

华电国际（600027）

证券研究报告

2025 年 05 月 08 日

煤电盈利改善，Q1 扣非归母净利润同比+17%

事件：公司发布 2025 年一季报。2025 年一季度公司实现营收 265.77 亿元，同比下降 14.14%；实现归母净利润 19.3 亿元，同比增长 3.66%；实现扣非归母净利润 18.96 亿元，同比增长 17.01%。

点评：

电量下滑叠加电价微降，一季度营收有所下滑

一季度累计完成发电量 513.84 亿千瓦时，同比下降约 8.51%；完成上网电量 480.15 亿千瓦时，同比下降约 8.50%，主要系公司所在区域电量供需宽松，新能源装机容量持续增加，煤电机组利用小时数下降，特别是山东区域受外电入鲁及新增装机挤占存量机组发电空间。电价方面，公司一季度平均上网电价约为 505.71 元/兆瓦时，同比下降约 0.71%。电量下滑叠加电价微降，一季度公司营收同比下滑 14.14%。

煤机下行带动盈利能力提升，扣非归母净利润同比+17%

成本端，考虑 30 天库存，2025 年一季度秦皇岛港动力末煤（5500K）平仓价均值为 760 元/吨，同比下降 164 元/吨，预计公司燃料成本一季度显著降低。煤价下行带动公司盈利能力提升，一季度公司毛利率为 10.7%，同比提高 2.3pct。此外，公司投资收益约 11.83 亿元，同比微增 3.0%。综合来看，一季度公司实现归母净利润 19.3 亿元，同比增长 3.66%；实现扣非归母净利润 18.96 亿元，同比增长 17.01%。

拟注入集团优质火电资产，标的资产在运装机约 16GW

公司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。本次重组交易对价为 71.67 亿元，其中江苏公司 80%股权的交易对价 34.28 亿元，其他标的资产交易对价为 37.38 亿元。本次拟注入标的资产合计在运装机规模约为 1606 万千瓦，占华电国际 2024 年末的装机比例为 26.85%。

投资建议：考虑到公司全年业绩以及煤价、电价、电量变动情况，下调 2025-2026 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 64、70、74 亿元（2025-2026 年前值为 70、80 亿元），对应 PE 9.1、8.4、8.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济大幅下行的风险，煤炭价格大幅上升，电价下调的风险，下游需求低于预期，行业竞争过于激烈的风险，项目建设进度不及预期，重组可能被暂停、中止或者取消等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	117,176.13	112,993.98	110,138.24	108,533.40	106,707.78
增长率(%)	9.45	(3.57)	(2.53)	(1.46)	(1.68)
EBITDA(百万元)	19,402.96	21,018.55	22,370.07	23,789.67	24,543.29
归属母公司净利润(百万元)	4,522.13	5,702.67	6,430.86	6,990.12	7,396.00
增长率(%)	4,430.69	26.11	12.77	8.70	5.81
EPS(元/股)	0.44	0.56	0.63	0.68	0.72
市盈率(P/E)	13.00	10.31	9.14	8.41	7.95
市净率(P/B)	0.84	0.87	0.81	0.76	0.73
市销率(P/S)	0.50	0.52	0.53	0.54	0.55
EV/EBITDA	8.97	8.62	7.77	7.47	6.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,510.33
流通 A 股股本(百万股)	8,510.33
A 股总市值(百万元)	48,934.38
流通 A 股市值(百万元)	48,934.38
每股净资产(元)	4.33
资产负债率(%)	60.35
一年内最高/最低(元)	7.42/4.86

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
王钰舒	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070006	
wangyushu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华电国际-季报点评:电量电价向好，拟注入火电资产有望提升持续盈利能力》 2024-11-04
- 《华电国际-半年报点评:盈利能力持续修复，拟注入集团优质火电资产》 2024-08-27
- 《华电国际-季报点评:煤价下行带动盈利能力提升，一季度业绩高增 64%》 2024-05-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,455.16	5,851.10	8,811.06	8,682.67	8,536.62	营业收入	117,176.13	112,993.98	110,138.24	108,533.40	106,707.78
应收票据及应收账款	12,183.29	11,593.76	10,907.41	11,553.24	10,559.24	营业成本	109,645.65	103,070.65	99,333.88	96,854.04	94,869.54
预付账款	3,185.06	4,018.65	2,183.47	4,124.39	2,119.79	营业税金及附加	983.11	1,268.37	1,236.32	1,218.30	1,197.81
存货	4,500.58	5,160.04	3,614.34	4,747.94	3,739.70	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,257.63	2,464.48	3,419.08	2,551.20	3,232.16	管理费用	1,668.35	1,797.12	1,668.79	1,644.47	1,616.81
流动资产合计	28,581.72	29,088.04	28,935.35	31,659.44	28,187.50	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	43,791.15	46,932.98	49,932.98	52,932.98	55,932.98	财务费用	3,603.64	3,225.61	2,911.15	2,759.15	2,535.26
固定资产	131,660.26	129,274.06	123,646.58	118,983.06	114,859.33	资产/信用减值损失	(305.24)	(89.30)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
在建工程	7,352.87	6,930.61	11,151.43	14,106.00	16,174.20	公允价值变动收益	(18.62)	37.31	0.00	0.00	0.00
无形资产	7,275.27	7,511.52	7,225.70	6,939.87	6,654.05	投资净收益	3,776.45	3,478.32	3,678.32	3,878.32	4,078.32
其他	4,375.04	4,138.15	4,759.39	4,400.83	4,361.94	其他	(7,880.67)	(8,121.67)	(1,291.45)	(891.45)	(891.45)
非流动资产合计	194,454.58	194,787.33	196,716.08	197,362.75	197,982.50	营业利润	5,703.45	8,327.57	9,857.88	10,727.21	11,358.13
资产总计	223,036.30	223,875.37	225,651.43	229,022.19	226,170.01	营业外收入	295.51	839.04	347.23	347.23	347.23
短期借款	18,967.78	27,890.77	32,800.67	38,466.90	46,057.19	营业外支出	188.81	302.11	208.68	208.68	208.68
应付票据及应付账款	11,287.65	10,959.86	14,371.38	9,045.52	13,490.22	利润总额	5,810.14	8,864.49	9,996.42	10,865.76	11,496.67
其他	30,783.59	23,620.05	25,353.51	28,227.47	26,205.06	所得税	1,002.13	2,028.87	2,287.94	2,486.91	2,631.31
流动负债合计	61,039.02	62,470.68	72,525.56	75,739.89	85,752.47	净利润	4,808.01	6,835.63	7,708.49	8,378.85	8,865.37
长期借款	61,600.92	49,861.02	38,851.33	35,939.75	17,555.14	少数股东损益	285.88	1,132.96	1,277.63	1,388.73	1,469.37
应付债券	9,794.24	17,892.06	17,573.49	15,086.60	16,850.71	归属于母公司净利润	4,522.13	5,702.67	6,430.86	6,990.12	7,396.00
其他	5,064.70	4,915.48	4,975.84	4,985.34	4,958.88	每股收益（元）	0.44	0.56	0.63	0.68	0.72
非流动负债合计	76,459.85	72,668.56	61,400.65	56,011.68	39,364.73						
负债合计	139,656.52	137,797.06	133,926.21	131,751.57	125,117.21						
少数股东权益	13,623.54	18,743.54	19,446.23	20,210.04	21,018.19						
股本	10,227.56	10,227.56	10,227.56	10,227.56	10,227.56						
资本公积	14,357.93	15,176.60	15,176.60	15,176.60	15,176.60						
留存收益	14,226.95	16,612.37	20,149.34	23,993.91	28,061.71						
其他	30,943.80	25,318.24	26,725.48	27,662.51	26,568.74						
股东权益合计	83,379.78	86,078.31	91,725.22	97,270.61	101,052.80						
负债和股东权益总计	223,036.30	223,875.37	225,651.43	229,022.19	226,170.01						

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,808.01	6,835.63	6,430.86	6,990.12	7,396.00
折旧摊销	10,273.89	10,575.35	10,692.50	10,994.77	11,341.36
财务费用	3,617.96	3,232.92	2,911.15	2,759.15	2,535.26
投资损失	(3,776.45)	(3,478.32)	(3,678.32)	(3,878.32)	(4,078.32)
营运资金变动	(1,037.23)	224.97	4,708.34	(7,345.32)	7,476.81
其它	(634.52)	(1,054.18)	1,277.63	1,388.73	1,469.37
经营活动现金流	13,251.65	16,336.37	22,342.15	10,909.12	26,140.47
资本支出	11,305.78	11,261.74	11,939.64	11,990.50	12,026.45
长期投资	2,758.61	3,141.83	3,000.00	3,000.00	3,000.00
其他	(23,356.23)	(22,114.33)	(23,312.14)	(23,116.43)	(22,928.36)
投资活动现金流	(9,291.84)	(7,710.76)	(8,372.50)	(8,125.93)	(7,901.90)
债权融资	(11,138.83)	(5,947.27)	(8,948.12)	(78.12)	(13,301.44)
股权融资	7,262.21	(5,625.09)	(2,061.58)	(2,833.46)	(5,083.18)
其他	(820.53)	3,397.69	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(4,697.14)	(8,174.68)	(11,009.69)	(2,911.58)	(18,384.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(737.34)	450.94	2,959.96	(128.39)	(146.05)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com