

华电国际 (600027. SH)

盈利持续改善，项目建设、资产注入有序推进

优于大市

核心观点

电价、电量下降使得营业收入同比下降，归母净利润实现增长。2024年，公司实现营收 1129.94 亿元 (-3.57%)，归母净利润 57.03 亿元 (+26.11%)，扣非归母净利润 53.52 亿元 (+40.74%)。公司营业收入同比下降主要系发电量和煤炭贸易量减少、上网电价下降的影响，2024 年公司量 2226.26 亿千瓦时 (-0.52%) 上网电量 2084.53 亿千瓦时 (-0.52%)，平均上网电价为 511.74 元/兆瓦时 (-0.98%)；公司归母净利润增长主要由于煤价下降使得燃料成本下降，2024 年公司入炉标煤单价为 965.16 元/吨 (-7.07%)，燃料成本 705.67 亿元 (-6.49%)。

投资收益有所下降。2024 年，公司投资收益为 34.78 亿元，同比下降 7.89%；公司主要投资公司中，华电新能源公司投资收益 26.45 亿元 (-10.34%)，华电煤业公司投资收益 5.74 亿元 (-0.98%)，银星煤业公司投资收益 2.02 亿元 (-42.91%)，华电集团财务公司投资收益 0.92 亿元 (-53.23%)。

装机规模有所增长，在建项目规模较大，资产注入工作有序推进。2024 年，公司新增装机容量 150.88 万千瓦，均为燃气发电机组，截至 2024 年，公司控股装机容量为 5981.86 万千瓦，其中煤电 4675 万千瓦，气电 1060.34 万千瓦，水电 245.9 万千瓦。目前公司在建机组合计装机容量为 932.14 万千瓦，其中煤电 266 万千瓦，气电 216.34 万千瓦，抽水蓄能 449.8 万千瓦。公司计划 2025 年投入 120 亿元用于电源项目建设、环保和节能技术改造及参股投资等，未来公司在建项目逐步投运，有望驱动公司业绩进一步增长。2025 年 3 月 27 日，上海证券交易所并购重组审核委员会已审核通过公司发行股份购买华电集团资产交易的申请，后续有待中国证监会同意注册后方可实施。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期。

投资建议：由于电价、电量下降影响，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 63.9/66.1/69.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 67.5/74.2 亿元），分别同比增长 12.1%/3.5%/4.9%；EPS 分别为 0.62/0.65/0.68 元，当前股价对应 PE 为 8.8/8.5/8.1X。给予公司 2025 年 10-11xPE，公司合理市值为 639-703 亿元，对应 6.25-6.87 元/股合理价值，较目前股价有 14%-25% 的溢价空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	117,176	112,994	110,213	110,134	110,296
(+/-%)	9.5%	-3.6%	-2.5%	-0.1%	0.1%
净利润(百万元)	4522	5703	6391	6613	6937
(+/-%)	4430.7%	26.1%	12.1%	3.5%	4.9%
每股收益(元)	0.44	0.56	0.62	0.65	0.68
EBIT Margin	4.9%	6.8%	8.0%	7.7%	7.6%
净资产收益率(ROE)	6.5%	8.5%	9.0%	8.8%	8.7%
市盈率(PE)	12.4	9.9	8.8	8.5	8.1
EV/EBITDA	12.2	10.6	10.4	9.8	9.5
市净率(PB)	0.81	0.84	0.79	0.75	0.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

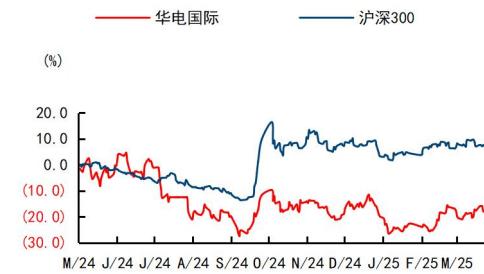
公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰	证券分析师：郑汉林
021-61761029	0755-81982169
huangxiujie@guosen.com.cn	zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980521060002	S0980522090003
证券分析师：刘汉轩	联系人：崔佳诚
010-88005198	021-60375416
liuhuanxuan@guosen.com.cn	cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980524120001	

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	6.25 - 6.87 元
收盘价	5.50 元
总市值/流通市值	56252/56252 百万元
52周最高价/最低价	7.67/4.86 元
近3个月日均成交额	392.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

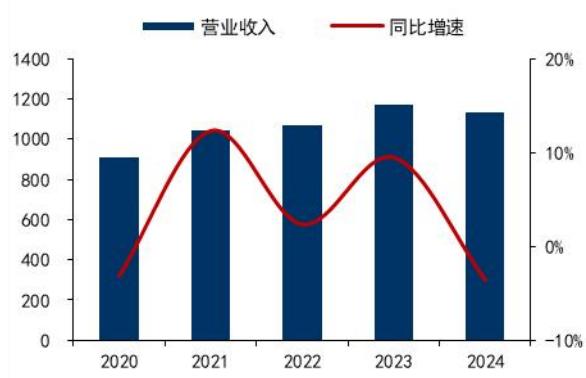
相关研究报告

- 《华电国际 (600027.SH) -24Q3 业绩表现稳健，资产注入增厚上市公司每股收益》——2024-11-03
- 《华电国际 (600027.SH) -电量、电价下降影响收入，华电集团优质资产注入》——2024-08-23
- 《华电国际 (600027.SH) -盈利同比大幅增长，火电业绩仍有增长空间》——2024-03-31
- 《华电国际 (600027.SH) -盈利持续改善，Q3 归母净利润大幅增长》——2023-10-31
- 《华电国际 (600027.SH) -经营业绩持续改善，盈利有望进一步提升》——2023-08-31

电价、电量下降使得营业收入同比下降，归母净利润实现增长。2024年，公司实现营收1129.94亿元(-3.57%)，归母净利润57.03亿元(+26.11%)，扣非归母净利润53.52亿元(+40.74%)。公司营业收入同比下降主要系发电量和煤炭贸易量减少、上网电价下降的影响，2024年公司量2226.26亿千瓦时(-0.52%)上网电量2084.53亿千瓦时(-0.52%)，平均上网电价为511.74元/兆瓦时(-0.98%)；公司归母净利润增长主要由于煤价下降使得燃料成本下降，2024年公司入炉标煤单价为965.16元/吨(-7.07%)，燃料成本705.67亿元(-6.49%)。

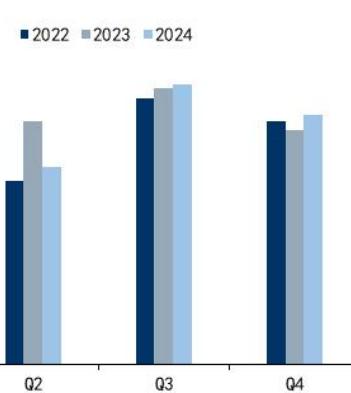
煤电、水电发电量同比下降，气电发电量同比增长。2024年，公司煤电发电量1958.72亿千瓦时(-0.70%)，上网电量1822.68亿千瓦时(-0.71%)；气电发电量184.79亿千瓦时(+7.36%)，上网电量180.04亿千瓦时(+7.51%)；水电发电量82.75亿千瓦时(-11.36%)，上网电量81.81亿千瓦时(-11.39%)。

图1：华电国际营业收入及增速（单位：亿元）



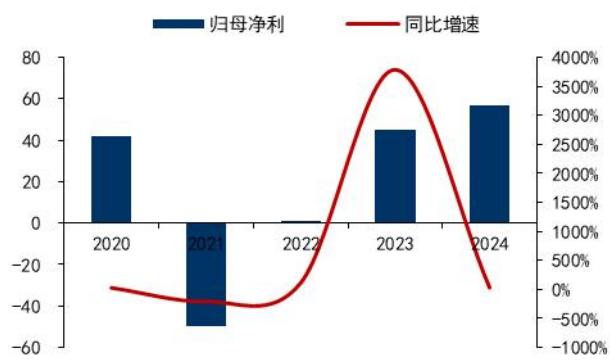
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华电国际单季营业收入（单位：亿元）



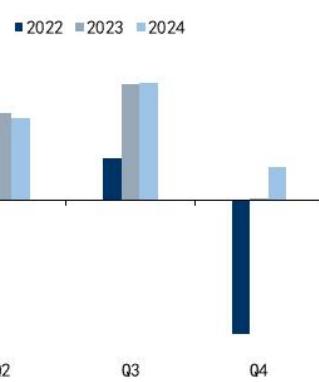
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华电国际归母净利润及增速（单位：亿元）



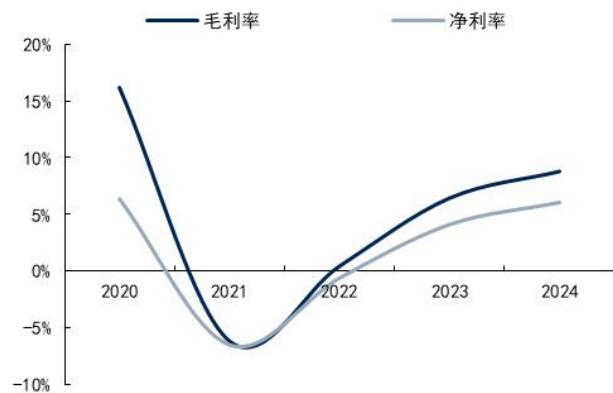
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华电国际单季归母净利润（单位：亿元）

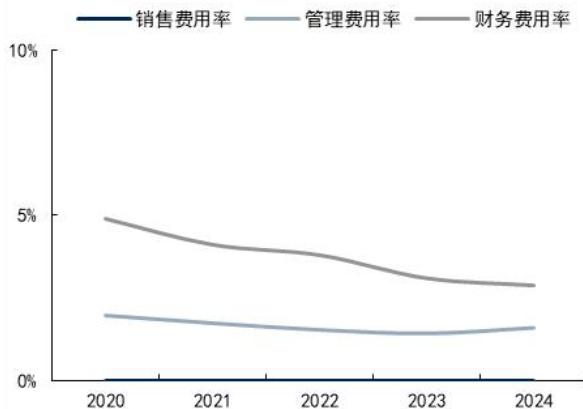


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提升，费用率水平下降，净利率水平上行。2024年，公司毛利率为8.78%，同比增加2.36pct，主要系煤价下降影响。费用率方面，2024年，公司财务费用率、管理费用率分别为2.85%、1.59%，财务费用率同比减少0.22pct，管理费用率同比增加0.17pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受毛利率提升及费用率水平下降影响，公司净利率同比增加1.95pct至6.05%。

图5: 华电国际毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

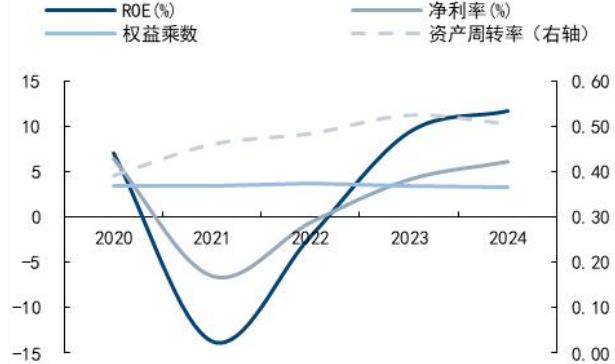
图6: 华电国际三项费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

ROE 提升，经营性净现金流小幅增长。2024 年，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2023 年同期增加 2.32pct 至 11.66%。现金流方面，2024 年，公司经营性净现金流为 163.36 亿元，同比增长 23.28%，主要系经营业绩改善影响；投资性净现金流流出 77.11 亿元，同比下降 17.02%，主要系投资支出减少影响；融资性净现金流 -81.75 亿元，同比大幅减少，主要系权益金融工具到期归还影响。

图7: 华电国际现金流情况（亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 华电国际 ROE 及杜邦分析


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资收益有所下降。2024 年，公司投资收益为 34.78 亿元，同比下降 7.89%；公司主要投资公司中，华电新能源公司投资收益 26.45 亿元 (-10.34%)，华电煤业公司投资收益 5.74 亿元 (-0.98%)，银星煤业公司投资收益 2.02 亿元 (-42.91%)，华电集团财务公司投资收益 0.92 亿元 (-53.23%)。

装机规模有所增长，在建项目规模较大。2024 年，公司新增装机容量 150.88 万千瓦，均为燃气发电机组，截至 2024 年，公司控股装机容量为 5981.86 万千瓦，其中煤电 4675 万千瓦，气电 1060.34 万千瓦，水电 245.9 万千瓦。目前公司在建机组合计装机容量为 932.14 万千瓦，其中煤电 266 万千瓦，气电 216.34 万千瓦，抽水蓄能 449.8 万千瓦。公司计划 2025 年投入 120 亿元用于电源项目建设、环保和节能技术改造及参股投资等，未来公司在建项目逐步投运，有望驱动公司业绩进一步增长。

资产注入工作有序推进。公司发布购买华电集团资产的方案，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。2025 年 3 月 27 日，上海证券交易所并购重组审核委员会已审核通过公司本次交易的申请，后续有待中国证监会同意注册后方可实施。未来公司资产注入工作完成后，将进一步完善公司资产的区域布局及电力资产规模，提升公司盈利能力和整体竞争力。

投资建议：由于电价、电量下降影响，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 63.9/66.1/69.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 67.5/74.2 亿元），分别同比增长 12.1%/3.5%/4.9%；EPS 分别为 0.62/0.65/0.68 元，当前股价对应 PE 为 8.8/8.5/8.1X。给予公司 2025 年 10-11xPE，公司合理市值为 639-703 亿元，对应 6.25-6.87 元/股合理价值，较目前股价有 14%-25% 的溢价空间，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			ROE (23A)	投资评级	
			亿元		23A	24A/E	25E	26E	23A	24A/E	25E	26E	
600011.SH	华能国际	6.79	1,066	0.54	0.65	0.76	0.81	12.6	10.4	8.9	8.4	6.4%	优于大市
600795.SH	国电电力	4.36	778	0.31	0.54	0.52	0.56	14.1	8.1	8.4	7.8	11.5%	优于大市
601991.SH	大唐发电	2.85	527	0.07	0.27	0.30	0.33	40.7	10.6	9.5	8.6	1.9%	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5455	5851	15421	8909	10060	营业收入	117176	112994	110213	110134	110296
应收款项	12632	12396	14164	16157	18171	营业成本	109646	103071	99723	99916	100148
存货净额	4501	5160	4206	4387	4503	营业税金及附加	983	1268	992	991	993
其他流动资产	5821	5623	5872	5606	5660	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	28582	29088	39756	35210	38634	管理费用	1964	2111	1939	1938	1940
固定资产	138616	136099	134396	131068	127289	财务费用	3604	3226	3880	3714	3487
无形资产及其他	7273	7510	7742	7974	8206	投资收益	3776	3478	3778	4178	4478
投资性房地产	4774	4246	4246	4246	4246	资产减值及公允价值变动	(545)	(65)	(165)	(115)	(65)
长期股权投资	43791	46933	49761	52306	54596	其他收入	1493	1596	2105	2105	2105
资产总计	223036	223875	235900	230803	232970	营业利润	5703	8328	9397	9742	10247
短期借款及交易性金融负债	46152	47073	66702	69863	78357	营业外净收支	107	537	537	537	537
应付款项	11288	10960	11982	10848	11087	利润总额	5810	8864	9934	10279	10784
其他流动负债	5757	7096	5890	5941	6196	所得税费用	1002	2029	2274	2353	2468
流动负债合计	63197	65129	84574	86653	95640	少数股东损益	286	1133	1270	1314	1378
长期借款及应付债券	71395	67753	56013	44273	32533	归属于母公司净利润	4522	5703	6391	6613	6937
其他长期负债	5065	4915	4766	4617	4468	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	76460	72669	60779	48890	37001	净利润	4522	5703	6391	6613	6937
负债合计	139657	137797	145353	135543	132641	资产减值准备	(460)	(480)	647	(10)	(17)
少数股东权益	13624	18744	19378	20035	20724	折旧摊销	10274	10575	10694	11122	11441
股东权益	69756	67335	71168	75224	79605	公允价值变动损失	(460)	(480)	647	(10)	(17)
负债和股东权益总计	223036	223875	235900	230803	232970	财务费用	3604	3226	3880	3714	3487
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(5841)	787	(1247)	(2991)	(1690)
每股收益	0.44	0.56	0.62	0.65	0.68	其它	5216	233	90	203	(286)
每股红利	0.15	0.21	0.28	0.29	0.31	经营活动现金流	13252	16336	17221	14926	16369
每股净资产	6.82	6.58	6.96	7.36	7.78	资本开支	(10488)	(9068)	(9870)	(8016)	(7878)
ROIC	3%	3%	4%	4%	4%	其它投资现金流	(76)	114	(35)	(56)	(90)
ROE	6%	8%	9%	9%	9%	投资活动现金流	(9292)	(7711)	(12733)	(10617)	(10258)
毛利率	6%	9%	10%	9%	9%	权益性融资	22289	7158	0	0	0
EBIT Margin	5%	7%	8%	8%	8%	负债净变化	1861	(11740)	(11740)	(11740)	(11740)
EBITDA Margin	14%	16%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(2557)	(1534)	(2557)	(2557)	(2557)
收入增长	9%	-4%	-2%	-0%	0%	其它融资现金流	(11340)	(10260)	19630	3161	8494
净利润增长率	4431%	26%	12%	3%	5%	融资活动现金流	(4697)	(8175)	5082	(10821)	(4960)
资产负债率	69%	70%	70%	67%	66%	现金净变动	(827)	396	9570	(6512)	1151
息率	2.7%	3.8%	5.1%	5.3%	5.5%	货币资金的期初余额	6282	5455	5851	15421	8909
P/E	12.4	9.9	8.8	8.5	8.1	货币资金的期末余额	5455	5851	15421	8909	10060
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	0	8253	6347	6675	8378
EV/EBITDA	12.2	10.6	10.4	9.8	9.5	权益自由现金流	0	(13747)	11244	(4768)	2444

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032