

成本端持续优化，自建+并购提升公司装机规模

2025 年 03 月 29 日

► **事件：**公司 2024 年实现营业收入 1129.94 亿元，同比-3.57%；归母净利润 57.03 亿元，同比+26.11%。单季度来看，24Q4 实现营业收入 281.83 亿元，同比+6.55%；归母净利润 5.46 亿元，同比+2212.03%。公司拟派发末期股息 0.13 元/股，现金分红总额（包括中期已分配的现金红利）21.48 亿元，占可分配归母净利润的 45.72%。

► **发电量略有下滑，火电 60 万千瓦及以上装机比例约占 51%，远高于全国平均水平。**截至 2024 年底公司控股装机容量为 59818.62 兆瓦，其中燃煤发电装机占比 78.15%。2024 年，公司完成发电量 2226.26 亿千瓦时，同比下降约 0.52%。公司发电机组的平均利用小时为 3746 小时，同比下降 210 小时；其中燃煤 4086 小时，同比下降 215 小时；燃气 2152 小时，同比下降 35 小时；水力 3363 小时，同比下降 431 小时。

► **公司火电机组集中在山东+安徽+湖北，2025 年电价压力相对较小，煤电点火差有望拉大。**1) 电价端，公司 2024 年平均上网电价约为 511.74 元/兆瓦时，同比-5.24 元/兆瓦时，其中安徽跟山东电价下行幅度较高，湖北电价有所上行。展望 2025 年，山东和安徽电价下降幅度较小，其中山东零售侧电价同比下调 1 分；批发侧降价 1-2 厘；安徽 2025 年度交易双边协商价同比下降 2.3 分。2) 成本端：公司 2024 年入炉标煤单价为 965.16 元/吨，燃料成本端降幅较大，2025 年 Q1 煤价持续维持低位，以 5500K 北方港动力煤指数为例，2024.1.2-2024.3.27 平均煤价为 906 元/吨，2025.1.2-2025.3.27 平均煤价为 734 元/吨，下跌幅度为 19%；2024 年供电煤耗 287.53 克/千瓦时，同比-1.81 克/千瓦时，煤耗与煤价下跌，公司成本端跌幅有望超过电价跌幅，保持盈利稳定性。

► **并购火电资产+在建项目持续投运，公司资产规模进一步提升。**2025 年 3 月 27 日，公司本次拟通过发行股份的方式向中国华电购买其持有的江苏公司 80%股权，拟通过支付现金的方式向华电福瑞收购上海福新 51%股权、上海闵行 100%股权、广州大学城 55.0007%股权、福新广州 55%股权、福新江门 70%股权、福新清远 100%股权，向运营公司收购贵港公司 100%股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，资金金额 71.7 亿元。截至 2024 年底，公司已核准及在建规模达 9.3GW，包括燃气 2.16GW，煤电 2.66GW，抽蓄 4.50GW，在建机组持续投运带动公司装机提升。

► **投资建议：**煤价维持低位，2025 年公司煤电点火差有望进一步拉动，火电板块业绩有望维持稳定增长，我们对公司盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 65.47/71.88/73.43 亿元，EPS 分别为 0.64/0.70/0.72 元，对应 3 月 28 日 A 股收盘价 PE 分别为 9/8/8 倍，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**燃料价格上涨影响成本；上网电价波动；用电需求波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	112,994	110,807	113,029	112,999
增长率 (%)	-3.6	-1.9	2.0	0.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,703	6,547	7,188	7,343
增长率 (%)	26.1	14.8	9.8	2.2
每股收益 (元)	0.56	0.64	0.70	0.72
PE	10	9	8	8
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

5.50 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 黎静

执业证书：S0100525030004

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1. 华电国际 (600027.SH) 2024 年半年报点评：优质资产注入，提升公司业绩弹性-2024/08/23

2. 华电国际(600027.SH)&华电国际电力股份(1071.HK) 2024 年一季报点评：业绩符合预期，修复趋势不改-2024/04/27

3. 华电国际(600027.SH)&华电国际电力股份(1071.HK) 2023 年年报点评：业绩仍有上行空间-2024/03/28

4. 华电国际(600027.SH)&华电国际电力股份(1071.HK) 2023 业绩预告点评：基本符合预期，静待 1Q24 业绩释放-2024/01/30

5. 华电国际(600027.SH)&华电国际电力股份(1071.HK)2023 年三季报点评：业绩符合预期，改善仍将继续-2023/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	86,804	85,981	90,150	90,682
营业成本	57,266	56,938	59,353	60,165
营业税金及附加	935	860	901	907
销售费用	47	43	45	45
管理费用	2,679	2,562	2,704	2,720
研发费用	2,443	2,579	2,795	2,720
EBIT	25,171	22,999	24,351	24,124
财务费用	5,133	5,709	5,543	5,427
资产减值损失	-125	-210	-250	-300
投资收益	1,933	1,700	1,700	1,700
营业利润	21,974	20,942	22,246	22,083
营业外收支	-378	-60	-60	-60
利润总额	21,596	20,882	22,186	22,023
所得税	4,153	3,446	3,661	3,634
净利润	17,444	17,437	18,525	18,389
归属于母公司净利润	10,814	10,462	11,115	11,769
EBITDA	38,636	37,151	38,565	38,378

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,795	20,314	17,461	15,706
应收账款及票据	9,207	12,956	13,584	13,664
预付款项	22,708	19,928	20,774	21,058
存货	20,303	21,839	22,766	23,077
其他流动资产	6,478	5,565	5,723	5,743
流动资产合计	75,491	80,602	80,307	79,248
长期股权投资	15,636	16,136	16,636	17,136
固定资产	261,803	269,641	271,377	273,023
无形资产	6,109	6,109	6,109	6,109
非流动资产合计	349,909	352,047	364,083	376,029
资产合计	425,401	432,649	444,390	455,277
短期借款	17,181	16,792	16,291	15,761
应付账款及票据	26,852	31,979	33,335	33,791
其他流动负债	39,447	33,267	33,678	33,804
流动负债合计	83,479	82,038	83,304	83,356
长期借款	155,716	150,716	146,716	143,716
其他长期负债	13,889	14,889	15,889	16,889
非流动负债合计	169,605	165,605	162,605	160,605
负债合计	253,084	247,643	245,909	243,961
股本	50,499	50,499	50,499	50,499
少数股东权益	52,875	59,850	67,260	73,880
股东权益合计	172,316	185,006	198,481	211,316
负债和股东权益合计	425,401	432,649	444,390	455,277

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.16	-0.95	4.85	0.59
EBIT 增长率	1.10	-8.63	5.88	-0.93
净利润增长率	0.83	-3.25	6.24	5.89
盈利能力 (%)				
毛利率	34.03	33.78	34.16	33.65
净利率	20.10	20.28	20.55	20.28
总资产收益率 ROA	2.54	2.42	2.50	2.59
净资产收益率 ROE	9.05	8.36	8.47	8.56
偿债能力				
流动比率	0.90	0.98	0.96	0.95
速动比率	0.35	0.43	0.40	0.38
现金比率	0.20	0.25	0.21	0.19
资产负债率 (%)	59.49	57.24	55.34	53.59
经营效率				
应收账款周转天数	38.68	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	129.41	140.00	140.00	140.00
总资产周转率	0.20	0.20	0.20	0.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.21	0.22	0.23
每股净资产	2.37	2.48	2.60	2.72
每股经营现金流	0.75	0.66	0.72	0.73
每股股利	0.10	0.12	0.13	0.14
估值分析				
PE	17	18	17	16
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.44	9.60	9.24	9.26
股息收益率 (%)	2.60	3.29	3.56	3.84

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	17,444	17,437	18,525	18,389
折旧和摊销	13,465	14,152	14,214	14,254
营运资金变动	3,537	-2,644	-791	-114
经营活动现金流	38,016	33,470	36,374	36,898
资本开支	-19,594	-15,660	-25,660	-25,660
投资	-446	-900	-900	-900
投资活动现金流	-20,169	-14,860	-24,860	-24,860
股权募资	102	0	0	0
债务募资	-1,731	-4,389	-3,501	-2,529
筹资活动现金流	-17,973	-15,091	-14,366	-13,792
现金净流量	-114	3,519	-2,853	-1,755

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048