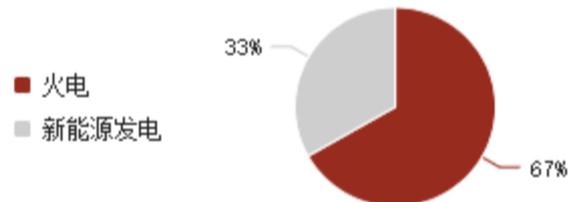
新能源发电主要包括风电和光伏发电。截至2025年6月，公司可控装机容量15,299.2万千瓦，其中风电2,003.8万千瓦（含海上风电588万千瓦），占比13.1%；太阳能2,405万千瓦，占比15.7%。我们对该业务的市场界定为国内风光新能源发电业务。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型重资产行业，不管是火电还是风光发电，商业模式均属于B0建设运营模式，因此在前期电站建设需要进行大额资本投入，通过后期运营产生现金流实现投资回报。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司具有明显的重资产特征，截至2024年末，公司固定资产为3285亿元，在建工程为718亿元，整体资产周转率较低，主要系发电行业属于典型的重资产行业，因此公司资产强度高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度低，主要系公司和下游电网深度绑定，公司不需要支出大额销售费用，2024年公司销售费用率仅为0.11%，处于市场较低水平。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度中等，主要系2024年公司前五名客户销售额969.6亿元，占年度销售总额39.49%，处于市场中游水平，主要系公司发电业务布局全国26个省及海外（新加坡、巴基斯坦），客户相比其他电力企业相对分散。

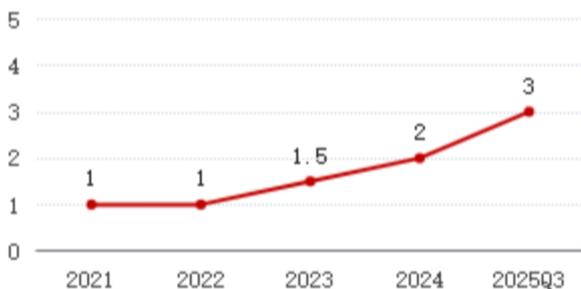
4. 历史经营绩效

过去几年受煤价下跌利好影响，公司整体盈利能力、成长能力持续提升，且公司控制力和股东回报星级也有所走高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



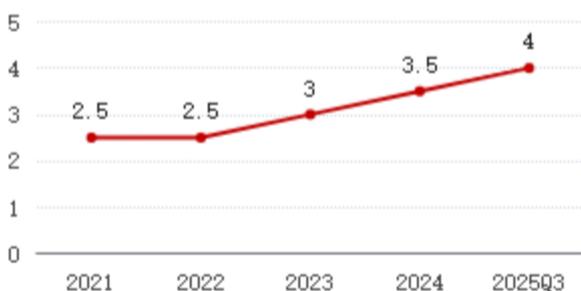
数据来源：公司财报，壹评级

近几年公司整体盈利能力星级持续提升，主要系2023年以来动力煤价格中枢下移，公司燃料成本下降，公司业绩扭亏为盈，但公司盈利能力依旧处市场中等水平，并不算特别优秀。

4.2 历史成长能力

★★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



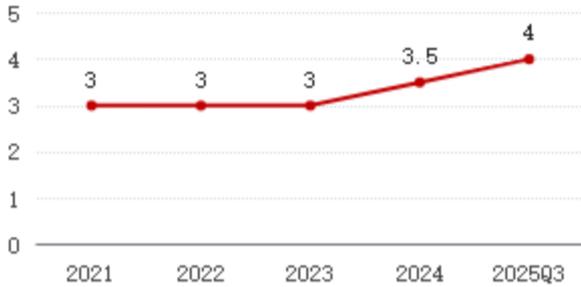
数据来源：公司财报，壹评级

最近几年公司成长能力持续提升，一是因为煤价下跌，公司火电业务盈利能力改善，利润存在明显提升；二是因为公司积极发展风光新能源发电业务，导致公司新能源业务收入规模扩大，提升公司整体盈利能力星级。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



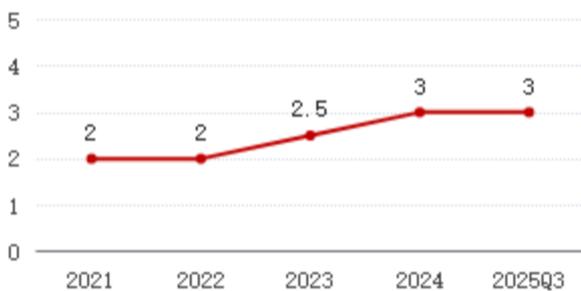
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力有所提升，主要系公司盈利质量较高，经营现金流净额/净利润比例大于100%，且公司在产业链中话语权尚可，不存在被上下游大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年和2022年公司业绩亏损，因此公司连续两年未分红，但2023年开始公司业绩扭亏为盈，公司重新恢复分红政策，2024年分红率为40%，股息率接近4%，对于股东具有较强吸引力，整体股东回报较好。

5. 四维评级

公司整体成长空间中等，盈利趋势相对稳健，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，在我国能源转型背景下，公司现有的火电业务未来成长空间有限，但公司近几年积极布局风光发电业务，未来成长空间较大。

火电(1.5星)：

虽然火电现在依旧是我国发电结构中的压舱石，但随着未来我国能源转型，风光装机规模不断提升，我们预测2030年后火电装机存在小幅下滑趋势，因此对于火电行业，未来行业增长空间不大，成长空间较低。

新能源发电(3.5星):

在我国能源转型背景下，风光新能源发电行业未来大概率能够保持每年300GW的新增规模，因此行业增速依旧能够保持5%-10%的增速，成长空间较大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势相对平稳，主要系随着煤价下滑，公司火电业务存在改善趋势，但随着未来新能源发电全部市场化，公司风光业务盈利能力有所承压。

火电(3星):

虽然2024年动力煤价格存在一定程度的下跌，但拉长周期来看，依旧处于周期偏高位置，处于长协基准价格之上，因此我们认为随着煤价周期性回落，公司火电业务依旧存在盈利修复空间。

新能源发电(2.5星):

随着风光市场化交易推进和新增项目逐步投产，公司风光上网电价和毛利率持续走低，导致公司新能源发电业务盈利能力下滑，因此判断公司新能源业务盈利趋势小幅走弱。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，不管我国火电行业还是风光发电行业基本由五大发电集团开发经营，公司背靠华能集团，不管是火电还是新能发电装机规模均处于市场前列，市占率相对稳定。

火电(2.5星):

中国火电行业呈现高度集中的寡头垄断格局，五大发电集团主导市场，地方能源企业做补充，其中五大发电集团合计市占率在46%左右，但考虑到火电行业上游为煤炭主要由市场化定价，下游电价又一定程度上由国家计划管控，导致火电盈利具有一定波动性，产业格局一般。

新能源发电(3星):

截至2025年三季度末，中国风光发电总装机达17.1亿千瓦，首次超过火电装机，占全国总装机的47%，成为第一大电源类型，行业竞争格局呈现“五大六小”央企主导，地方国企与民企补充，风光上网电价受政府管控，且盈利能力相对火电更为稳健，产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司控股发电资产遍布全国十二个省、市，且公司央企背景为公司提供获取融资或项目资源优势，但燃煤发电未来存在被替代风险。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
火电	(3.5星) 经壹评级调整后, 公司火电净资产收益率约为9%, 整体来说盈利水平处于市场中游偏上水平, 存在一定的超额收益, 公司火电装机量位居A股上市公司第一, 且公司业务控制力较好, 综合判断公司护城河宽度星级较高。	(3星) 公司火电护城河为股东背景优势和火电牌照优势。我国火电行业主要由五大电力集团主导, 且火电行业属于重资产行业, 公司背靠华能集团, 属于五大发电集团之一, 央企背景能够为公司获取融资优势和火电牌照, 但考虑到火电行业未来存在下滑预期, 因此公司护城河持续性中等。
新能源发电	(2星) 经壹评级调整后, 公司新能源发电净资产收益率约为7%, 整体来说盈利水平处于市场中游水平, 几乎不存在超额收益, 风光发电行业普遍存在应收账款高企问题, 业务控制力较弱, 因此公司护城河宽度星级一般。	(3星) 公司新能源发电护城河为股东背景资源优势, 现在风光开发主要由“五大六小”能源集团主导, 公司背靠华能集团, 属于五大发电集团之一, 央企背景能够为公司风光开发融资以及获取风光项目提出背书, 未来衰减的可能性较低, 因此护城河持续性中等。

数据来源: 壹评级

6. 公司估值

基于我们对于公司火电装机规模整体保持平稳, 煤价中枢下移, 公司火电盈利小幅提升, 风光装机量保持较快增速, 但盈利能力小幅下滑的合理假设下, 公司现在处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为火电业务和新能源发电业务, 未来预测核心假设及逻辑如下:

核电业务

收入假设:

1) 量: 公司未来燃煤装机规模基本保持平稳, 2030年开始小幅下滑, 考虑到火电在电力系统中的定位转变, 假设燃煤机组利用小时数下滑; 考虑按照国家规划, 燃机装机规模未来依旧存在翻倍空间, 我们假设公司燃机装机规模保持稳健增长, 每年新增30-50万千瓦, 假设燃气机组的利用小时数保持稳健;

2) 价: 由于电力供给偏松, 2025年公司火电上网电价存在小幅下滑, 为0.457元/千瓦时, 考虑到未来燃煤机组利用小时数下滑, 假设燃煤上网电价小幅提升, 燃气上网电价保持在0.715元/千瓦时;

盈利能力假设:

1) 毛利率: 2025年动力煤价格较2024年中枢有所下移, 因此我们假设公司燃煤业务毛利率小幅提升至11.5%, 2026年继续小幅提升至12%, 2027年后保持稳健;

2) 费用率: 假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2024年水平不变, 公司财务费用占比较高, 我们假设未来我国大概率维持低利率环境, 假设公司负债成本维持在2024年不变。

风光新能源发电业务

收入假设：

1) 量：公司未来大力布局风光发电业务，假设2025年新增风光装机850万千瓦，2026年后每年新增500万千瓦，其中风电新增200万千瓦，光伏新增500万千瓦；

2) 价：由于风光新能源市场化交易推进，公司风光上网电价存在下滑预期，参考半年度数据，2025年风电下滑4%，光伏下滑10%，2026年风电下滑2%，光伏下滑5%，2027年后保持平稳；

盈利能力假设：

1) 毛利率：我们假设2025年公司风光上网电价下滑会拖累新能源业务毛利率，其中风电毛利率下滑至50%，光伏下滑至48%，2026年继续分别下滑至48%、46%，2027年之后毛利率维持不变；

2) 费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2024年水平不变，公司财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2024年不变。

表2：公司整体业绩预测

华能国际	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2467.3	2544.0	2455.5	2325.6	2393.7	2427.0	2468.8	2510.6
归母净利润(亿)	-73.7	84.7	101.3	135.7	142.1	145.5	150.7	155.7
归母净利润增速(%)	28.1	214.9	19.6	34.0	4.7	2.4	3.5	3.4
经营性净利润(亿)	-112.6	65.3	125.7	157.6	165.6	169.9	176.3	182.7
经营性净利润增速(%)	16.8	158.0	92.4	25.5	5.1	2.6	3.8	3.6
经营性归母净利润(亿)	-82.5	60.7	90.3	126.1	132.5	135.9	141.1	146.1
经营性归母净利润增速(%)	24.8	173.6	48.6	39.7	5.1	2.6	3.8	3.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

火电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2301.4	2346.1	2216.3	2055.7	2104.9	2120.9	2136.8	2152.7
收入增速(%)	19.6	1.9	-5.5	-7.2	2.4	0.8	0.8	0.7
经营性净利润(亿)	-167.1	19.9	62.0	91.3	99.1	99.4	99.8	100.2
经营性净利率(%)	-7.3	0.8	2.8	4.4	4.7	4.7	4.7	4.7
经营性净利润增速(%)	2.4	111.9	210.9	47.3	8.6	0.3	0.4	0.4
新能源发电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	165.9	197.9	239.2	269.9	288.7	306.2	332.0	357.9
收入增速(%)	36.5	19.3	20.9	12.8	7.0	6.1	8.4	7.8
经营性净利润(亿)	54.5	45.4	63.7	66.4	66.5	70.5	76.5	82.4
经营性净利率(%)	32.8	22.9	26.6	24.6	23.0	23.0	23.0	23.0
经营性净利润增速(%)	52.2	-16.7	40.3	4.2	0.2	6.1	8.4	7.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
火电	0.2%	中低-	一般	较强	8.3%	7.65	100.1
新能源发电	4.8%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	109.7
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
火电(亿)	654.8	375.3	1030.1	-	206.0	140.0	964.1
新能源发电(亿)	71.0	876.8	947.8	-	195.0	-	752.8
公司整体测算(亿)	725.7	1252.2	1977.9	-	401.0	140.0	1716.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
火电(亿)	830.9	369.5	1200.4	-	240.0	140.0	1100.4
新能源发电(亿)	197.7	640.8	838.4	-	168.0	-	670.4
公司整体测算(亿)	1028.6	1010.3	2038.9	-	408.0	140.0	1770.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

华能国际作为火电龙头企业，公司火电业务盈利存在周期波动，整体业绩预测难度较大，但考虑到未来随着容量电价提升，公司业绩波动性或减弱；其次从可跟踪性来看，国家能源局每个月发布不同发电类型的经营数据情况，公司每季度也会发布发电量、上网电价等数据，因此我们判断公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。