



华电国际 (600027.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

火电盈利改善，新增获核准抽蓄项目

业绩简评

3 月 27 日公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 1129.9 亿，同比-3.6%；实现归母净利 57.0 亿，同比+26.1%。24 年度计划现金分红 0.21 元/股，分红比例约 45.7%，当前股价对应股息率约 3.8%。

经营分析

燃料成本下行助火电盈利能力持续改善，公司营收小幅下降而归母净利高增。2024 年，公司共完成上网电量 2084.5 亿千瓦时、同比-0.5%，平均上网电价约 511.7 元/MWh、同比-0.9%。分电源看，24 年公司煤电机组利用小时同比-215 小时；燃机利用小时同比-35 小时，但报告期内新投产山东章丘 2 台 500MW 级燃机，使得公司燃气发电量同比+7.4%；水电机组利用小时同比-431 小时。量价齐跌致使公司发电分部拖累总营收下滑 1.2pcts。受益于市场煤价中枢下移，公司 24 年入炉标煤单价为 965.2 元/吨、同比-7.0%；完成供电煤耗 287.5g/kWh、同比-1.8g/kWh。煤价与煤耗双降，公司燃料成本同比-6.5%，火电业务实现毛利率约 9.2%、同比+1.2pcts。25 年初以来市场煤价持续下行，而公司火电资产集中布局的区域年度长协电价降幅较小，25 年煤电点价价差有望进一步走阔。

长期股权投资收益下降，影响所得税费用。虽然 23 年因安监趋严和相关生产手续不齐全等问题导致停产的长城三矿 24 年盈利修复，但受福城矿业减值影响，公司全年参股煤矿投资收益约 3.8 亿，可比口径下同比-27.7%。此外，受风光电利用小时、综合电价下降、期间费用增长、投资收益下降等因素影响，报告期内华电新能源贡献投资收益 26.5 亿、同比-10.3%。权益法核算的长期股权投资收益减少，导致所得税费用中所对应的调整项相应减少，从而使得公司 24 年综合所得税率结构性上升。

25 年计划资本开支 120 亿，较 24 年略有增加。24 年，公司累计完成资本开支约 91.4 亿、同比-10.6%；25 年计划资本开支约 120 亿。从项目储备来看，公司 24 年新获 3 个抽蓄项目核准。考虑到抽蓄项目两部制电价机制配套完善，未来投资收益可期。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025~2027 年分别实现归母净利润 66.7/73.5/80.0 亿元，EPS 分别为 0.65/0.72/0.78 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 8 倍、8 倍和 7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

电力需求不及预期，煤价下行不及预期，参股项目业绩不及预期，大额资产减值。

公共事业与环保组

分析师：唐执敬 (执业 S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

分析师：张君昊 (执业 S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.48 元

相关报告：

1.《华电国际公司深度研究：火电龙头穿越周期，资产整合再焕新生》，2024.12.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	117,176	112,994	110,366	107,858	111,226
营业收入增长率	9.45%	-3.57%	-2.33%	-2.27%	3.12%
归母净利润(百万元)	4,522	5,703	6,668	7,350	8,000
归母净利润增长率	4431%	26.11%	16.93%	10.23%	8.83%
摊薄每股收益(元)	0.442	0.558	0.652	0.719	0.782
每股经营性现金流净额	1.30	1.60	1.75	1.92	2.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.48%	8.47%	9.35%	9.70%	9.93%
P/E	11.62	10.06	8.41	7.63	7.01
P/B	0.75	0.85	0.79	0.74	0.70

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑发行股份及支付现金收购集团火电资产的影响



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	107,059	117,176	112,994	110,366	107,858	111,226
增长率		9.5%	-3.6%	-2.3%	-2.3%	3.1%
主营业务成本	-106,599	-109,646	-103,071	-98,782	-95,611	-98,266
%销售收入	99.6%	93.6%	91.2%	89.5%	88.6%	88.3%
毛利	460	7,530	9,923	11,583	12,247	12,961
%销售收入	0.4%	6.4%	8.8%	10.5%	11.4%	11.7%
营业税金及附加	-880	-983	-1,268	-1,214	-1,186	-1,223
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,639	-1,668	-1,797	-1,766	-1,726	-1,780
%销售收入	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,060	4,879	6,858	8,604	9,335	9,957
%销售收入	n.a	4.2%	6.1%	7.8%	8.7%	9.0%
财务费用	-4,047	-3,604	-3,226	-3,247	-3,125	-2,984
%销售收入	3.8%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%
资产减值损失	-1,060	-305	-89	-300	-300	-300
公允价值变动收益	10	-19	37	10	10	10
投资收益	4,805	3,776	3,478	3,489	3,640	3,831
%税前利润	-417.9%	65.0%	39.2%	35.6%	33.7%	32.6%
营业利润	-1,336	5,703	8,328	9,606	10,609	11,564
营业利润率	n.a	4.9%	7.4%	8.7%	9.8%	10.4%
营业外收支	186	107	537	200	200	200
税前利润	-1,150	5,810	8,864	9,806	10,809	11,764
利润率	n.a	5.0%	7.8%	8.9%	10.0%	10.6%
所得税	512	-1,002	-2,029	-1,961	-2,162	-2,353
所得税率	n.a	17.2%	22.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	-638	4,808	6,836	7,845	8,647	9,411
少数股东损益	-738	286	1,133	1,177	1,297	1,412
归属于母公司的净利润	100	4,522	5,703	6,668	7,350	8,000
净利率	0.1%	3.9%	5.0%	6.0%	6.8%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-638	4,808	6,836	7,845	8,647	9,411
少数股东损益	-738	286	1,133	1,177	1,297	1,412
非现金支出	10,838	10,718	10,770	11,044	11,723	12,463
非经营收益	-1,601	211	285	-659	-932	-1,265
营运资金变动	1,006	-2,485	-1,555	-302	169	-123
经营活动现金净流	9,604	13,252	16,336	17,928	19,607	20,486
资本开支	-10,347	-10,354	-8,921	-9,564	-10,562	-10,486
投资	-30	-283	-53	-1,721	-1,990	-1,990
其他	1,868	1,346	1,263	3,489	3,640	3,831
投资活动现金净流	-8,509	-9,292	-7,711	-7,795	-8,912	-8,645
股权募资	7,514	22,289	7,158	0	0	0
债权募资	-684	-19,901	-7,765	-4,061	-4,813	-5,465
其他	-8,013	-7,084	-7,567	-5,958	-6,108	-6,226
筹资活动现金净流	-1,183	-4,697	-8,175	-10,019	-10,921	-11,691
现金净流量	-88	-737	451	114	-227	150

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,282	5,455	5,851	5,951	5,713	5,854
应收款项	13,549	13,726	12,673	13,267	12,966	13,371
存货	3,937	4,501	5,160	4,871	4,715	4,846
其他流动资产	5,462	4,900	5,404	5,016	4,905	4,998
流动资产	29,230	28,582	29,088	29,106	28,299	29,068
%总资产	13.1%	12.8%	13.0%	13.0%	12.6%	12.8%
长期投资	41,705	44,369	47,539	49,270	51,270	53,270
固定资产	140,591	139,013	136,205	134,941	134,002	132,252
%总资产	63.0%	62.3%	60.8%	60.1%	59.5%	58.4%
无形资产	7,646	8,171	8,511	8,754	8,990	9,221
非流动资产	194,032	194,455	194,787	195,488	196,777	197,250
%总资产	86.9%	87.2%	87.0%	87.0%	87.4%	87.2%
资产总计	223,262	223,036	223,875	224,594	225,076	226,319
短期借款	40,309	46,152	47,073	45,011	43,198	40,733
应付款项	19,243	13,711	13,077	13,069	12,650	13,001
其他流动负债	3,540	3,333	4,979	4,590	4,614	4,763
流动负债	63,092	63,197	65,129	62,671	60,461	58,497
长期贷款	59,740	61,601	49,861	47,861	44,861	41,861
其他长期负债	29,982	14,859	22,808	22,806	22,791	22,786
负债	152,813	139,657	137,797	133,338	128,113	123,144
普通股股东权益	59,514	69,756	67,335	71,336	75,746	80,546
其中：股本	9,870	10,228	10,228	10,228	10,228	10,228
未分配利润	8,126	9,186	11,162	15,163	19,573	24,373
少数股东权益	10,935	13,624	18,744	19,920	21,217	22,629
负债股东权益合计	223,262	223,036	223,875	224,594	225,076	226,319

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.010	0.442	0.558	0.652	0.719	0.782
每股净资产	6.030	6.820	6.584	6.975	7.406	7.875
每股经营现金净流	0.973	1.296	1.597	1.753	1.917	2.003
每股股利	0.200	0.150	0.080	0.261	0.287	0.313
回报率						
净资产收益率	0.17%	6.48%	8.47%	9.35%	9.70%	9.93%
总资产收益率	0.04%	2.03%	2.55%	2.97%	3.27%	3.53%
投入资本收益率	-0.58%	2.00%	2.62%	3.39%	3.66%	3.89%
增长率						
主营业务收入增长率	2.52%	9.45%	-3.57%	-2.33%	-2.27%	3.12%
EBIT 增长率	-77.77%	-336.83%	40.56%	25.46%	8.50%	6.67%
净利润增长率	-102.01%	4430.69%	26.11%	16.93%	10.23%	8.83%
总资产增长率	2.01%	-0.10%	0.38%	0.32%	0.21%	0.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.8	37.5	38.3	39.0	39.0	39.0
存货周转天数	17.2	14.0	17.1	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	44.1	39.7	34.5	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	428.7	410.1	417.6	427.0	429.7	409.3
偿债能力						
净负债/股东权益	168.63%	134.44%	126.60%	114.86%	103.38%	91.72%
EBIT 利息保障倍数	-0.5	1.4	2.1	2.6	3.0	3.3
资产负债率	68.45%	62.62%	61.55%	59.37%	56.92%	54.41%

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑发行股份及支付现金收购集团火电资产的影响


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	2	8	17	26	66
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.04	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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