

2025 年 04 月 30 日

华电国际 (600027. SH)

投资评级：买入（维持）

——业绩基本符合预期 看好二季度煤价弹性

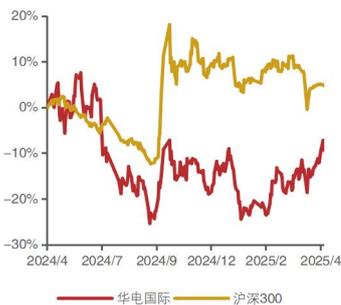
投资要点：

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 29 日

收盘价 (元)	5.89
一年内最高/最低 (元)	7.42/4.86
总市值 (百万元)	60,240.34
流通市值 (百万元)	60,240.34
总股本 (百万股)	10,227.56
资产负债率 (%)	60.35
每股净资产 (元/股)	4.33

资料来源：聚源数据

- **事件：**公司发布 2025 年一季报，2025 年一季度实现营收 265.77 亿元，同比下降 14.14%；归母净利润 19.3 亿元，同比增长 3.66%；扣非后归母净利润 18.96 亿元，同比增长 17.01%，基本符合市场预期。
- **业绩增长受益于煤价下跌，扣非利润高增系去年处置资产一次性获利。**公司一季度营收下滑主要系电量电价下滑，根据公告，公司 2025 年一季度实现上网电量 480 亿千瓦时，同比下降 8.5%；其中煤电、气电、水电上网电量分别为 423、46、11 亿千瓦时，分别同比变动-10%、+10%、+9%，煤电电量下滑主要系行业层面煤电利用小时数下滑而公司无新增装机。值得注意的是，公司一季度平均上网电价 505.71 元/兆瓦时，同比下降 0.71%，约 3.6 元/兆瓦时，或主要系度电容量电价提升与火电在现货中市场力的表现。
- 公司一季度利润增长系煤价下跌带来的成本变动大于收入变动，根据公告，公司一季度营业总成本同比下降 16%，主要系煤价下降，根据 wind，一季度秦皇岛（5500 大卡）现货煤下降 181 元/吨。一季度扣非利润增速远高于归母口径，主要系公司 2024 年一季度资产处置获得一次性损益 3.86 亿元。
- **参股收益稳健，公司 2025 年一季度经营性现金流净额创历史新高。**公司一季度实现投资净收益 11.83 亿元，较去年同期增加 0.35 亿元，考虑到公司参股收益主要为煤矿与新能源，预计投资收益增加主要系参股新能源业绩增长。公司财务费用持续下降，一季度财务费用 7.05 亿元，同比下降 1.43 亿元。值得注意的是，公司一季度经营性现金流净额为 90.65 亿元，较去年同期增加 47 亿，同比增长 107%，创上市以来新高。现金流净额增长主要系购买商品支付的现金减少，或系煤价下降以及减少库存影响，考虑到 3 月、4 月煤价下行且低位运行，预计公司二季度入炉煤价环比向下，点火价差有望走阔。
- **在煤价快速下跌过程中，关注电价稳定性，考虑到公司机组位置，重点关注山东和湖北竞争格局。**在电力市场化不断加深背景下，煤电投资价值更多取决于煤炭和电力两个市场供需格局在时间和空间上差异，集中表现在电价长协一年一签，而煤价在更大程度上随行就市；以及电价受区域格局影响更大，而煤价受全国供需影响。落实到华电国际，公司在山东和湖北等地占比较高，受新能源和外来电冲击较大，因此火电利用小时数和电价稳定性对本地用电需求更为敏感，建议密切关注两省用电需求。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 65.3、71.6、77.4 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 9/8/8 倍，维持“买入”评级。按照 2025 年 4 月 29 日港股股价计算，公司港股 2024 年度分红对应股息率将达到 5.04%（人民币兑港元取 1:1.08），建议关注港股华电国际电力股份。
- **风险提示：**煤价波动超出预期，电价出现不利变化，计提大额减值损失。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	117,176	112,994	106,639	105,795	104,952
同比增长率 (%)	9.45%	-3.57%	-5.62%	-0.79%	-0.80%
归母净利润 (百万元)	4,522	5,703	6,529	7,155	7,743
同比增长率 (%)	4,430.69%	26.11%	14.49%	9.60%	8.22%
每股收益 (元/股)	0.44	0.56	0.64	0.70	0.76
ROE (%)	6.48%	8.47%	9.25%	9.65%	9.92%
市盈率 (P/E)	13.32	10.56	9.23	8.42	7.78

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,851	3,199	3,174	3,149
应收票据及账款	11,726	11,718	11,625	11,532
预付账款	4,019	3,468	3,441	3,414
其他应收款	947	931	924	917
存货	5,160	4,058	3,983	3,911
其他流动资产	1,386	1,532	1,520	1,508
流动资产总计	29,088	24,906	24,666	24,429
长期股权投资	46,933	50,830	54,728	58,625
固定资产	129,449	125,270	120,859	116,217
在建工程	6,931	5,776	4,620	3,465
无形资产	7,510	7,239	6,968	6,697
长期待摊费用	626	584	542	501
其他非流动资产	3,339	3,324	3,309	3,294
非流动资产合计	194,787	193,023	191,027	188,800
资产总计	223,875	217,929	215,693	213,229
短期借款	27,891	36,336	45,808	54,163
应付票据及账款	10,960	11,571	11,358	11,151
其他流动负债	26,278	23,236	22,833	22,442
流动负债合计	65,129	71,144	79,998	87,757
长期借款	67,833	51,455	35,524	20,063
其他非流动负债	4,836	4,836	4,836	4,836
非流动负债合计	72,669	56,291	40,360	24,899
负债合计	137,797	127,434	120,358	112,655
股本	10,228	10,228	10,228	10,228
资本公积	15,177	15,177	15,177	15,177
留存收益	41,931	45,195	48,773	52,644
归属母公司权益	67,335	70,599	74,177	78,049
少数股东权益	18,744	19,896	21,158	22,525
股东权益合计	86,078	90,495	95,335	100,573
负债和股东权益合计	223,875	217,929	215,693	213,229

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	6,836	3,816	4,554	5,245
折旧与摊销	10,681	10,662	10,893	11,125
财务费用	3,226	3,170	3,080	2,997
投资损失	-3,478	-4,020	-4,020	-4,020
营运资金变动	-1,568	-900	-402	-385
其他经营现金流	640	5,188	5,188	5,188
经营性现金净流量	16,336	17,916	19,293	20,149
投资性现金净流量	-7,711	-6,201	-6,201	-6,201
筹资性现金净流量	-8,175	-14,368	-13,117	-13,974
现金流量净额	451	-2,652	-25	-25

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	112,994	106,639	105,795	104,952
营业成本	103,071	95,074	93,318	91,619
税金及附加	1,268	990	982	974
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,797	1,616	1,603	1,590
研发费用	0	0	0	0
财务费用	3,226	3,170	3,080	2,997
资产减值损失	-102	-529	-525	-521
信用减值损失	13	56	56	55
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3,478	4,020	4,020	4,020
公允价值变动损益	37	0	0	0
资产处置收益	399	195	195	195
其他收益	870	891	891	891
营业利润	8,328	10,423	11,450	12,413
营业外收入	839	470	470	470
营业外支出	302	193	193	193
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	8,864	10,700	11,727	12,690
所得税	2,029	3,019	3,308	3,580
净利润	6,836	7,681	8,418	9,110
少数股东损益	1,133	1,152	1,263	1,366
归属母公司股东净利润	5,703	6,529	7,155	7,743
EPS(元)	0.56	0.64	0.70	0.76

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-3.57%	-5.62%	-0.79%	-0.80%
营业利润增长率	46.01%	25.16%	9.85%	8.41%
归母净利润增长率	26.11%	14.49%	9.60%	8.22%
经营现金流增长率	23.28%	9.67%	7.68%	4.44%
盈利能力				
毛利率	8.78%	10.84%	11.79%	12.70%
净利率	6.05%	7.20%	7.96%	8.68%
ROE	8.47%	9.25%	9.65%	9.92%
ROA	2.55%	3.00%	3.32%	3.63%
估值倍数				
P/E	10.56	9.23	8.42	7.78
P/S	0.53	0.56	0.57	0.57
P/B	1.42	1.32	1.23	1.14
股息率	1.13%	5.42%	5.94%	6.43%
EV/EBITDA	7	7	6	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。