

华电国际（600027.SH）

煤价下行带来利润增厚，静待集团资产注入

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	117,176	112,994	108,329	113,946	114,007
增长率 yoy（%）	9.5	-3.6	-4.1	5.2	0.1
归母净利润（百万元）	4,522	5,703	6,540	8,730	8,368
增长率 yoy（%）	3789.0	26.1	14.7	33.5	-4.1
ROE（%）	5.8	7.9	8.5	10.4	9.2
EPS 最新摊薄（元）	0.44	0.56	0.64	0.85	0.82
P/E（倍）	13.0	10.3	9.0	6.8	7.1
P/B（倍）	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 3 月 27 日，公司发布 2024 年年度报告。2024 年全年，公司实现营业收入 1129.94 亿元，同比下降 3.57%；营业成本 1030.71 亿元，同比下降 6.00%；实现归母净利润 57.03 亿元，同比上涨 26.11%；实现基本每股收益为人民币 0.46 元/股，同比去年提高 0.11 元/股。

利用小时数下降带动营收下降。2024 年全年，公司实现营业收入 1129.94 亿元，同比下降 3.57%。公司完成发电量 2226.26 亿千瓦时，同比下降约 0.52%；其中煤机 1934.7 亿千瓦时（yoy-1.07%），燃机 208.78 亿千瓦时（yoy+10.53%），水电 82.7 亿千瓦时（yoy-11.37%）。利用小时数方面，公司煤电、气电、水电分别为 4084、2052、3363 小时，分别同比去年下降 215、35、431 小时。公司发电量下降主要由利用小时数下降引起，利用小时数下降主要原因系公司火电机组利用小时受新能源机组挤压。燃气发电板块的发电量增长原因系报告期内公司新投产装机 150.88 万千瓦全部为燃气机组。

煤价、电价剪刀差扩大带动公司利润增长。2024 年，公司平均上网电价为 511.74 元/兆瓦时，同比减少 5.24 元/兆瓦时；其中煤电机组为 492.33 元/兆瓦时（含容量电价），同比降低 7.38 元/兆瓦时，降幅为 1.48%。全年入炉标煤单价为 965.16 元/吨，相比 2023 年下降 73.4 元/吨，降幅达到 7.07%。受此影响，报告期公司燃料成本约低至人民币 705.67 亿元，同比减少 6.49%；公司煤电板块利润达到 47.36 亿元，相比 2023 年增加 26.49 亿元。2025 一季度煤价持续下行，2025 年 3 月秦皇岛 5500 大卡下水煤价格已经来到 677 元/吨，煤价下行有望提振公司一季度业绩。

交易方案持续推进，落地将大幅扩增公司规模。截至报告期末，公司在运装机总规模 5981.86 万千瓦，煤机 4675 万千瓦，燃机 1060.34 万千瓦，水电 245.9 万千瓦。公司在建及核准装机规模合计 932 万千瓦，其中煤机 266 万千瓦，燃机 216 万千瓦，抽蓄机组 450 万千瓦。2024 年 7 月 18 日，公司发布公告披露了重大资产重组的计划，而根据公司在 2025 年 3 月披露的公告显示，本次拟注入标的资产合计在运装机规模约 1584 万千瓦，其中煤机 755 万千瓦，燃机 829 万千瓦，注入装机约占公司 2024 年底总装机规模的 26.49%。

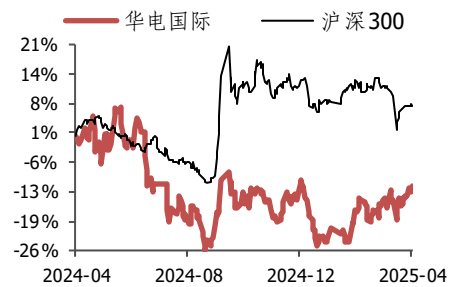
投资建议：华电下属常规能源最终整合平台，2025 年有望受益于煤价下行。在不考虑资产注入情况下，预计公司 2025 至 2027 年实现营业收入 1083.29、1139.46、1140.07 亿元，同比-4.1%、+5.3%、+0.1%。实现归母净利润 6.54、8.73、8.37 亿元，同比+14.7%、+33.5%、-4.1%。对应 EPS 为 0.64、0.85、0.82 元/股，对应 PE 为 9.0、6.8、7.1X。首次覆盖给予

买入（首次评级）

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 4 月 24 日收盘价（元）	5.81
总市值（百万元）	59,422.13
流通市值（百万元）	49,445.00
总股本（百万股）	10,227.56
流通股本（百万股）	8,510.33
近 3 月日均成交额（百万元）	506.05

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号：S1070520030003
邮箱：yuximeng@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号：S1070521050001
邮箱：fycx@cgws.com

分析师 何郭香池

执业证书编号：S1070523110002
邮箱：hgxc@cgws.com

分析师 杨天放

执业证书编号：S1070524080003
邮箱：yangtianfang@cgws.com

相关研究

“买入”评级。

风险提示：煤价下行不及预期，电价下降超预期风险，自然灾害，用电需求不及预期，执行相关政策带来的不确定风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28582	29088	24931	31189	25559
现金	5455	5851	5610	5900	5904
应收票据及应收账款	12183	11594	10975	12300	11583
其他应收款	1178	947	996	1096	973
预付账款	3185	4019	2620	4501	2555
存货	4501	5160	3054	5767	2890
其他流动资产	2080	1518	1676	1624	1656
非流动资产	194455	194787	192636	191505	189693
长期股权投资	43791	46933	53209	59561	65931
固定资产	131660	129274	122863	116123	108994
无形资产	7275	7512	7334	7167	7031
其他非流动资产	11728	11069	9230	8654	7736
资产总计	223036	223875	217567	222694	215252
流动负债	63197	65129	69813	83470	85156
短期借款	18968	27891	38229	52101	53153
应付票据及应付账款	11288	10960	11118	11038	11395
其他流动负债	32941	26278	20466	20331	20608
非流动负债	76460	72669	54874	37678	20156
长期借款	71395	67753	49958	32763	15241
其他非流动负债	5065	4915	4915	4915	4915
负债合计	139657	137797	124686	121148	105312
少数股东权益	13624	18744	20043	21777	23440
股本	10228	10228	10228	10228	10228
资本公积	14358	15177	15177	15177	15177
留存收益	14227	16612	22208	29955	37249
归属母公司股东权益	69756	67335	72838	79769	86500
负债和股东权益	223036	223875	217567	222694	215252

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13252	16336	20733	13428	25654
净利润	4808	6836	7839	10465	10031
折旧摊销	10274	10575	9280	9461	9629
财务费用	3604	3226	3092	3253	3255
投资损失	-3776	-3478	-3496	-3565	-3585
营运资金变动	-2570	-1568	3950	-6085	6323
其他经营现金流	913	746	66	-101	2
投资活动现金流	-9292	-7711	-3465	-4556	-4033
资本支出	10488	9068	902	1954	1458
长期投资	-270	-111	-6276	-6352	-6370
其他投资现金流	1467	1468	3714	3750	3796
筹资活动现金流	-4697	-8175	-27848	-22453	-22671
短期借款	-9017	8923	10338	13872	1053
长期借款	-13379	-3642	-17795	-17196	-17522
普通股增加	358	0	0	0	0
资本公积增加	1409	819	0	0	0
其他筹资现金流	15932	-14274	-20392	-19129	-6201

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	117176	112994	108329	113946	114007
营业成本	109646	103071	97187	99244	99909
营业税金及附加	983	1268	1114	1207	1196
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1668	1797	1699	1742	1742
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	3604	3226	3092	3253	3255
资产和信用减值损失	-305	-89	-235	-109	-200
其他收益	871	870	903	894	884
公允价值变动收益	-19	37	-2	7	6
投资净收益	3776	3478	3496	3565	3585
资产处置收益	105	399	171	203	192
营业利润	5703	8328	9569	13060	12374
营业外收入	296	839	470	470	519
营业外支出	189	302	232	203	232
利润总额	5810	8864	9808	13327	12661
所得税	1002	2029	1968	2862	2630
净利润	4808	6836	7839	10465	10031
少数股东损益	286	1133	1299	1734	1663
归属母公司净利润	4522	5703	6540	8730	8368
EBITDA	16084	19440	19088	22788	22291
EPS（元/股）	0.44	0.56	0.64	0.85	0.82

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入（%）	9.5	-3.6	-4.1	5.2	0.1
营业利润（%）	527.0	46.0	14.9	36.5	-5.3
归属母公司净利润（%）	3789.0	26.1	14.7	33.5	-4.1
获利能力					
毛利率（%）	6.4	8.8	10.3	12.9	12.4
净利率（%）	4.1	6.0	7.2	9.2	8.8
ROE（%）	5.8	7.9	8.5	10.4	9.2
ROIC（%）	2.5	3.7	4.4	5.8	5.9
偿债能力					
资产负债率（%）	62.6	61.6	57.3	54.4	48.9
净负债比率（%）	139.1	130.8	107.8	95.2	73.0
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.7	9.5	9.6	9.8	9.6
应付账款周转率	9.2	10.6	10.1	10.3	10.2
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.44	0.56	0.64	0.85	0.82
每股经营现金流（最新摊薄）	1.30	1.60	2.03	1.31	2.51
每股净资产（最新摊薄）	3.82	4.14	4.65	5.30	5.94
估值比率					
P/E	13.0	10.3	9.0	6.8	7.1
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

现金净增加额 -737 451 -10580 -13581 -1049 EV/EBITDA 11.7 9.8 9.4 7.8 7.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cqws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686