

华电国际(600027.SH)/华电国际电力股份(01071.HK)

规模扩张的新范式，盈利稳定的新征程

核心观点:

- **资产整合陆续落地，自建资产或近尾声，注入成长范式或已开启。**公司公告拟 72 亿元收购集团 7.6GW 煤电和 8.4GW 气电资产，收购估值包含/剔除永续债 PB 为 1.5/2 倍；完成后公司装机增至 76GW，当前已完成江苏公司 13GW 过户。公司定位为华电集团常规能源整合平台，集团非上市火/水等常规能源仍有近 50GW，关注后续资产整合。
- **盈利修复仍在进行，分红股息价值突出。**近三年伴随火电盈利持续修复，2024 年公司实现归母净利润 57.03 亿元(同比+26.1%)，加权 ROE 达 11.7%，2025Q1 扣非归母净利润同比+17%，煤价下行或带动业绩进一步提升。公司经营现金流净额已连续三年改善，投资支出呈下降趋势，自由现金流 2022 年转正并持续提升，2024 年初至今偿还永续债 86 亿元，负债率下降。公司连续 5 年保持 15 亿元以上分红，2021-2024 年 A/H 股平均股息率为 3.7%/6.5%，未来分红可靠性更加突出。
- **关注火电的盈利稳定能力，塑造新的征程。**过去十年，火电受煤价波动影响，盈利稳定性较差。但展望未来，我们认为伴随火电容量+辅助服务价值持续提升，同时电量电价也与煤价更加联动，火电的利润和 ROE 的稳定性改善将超预期，火电有望从周期走向价值。叠加市值管理和新成长范式的同频共振，公司从利润到估值均有望迎来上扬。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025~2027 年归母净利为 74/79/84 亿元(剔除永续债利息为 67/72/76 亿元)，A 股收盘价对应 PE 为 8.6/8.0/7.6 倍(H 股为 6.0/5.6/5.3 倍)。火电盈利有望稳定，自由现金流持续恢复增强分红能力。参考同业估值，给予公司 2025 年 11 倍 PE，对应 7.49 元/股合理价值，对应 H 股 6.14 港币/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤价持续上行风险；利用小时数、改革不及预期风险。

盈利预测：(2025 年 EPS 已考虑增发)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	117176	112994	130388	131480	134927
增长率(%)	9.5%	-3.6%	15.4%	0.8%	2.6%
EBITDA(百万元)	16371	18422	21887	23097	23688
归母净利润(百万元)	4522	5703	7424	7923	8366
增长率(%)	3,789.0%	26.1%	30.2%	6.7%	5.6%
EPS(元/股)	0.44	0.56	0.68	0.73	0.77
市盈率(P/E)	11.62	10.06	8.56	8.03	7.60
ROE(%)	6.5%	8.5%	9.9%	9.9%	9.9%
EV/EBITDA	10.06	9.03	7.19	6.54	5.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：港币兑人民币汇率 0.915

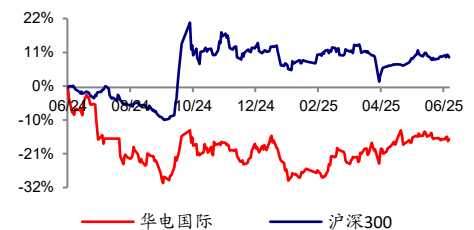
识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	5.83 元/4.78 港元
合理价值	7.49 元/6.14 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-06-16

基本数据

股票代码	600027.SH	01071.HK
总股本(百万股)	10227.56	10227.56
流通股本(百万股)	8510.33	1717.23
总市值(百万)	59,627 元	48,888 港元
一年内最高/低价	7.10-4.91 元	4.97-3.45 港元
30 日均成交量(百万股)	67.58	11.62
30 日均成交额(百万)	398 元	53 港元
近 3 个月涨跌幅(%)	7.17	9.63

相对市场表现



分析师：郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

分析师：许子怡



SAC 执证号：S0260524010002



021-38003618



xuziyi@gf.com.cn

请注意，姜涛、许子怡并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、集团常规能源整合平台，煤价回落盈利持续改善	5
（一）集团常规能源整合平台，火电装机集中于山东	5
（二）煤价同比持续回落，2025 年内业绩有望高增	7
二、火电盈利水平有望维持，分红持续股息价值突出	10
（一）盈利能力接近 2018 年，容量+辅助提升 ROE 稳定性	10
（二）三大报表显著修复中，分红持续股息价值突出	14
三、收购集团 16GW 火电资产，装机增长近三成	16
（一）72 亿元收购集团 16GW 火电，装机增长近三成	16
（二）自主在建火电或近尾声，集团资产有望持续注入	19
四、盈利预测和投资建议	22
（一）关键业务核心假设	22
（二）盈利预测与投资建议	23
五、风险提示	24

图表索引

图 1: 2025Q1 华电系上市平台股权结构图	5
图 2: 收购完成后公司控股装机将增至 76GW.....	6
图 3: 2024 年公司山东煤电占总装机 41%	6
图 4: 2024 年新增 1.5GW 燃机均在山东	6
图 5: 公司燃煤 300MW 以下小机组装机占比仅 5%	7
图 6: 2025Q1 公司营收同比下降 14.1%.....	7
图 7: 2025Q1 公司归母净利润同比增长 3.7%.....	7
图 8: 2025Q1 公司扣非归母净利润同比增长 17.0%	8
图 9: 2024 年末公司加权 ROE 已升至 11.7%	8
图 10: 公司发电业务占营收比例超八成.....	8
图 11: 公司分业务毛利率情况.....	8
图 12: 公司上网电量近年保持在 2000 亿千瓦时左右	9
图 13: 公司平均上网电价高位保持	9
图 14: 秦皇岛动力末煤 Q5500 市价 (元/吨)	9
图 15: 北方港口合计库存仍在高位 (万吨)	9
图 16: 2024 年火电度电毛利接近 2018 年水平	10
图 17: 2024 年火电单位装机毛利介于 2017-2018 年.....	10
图 18: 关注煤电从发电向调节转型	11
图 19: 火电的电价新构成: 容量电价、电量电价、辅助服务电价.....	11
图 20: 近年现货煤价波动显著收窄	12
图 21: 2025 年 4 月山东市场化电价为 372 元/兆瓦时	13
图 22: 2025 年 4 月山西市场化电价 302 元/兆瓦时.....	13
图 23: 测算 2026 年公司容量电价收入增至 68 亿元	13
图 24: 伴随光伏接入比例增高, 鸭型曲线愈加明显.....	14
图 25: 2025 年 5 月 2 日广东省发电侧加权价格曲线	14
图 26: 公司经营现金流净额已连续三年改善	14
图 27: 近年公司投资现金流净流出不足百亿	14
图 28: 公司自由现金流已在 2022 年实现转正	15
图 29: 2024 年末公司资产负债率已降至 61.6%.....	15
图 30: 公司财务费用持续下降	15
图 31: 近年公司减值规模已显著收窄	16
图 32: 预计后续公司分红总额有望提升.....	16
图 33: 增发募集配套资金以发行股份购买资产的成功实施为前提.....	17
图 34: 集团积极推动符合条件的非上市常规能源发电资产注入工作.....	20
图 35: 华电云南利润波动受水电影响较大	21
图 36: 本次仅注入华电福瑞能源部分气电资产.....	22
图 37: 2024 年华电福瑞能源煤电毛利率为 6.74%	22

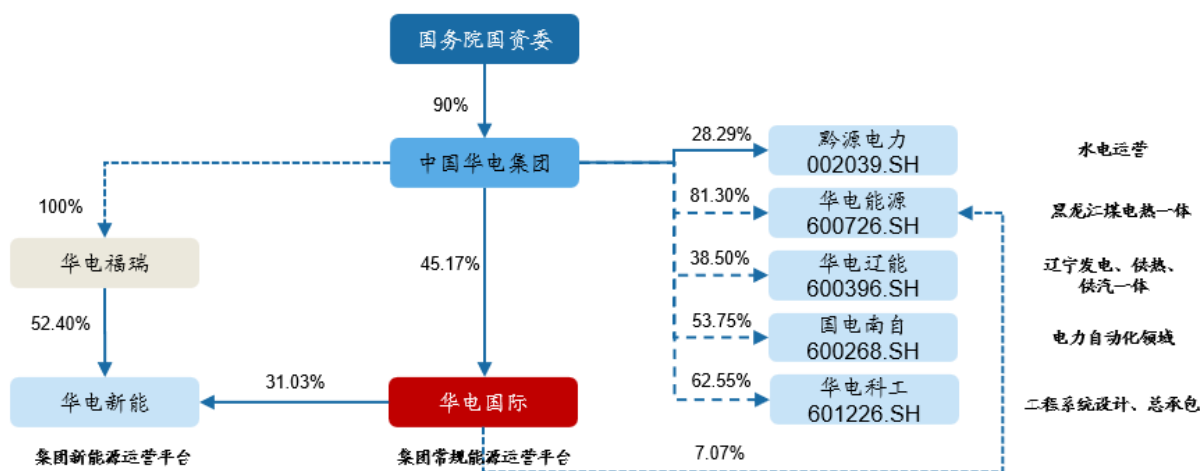
表 1: 煤价、电价对火电度电盈利影响敏感性分析 (分/千瓦时)	9
表 2: 测算火电机组 ROE 有望稳定在 10%左右	12
表 3: 本次收购标的资产的交易对价及支付方式情况	17
表 4: 2023-2024 年收购标的资产包 ROE 在 6%-8%	17
表 5: 本次收购标的资产包含、剔除永续债 PB 分别为 1.5、2 倍	18
表 6: 不考虑募集配套资产下本次收购增厚 2024 年度 EPS 为 0.48%	18
表 7: 测算股份增发后 2024 年度 EPS 小幅摊薄	19
表 8: 2024 年末公司已获核准及在建机组容量达 9.3GW	19
表 9: 对于满足注入条件的常规能源资产, 集团尽快注入上市公司	20
表 10: 截至 2023 年底中国华电控股的发电企业中, 已投运非上市常规能源发电资 产情况	21
表 11: 公司发电业务经营数据预测	22
表 12: 公司各分部业务预测	23
表 13: 华电国际同业对比 (收盘价日期: 2025/6/13)	24

一、集团常规能源整合平台，煤价回落盈利持续改善

（一）集团常规能源整合平台，火电装机集中于山东

公司定位为华电集团（截至2025Q1集团直接持有公司45.17%股权）的常规能源整合平台。根据公司财报，2024年完成上网电量2084.53亿千瓦时，较上年同期下降约0.52%，体量居行业可比公司前列；截至2024年末，公司可控发电装机容量达到59.82GW，其中煤电、气电分别为46.75、10.60GW，另有水电2.46GW。2021年5月公司出资212亿元（出售新能源资产+现金出资）参股集团清洁能源整合平台华电新能31%股份，2021年10月作价56.08亿元出售第二批新能源资产至华电新能，至此完成体内所有新能源资产的转移，成为集团常规能源整合平台。

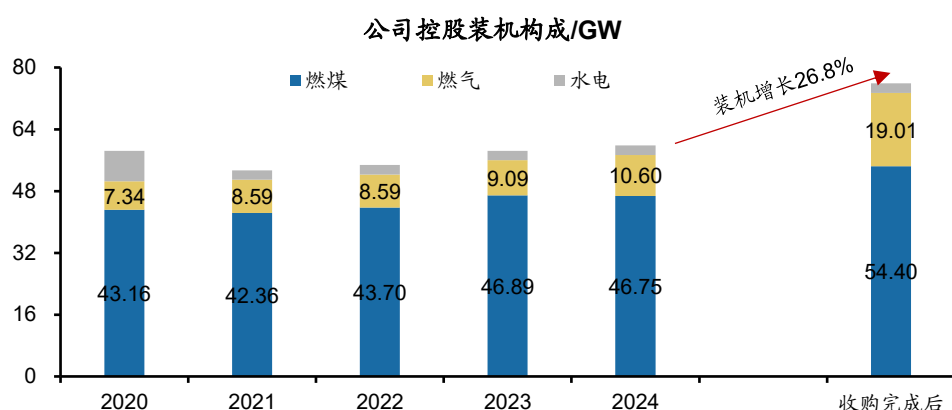
图 1：2025Q1华电系上市平台股权结构图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2024年12月公告拟收购集团16GW火电资产，收购完成后控股装机增至76GW。根据资产收购公告，本次收购资产总装机规模16GW（煤电7.65GW，气电8.41GW），占华电国际2024年末控股装机（59.82GW）比例为26.8%，本次收购资产权益装机规模12.7GW（煤电6.37GW，气电6.37GW）。拟收购资产分布在江苏、上海、广东、广西4个省市，位于长三角、珠三角经济发达地区；交易完成后，将显著提高公司控股装机规模至75.87GW。6月14日公司公告拟向大股东增发收购江苏公司（煤电、气电各6.4GW）80%股权已过户完成，期待后续现金收购资产交割过户工作顺利完成。

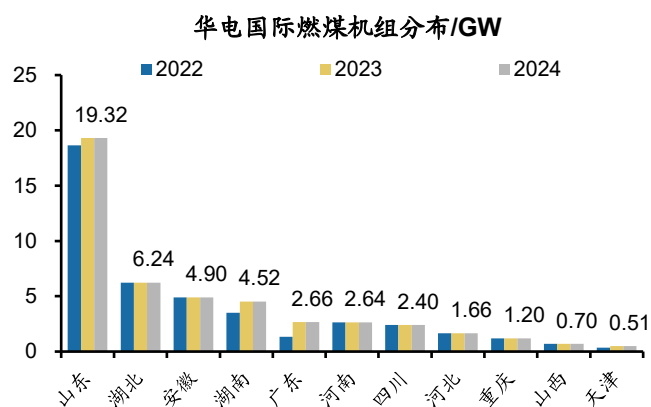
图 2：收购完成后公司控股装机将增至76GW



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

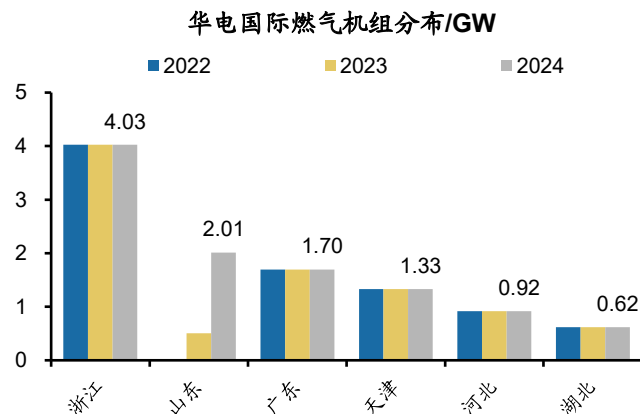
火电机组多集中于山东，煤电300MW以下小机组占比仅5%。根据公司财报，截至2024年末，公司火电投运装机合计57.35GW，其中煤电46.75GW、燃机10.60GW。聚焦装机分布来看，2024年末山东投运煤电达19.32GW、占全部煤电装机的41.32%，而后为湖北、安徽、湖南，占全部煤电装机的13.35%、10.48%、9.67%；燃机浙江投运较大，达4.03GW，但山东燃机亦快速提升、2024年新增1.5GW燃机均在山东，公司火电深耕山东区域。从煤电机组构成来看，统计2024年末公司300MW以下、300-600MW、600-1000MW及1000MW以上煤机装机分别为2.27、17.97、18.04、9.0GW、占比分别为5%、38%、38%、19%，小容量机组占比较低。

图 3：2024年公司山东煤电占总煤机41%



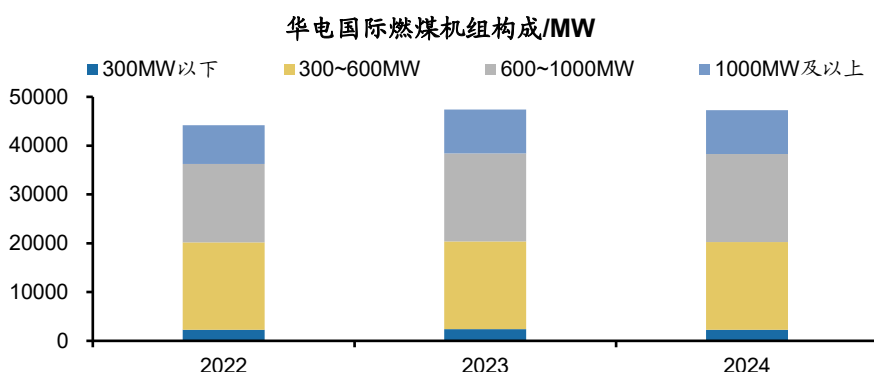
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2024年新增1.5GW燃机均在山东



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：公司燃煤300MW以下小机组装机占比仅5%

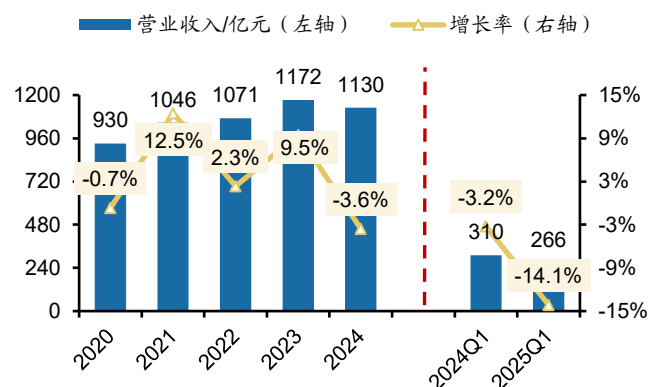


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）煤价同比持续回落，2025 年内业绩有望高增

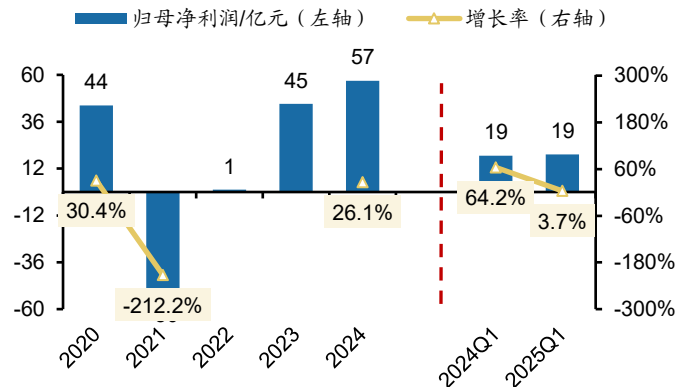
近年营收体量稳定，归母净利润逐渐修复。从营业收入来看，根据财报，公司营收近年维持在 1100 亿元左右，2024 年受电价小幅下行影响，公司营业收入为 1129.9 亿元（同比-3.6%），2025Q1 营业收入为 265.8 亿元（同比-14.1%）。从归母净利润来看，2021 年受燃料成本大幅提升影响，归母净利润亏损 49.8 亿元，此后伴随煤价中枢逐步回落、利润逐年修复，2024 年归母净利润已修复至 57.0 亿元（同比+26.1%），2025Q1 达 19.3 亿元（同比+3.7%），营收下降但利润提升、主要为煤价持续回落影响。受益于盈利修复，2024 年末公司加权 ROE 已提升至 11.7%。

图 6：2025Q1 公司营收同比下降 14.1%



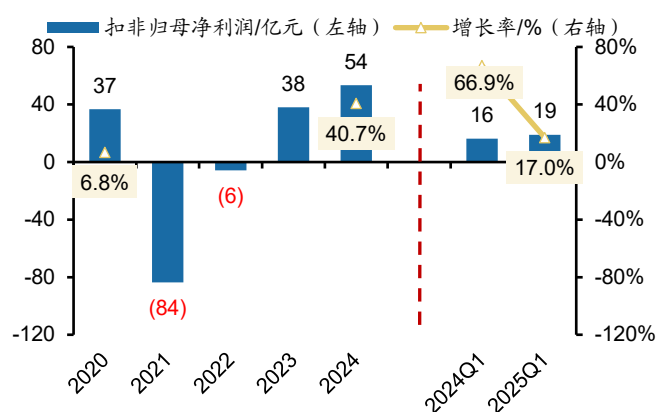
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：2025Q1 公司归母净利润同比增长 3.7%



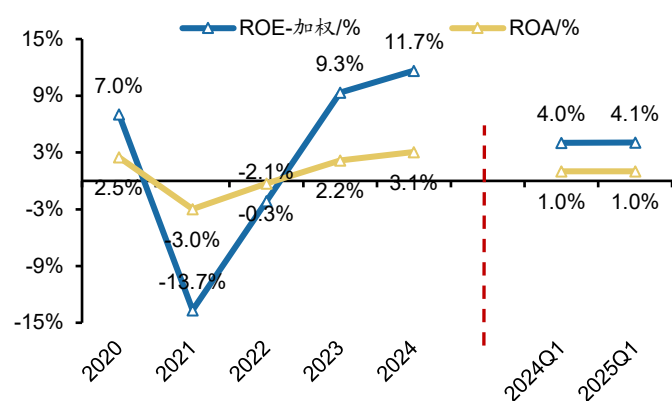
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：2025Q1公司扣非归母净利润同比增长17.0%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

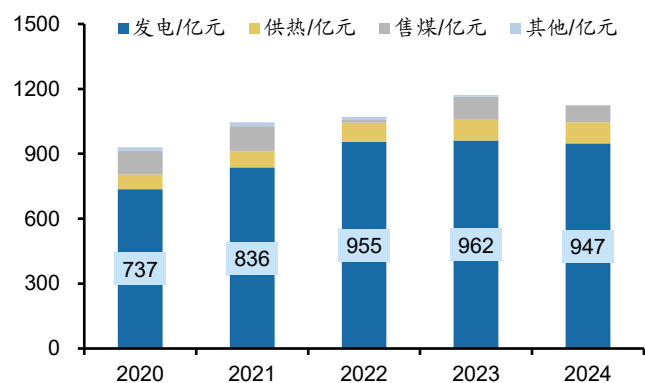
图 9：2024年末公司加权ROE已升至11.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

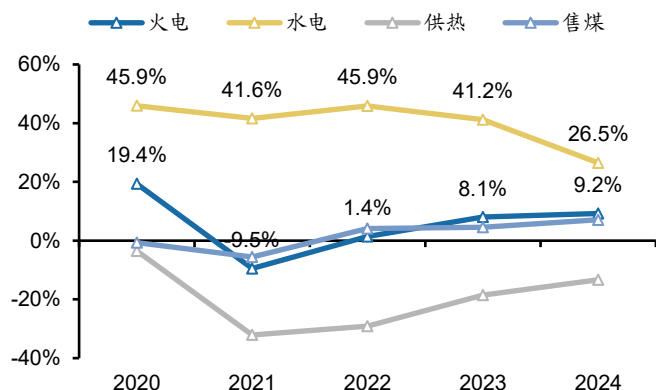
火电毛利逐年修复，上网电价高位保持。分业务来看，发电业务收入占总营收比例一直维持在 80%左右，是公司最主要的经营业务。根据公司财报，毛利率方面，水电毛利率近年维持在 40%左右，2024 年水电毛利率下降主要系来水减少、水电发电量降低影响；火电毛利率受煤价回落影响、2024 年已恢复至 9.2%。电量电价方面，公司近年上网电量一直维持在 2000 亿千瓦时左右，其中 90%以上为火电，公司火电又以煤电为主，结合公司平均上网电价近几年高位保持、而煤炭价格持续下探，公司业绩有望继续增长。

图 10：公司发电业务占营收比例超八成



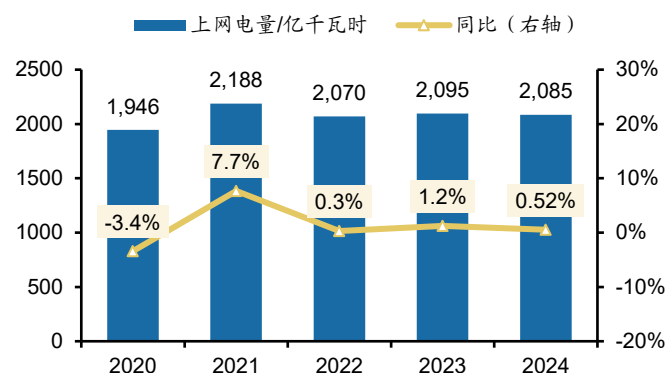
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：公司分业务毛利率情况



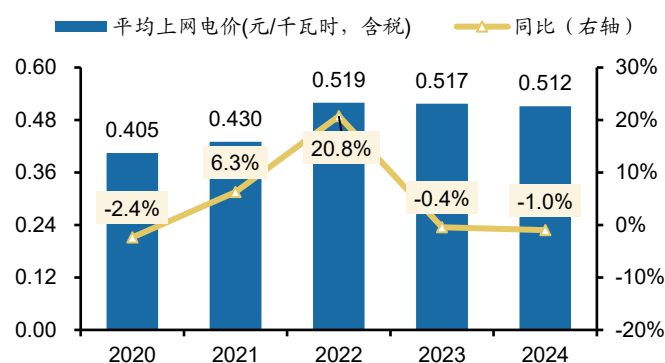
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12: 公司上网电量近年保持在2000亿千瓦时左右



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

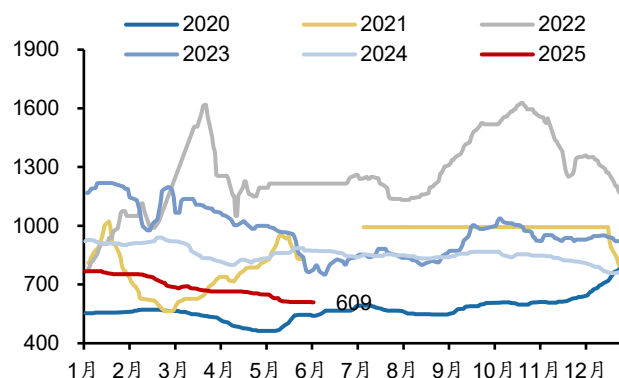
图 13: 公司平均上网电价高位保持



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

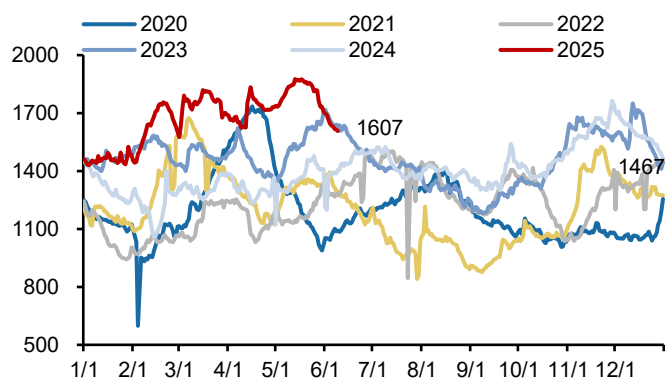
煤价中枢回落下, 公司煤电业务成本端有望充分受益。根据 WIND, 2024 年年初秦皇岛 5500 大卡现货煤价为 921 元/吨, 2024 年以来震荡下行, 最新 2025 年 6 月 13 日秦皇岛 5500 大卡动力末煤市场价格为 609 元/吨, 为近 12 月以来的最低价。同时北方港口库存仍在过去五年平均相对较高水平, 有望压制煤价大幅反弹。考虑一个月煤炭库存, 则二季度现货煤价均值为 654 元/吨、较去年同期均值 851 元/吨下降 197 元/吨, 环比一季度现货煤价均值 760 元/吨下降 106 元/吨。若考虑 50%现货煤比例、二季度煤耗略提升至 320 克/度 (考虑非供暖季环比 Q1 增长 20 克/度、同比持平), 则二季度来自燃料成本下降带动度电利润同比提升 0.04 元/度、环比提升 0.01 元/度。

图 14: 秦皇岛动力末煤Q5500市价 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 北方港口合计库存仍在高位 (万吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 北方港口=秦皇岛港、曹妃甸港、国投京唐港、黄骅港合计

表 1: 煤价、电价对火电度电盈利影响敏感性分析 (分/千瓦时)

煤价降幅	长协比例	电价降幅 (分/千瓦时)				
		-1	-2	-3	-4	-5
50	30%	0.31	-0.58	-1.46	-2.35	-3.23
	50%	-0.03	-0.92	-1.80	-2.69	-3.57
	70%	-0.37	-1.26	-2.14	-3.03	-3.91
80	30%	1.03	0.14	-0.74	-1.63	-2.51

	50%	0.48	-0.40	-1.29	-2.17	-3.06
	70%	-0.07	-0.95	-1.84	-2.72	-3.61
	30%	1.74	0.86	-0.03	-0.91	-1.80
110	50%	0.99	0.11	-0.78	-1.66	-2.55
	70%	0.24	-0.64	-1.53	-2.41	-3.30
	30%	2.46	1.57	0.69	-0.20	-1.08
140	50%	1.50	0.62	-0.27	-1.15	-2.04
	70%	0.55	-0.34	-1.22	-2.11	-2.99
	30%	3.18	2.29	1.41	0.52	-0.36
170	50%	2.02	1.13	0.25	-0.64	-1.52
	70%	0.86	-0.03	-0.91	-1.80	-2.68

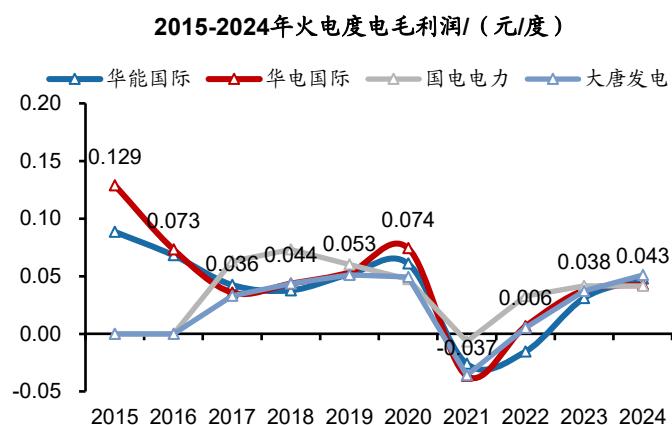
数据来源：广发证券发展研究中心

二、火电盈利水平有望维持，分红持续股息价值突出

（一）盈利能力接近 2018 年，容量+辅助提升 ROE 稳定性

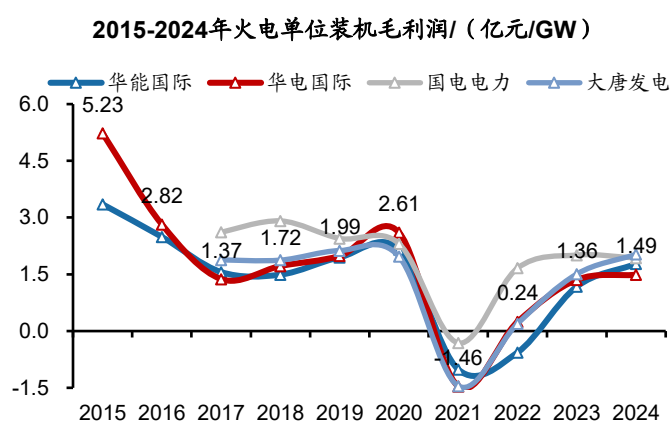
2024年火电度电毛利接近2018年水平，火电单位装机毛利介于2017-2018年。根据财报，2024年公司火电板块毛利润85.42亿元、绝对值处于2018-2019年左右水平，为2015年至今（剔除2021年巨亏年份，下同）火电毛利润均值（均值为97.71亿元）中下游水平；从度电利润角度衡量盈利分位，2024年公司平均火电度电毛利润为0.043元、与2018年水平相近，较2020年度0.074元仍具备较大提升空间。

图 16：2024年火电度电毛利接近2018年水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 17：2024年火电单位装机毛利介于2017-2018年

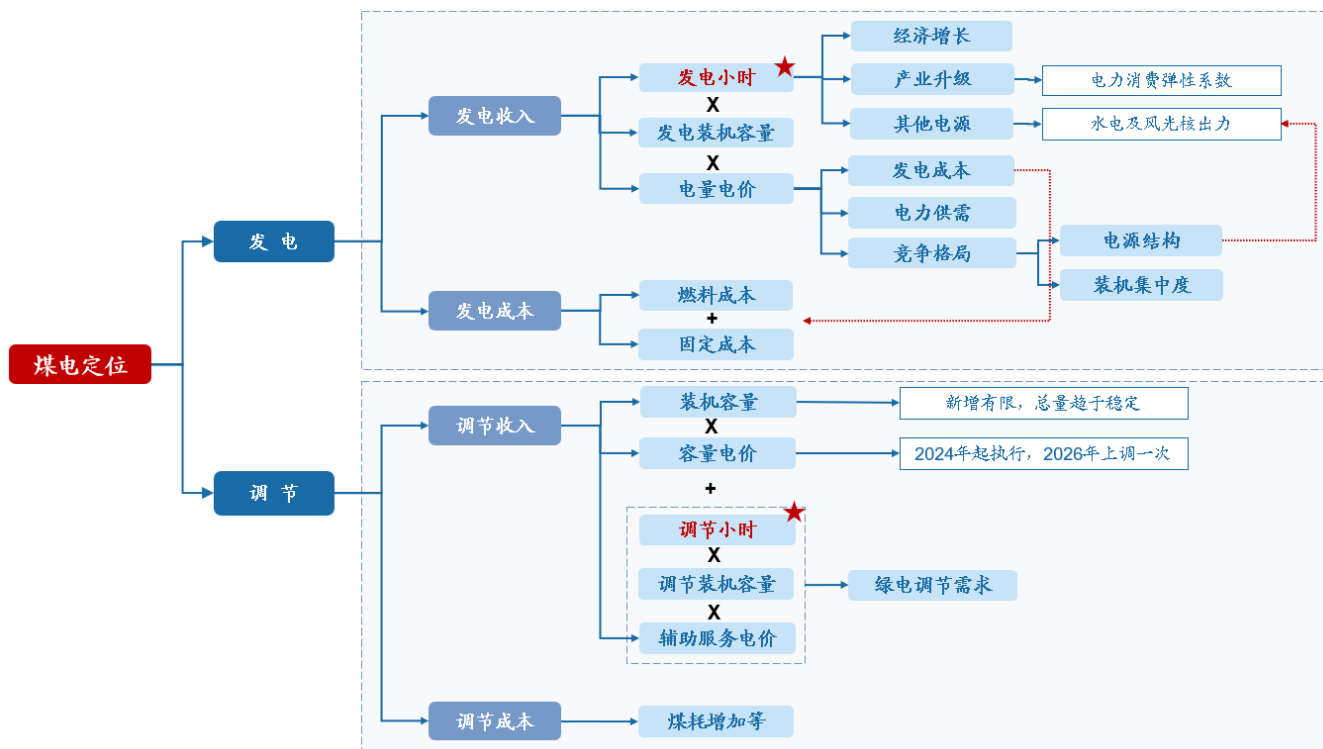


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们更建议关注煤电从发电向调节转型，更加重视单位装机利润。伴随火电更多发挥调节电源的价值，我们认为煤电将在过去的发电利用小时基础上再增加一部分调节利用小时，而盈利模式也将从观测度电利润走向单位装机综合利润，整体稳定性提升。根据财报，2024年公司火电单位GW毛利润为1.49亿元、较2020年高点下降43%，考虑火电发电利用小时数的下降，发电价值持续回落，但伴随容量电价、辅助服务等调节价值的充分定价，调节价值的挖掘，预计将使得公司单位装机盈利有望

在中上游水平保持稳定。

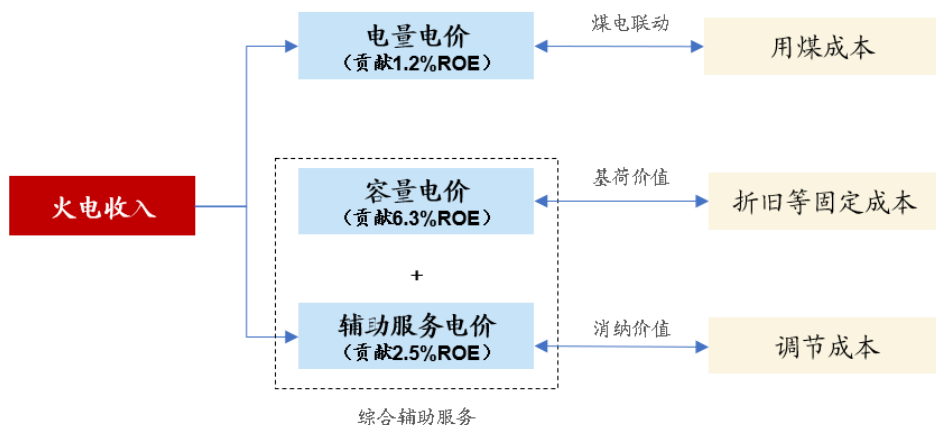
图 18: 关注煤电从发电向调节转型



数据来源：广发证券发展研究中心

火电有望在新三部制电价下重塑商业模式、增强盈利稳定性。我们在2024年4月发布行业深度报告《煤价企稳——开启新火电三部曲》中提出，火电在新电价模式下将围绕ROE模型走向价值行情。我们持续强调火电正从“纯发电资产”走向“调节资源”，相关价格机制已经明确，分别是容量电价回收固定成本、电量电价回收变动成本、辅助服务回收调节成本。测算容量电价对应ROE为6.3%、辅助服务电价对应ROE为2.5%、电量电价争取打平用煤成本，合计ROE预计维持在10%以上，且火电公司经历前几年的煤价大涨，净资产仍有折损，ROE阶段性还会更高。

图 19: 火电的电价新构成：容量电价、电量电价、辅助服务电价



数据来源：能源局，广发证券发展研究中心

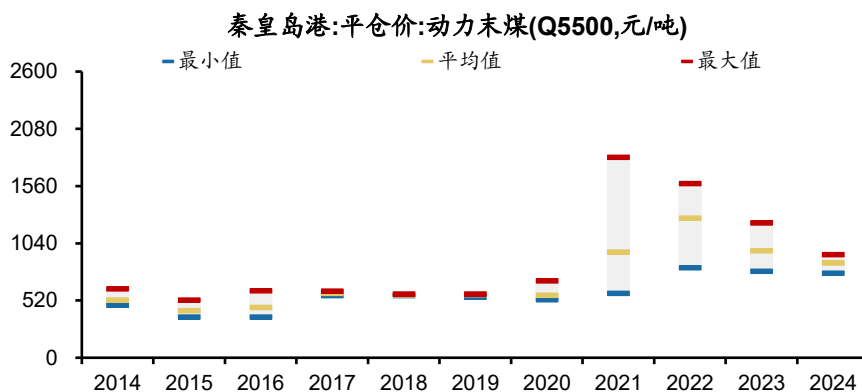
表 2: 测算火电机组ROE有望稳定在10%左右

	具体参数
度电合计收入/元 (不含税)	0.437
其中: 容量收入	0.022
其中: 辅助服务收入	0.013
其中: 电量收入	0.403
度电合计成本/元	0.405
其中: 容量成本	0
其中: 辅助服务成本	0.006
其中: 电量成本	0.398
度电合计利润/元	0.025
三者合计 ROE	10%

数据来源: Wind, 国家发改委, 广发证券发展研究中心

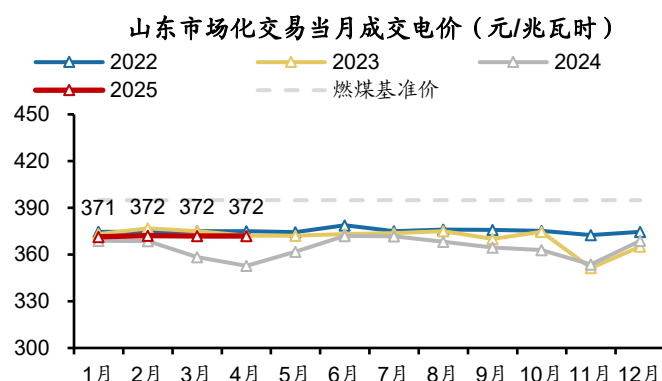
电量电价方面, 一方面煤价相对平稳, 另一方面通过年度和月度的煤电联动使得发电部分利润保持相对稳定。根据WIND, 2021年下半年煤价大幅上涨、当年现货煤价波动范围高达1235元/吨, 而后煤价中枢持续回落, 波动性亦有所下降, 2022-2024年煤价波动范围分别为766、439、170元/吨, 截至2025年6月上旬, 煤价波动范围为159元/吨 (609-768元/吨)、相对平稳。伴随煤价中枢回落、电力供需影响等, 部分省份月度电价亦有所下降, 呈现一定煤电联动。

图 20: 近年现货煤价波动显著收窄



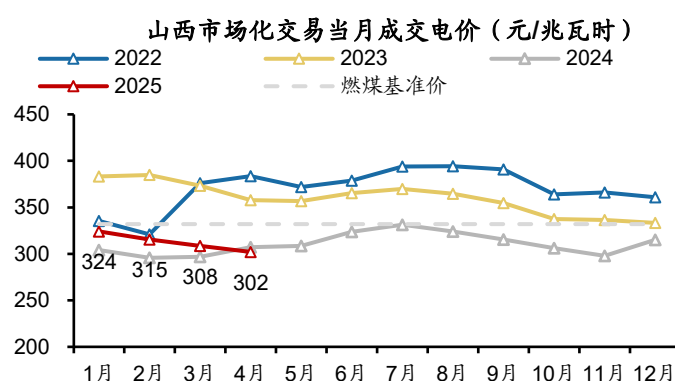
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 2025年4月山东市场化电价为372元/兆瓦时



数据来源：山东电力交易中心，广发证券发展研究中心

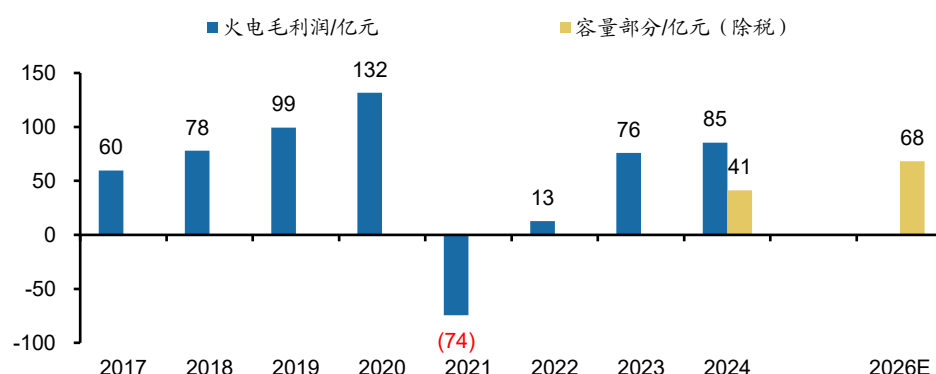
图 22: 2025年4月山西市场化电价302元/兆瓦时



数据来源：山西电力交易中心，广发证券发展研究中心

容量电价方面，当前公司容量部分已占火电毛利润近一半，看好远期火电盈利稳定性持续兑现。煤电容量电价自2024年初执行以来兑现充分，测算2024-2025年度100元/千瓦·年（含税）补偿水平下，公司有望获得41.37亿元收入，约占2024年火电业务毛利润的48%，2026年提升至165元/千瓦·年（含税）后该部分收入有望达68.26亿元。因而我们认为，尽管2025-2026年火电发电利用小时数或下降，但当前已构成火电盈利基石的调节部分有望持续增长。

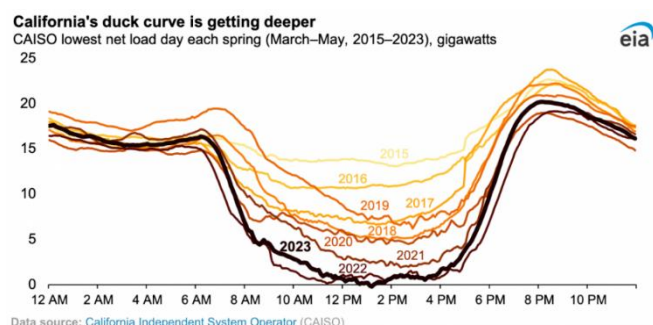
图 23: 测算2026年公司容量电价收入增至68亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

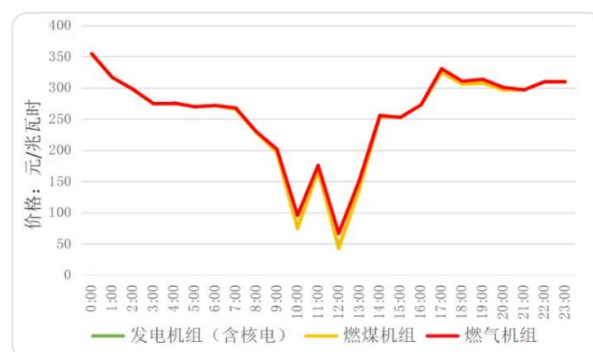
辅助服务方面，风光装机提升势必带动调节需求提高，火电的调节价值已经被持续定义。2024年2月7日国家发改委、能源局发布《建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》，提出需要各省市完善辅助服务机制，主要是调峰、调频、备用、爬坡等。其中调峰价值伴随现货市场的连续运行，将逐步反映在现货电价中。举例来看，伴随新能源接入比例持续加大，峰谷电价持续拉大，火电机组作为可灵活调整负荷的电源，可在现货市场中低价电时段少发电或买电履约中长期合同、高价电时段多发电，从而达到削峰填谷又获得增量收益。

图 24：伴随光伏接入比例增高，鸭型曲线愈加明显



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

图 25：2025年5月2日广东省发电侧加权价格曲线

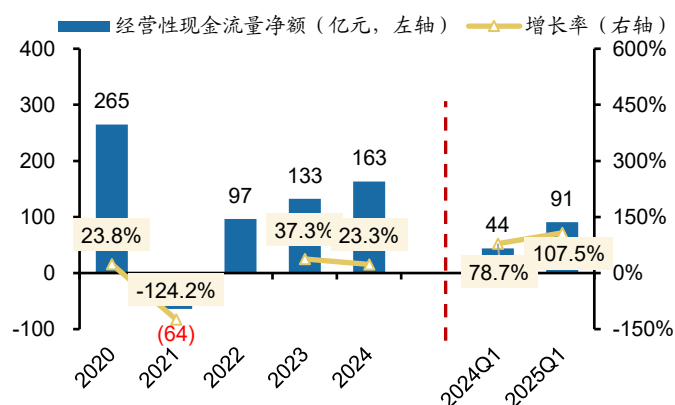


数据来源：广东电力交易中心，广发证券发展研究中心

（二）三大报表显著修复中，分红持续股息价值突出

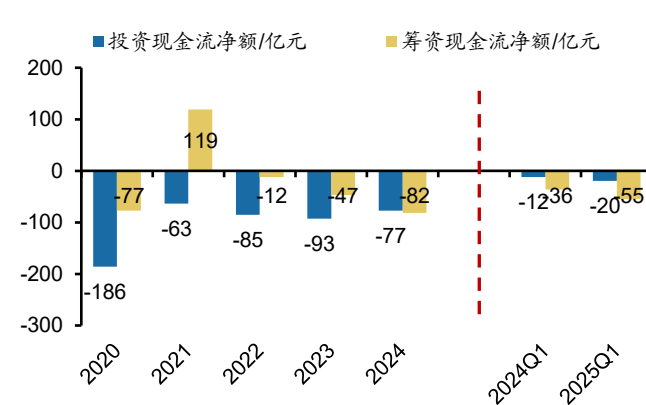
公司自由现金流持续修复，分红总额有望提升。根据财报，受益于盈利修复，公司经营现金流净额已连续三年改善；绿电资产分拆后，近年公司投资现金流净流出不足百亿，投资节奏放缓。公司自由现金流已于2022年转正、持续修复中，2025Q1自由现金流达71亿元（同比+122%）。

图 26：公司经营现金流净额已连续三年改善



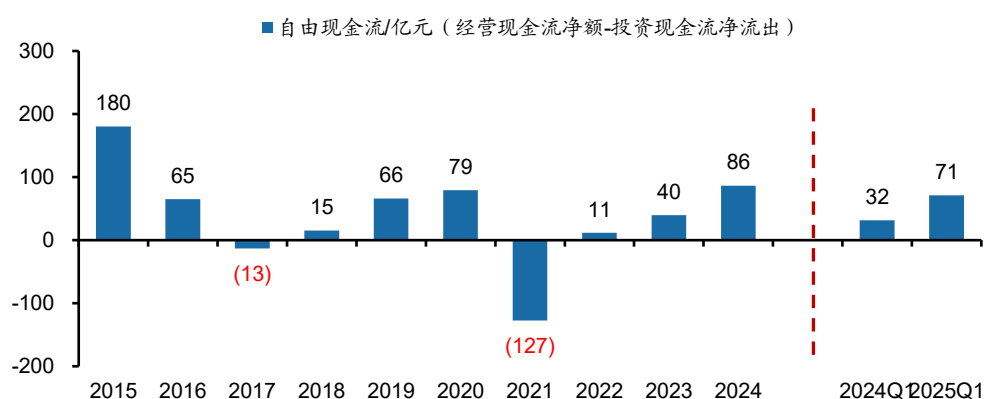
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27：近年公司投资现金流净流出不足百亿



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

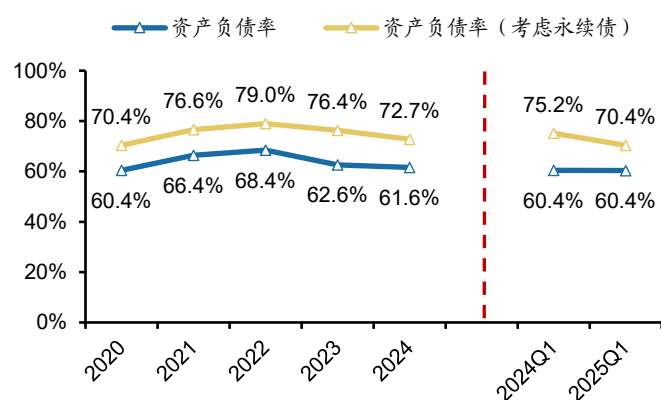
图 28：公司自由现金流已在2022年实现转正



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

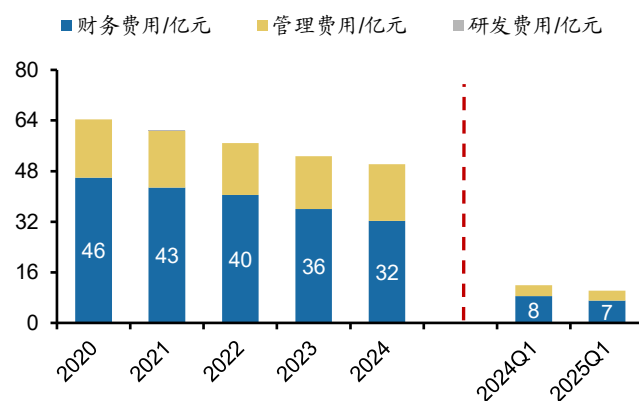
资本开支收窄，财务费用持续减少。公司近年开始偿还负债、资产负债率持续下降，根据财报，截止2025Q1公司资产负债率已降至60.4%（考虑永续债的资产负债率为70.4%）。伴随负债规模下降、同时融资成本下行，公司近年财务费用持续下降，2024年财务费用已降至32.3亿元。

图 29：2024年末公司资产负债率已降至61.6%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

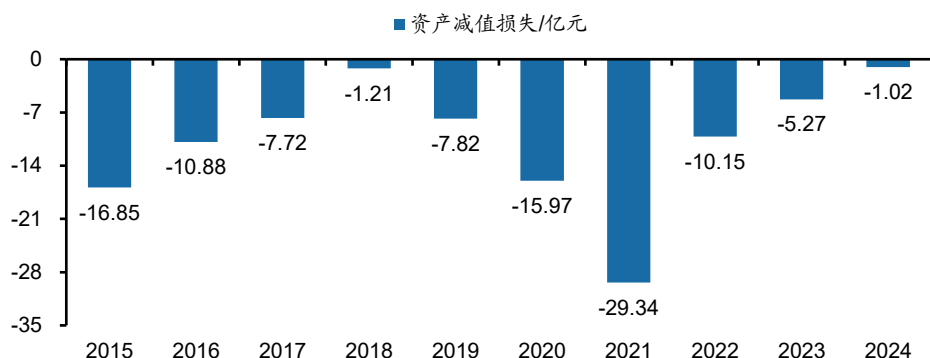
图 30：公司财务费用持续下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

近年减值规模显著收窄，容量电价给予基本保障有望降低亏损概率。十年维度来看，受国家煤炭行业去产能政策等影响，2015-2017年减值主要集中在煤炭相关资产，2018-2020年受环保升级与资产结构性调整出现减值（2020年主要为山西茂华公司煤矿相关业务计提无形资产减值13亿元），2021年至今受煤价波动与资产处置影响计提相关减值（2021年中处置茂华公司股权计提减值21亿元）。2024年初至今，受益于容量电价充分执行及煤价中枢回落，公司减值规模已显著收窄；考虑后续煤电容量电价保障比例进一步提升，煤电持续亏损概率大幅下降，公司机组亏损导致的减值可能性降低。

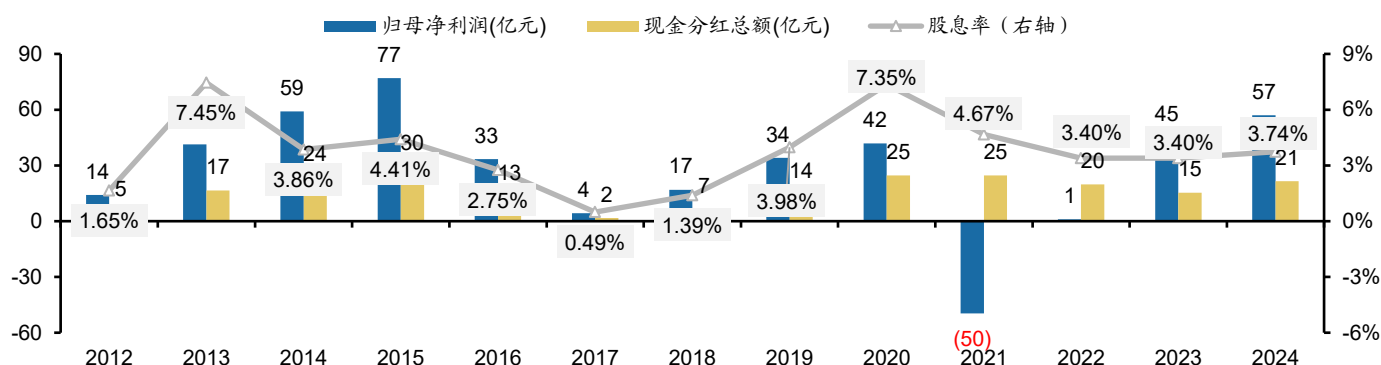
图 31：近年公司减值规模已显著收窄



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

连续5年保持15亿元以上现金分红，未来更具分红能力。根据财报，分红方面，公司连续5年保持15亿元以上分红，其中2021年归母净利润亏损49.65亿元、2020年归母净利润微盈利1亿元，仍保持现金分红24.67、19.74亿元；2021-2024年A、H股平均股息率分别为3.7%、6.5%。伴随火电盈利有望趋于稳定，而机组新增建设接近尾声，预计公司自由现金流有望持续增长，未来分红可靠性更加突出。

图 32：预计后续公司分红总额有望提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

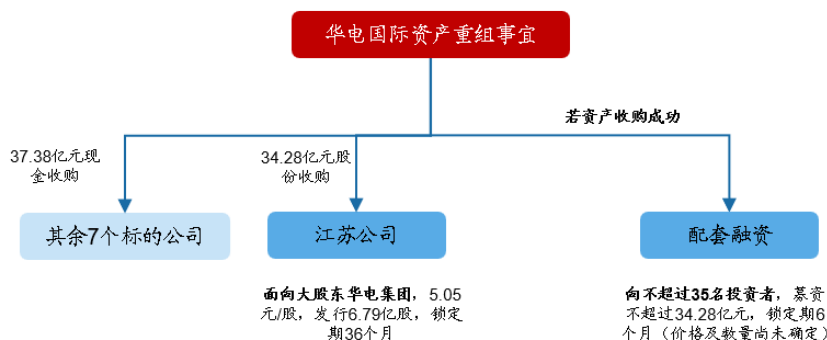
三、收购集团 16GW 火电资产，装机增长近三成

（一）72 亿元收购集团 16GW 火电，装机增长近三成

作价71.67亿元收购8个标的公司，其中增发收购江苏公司、现金收购其余7个标的公司。根据资产收购公告，从交易方案来看，公司将通过支付34.28亿元股权对价向华电集团购买其持有的江苏公司80%股权，面向华电集团定向增发，5.13元/股（2024年中期分红发放完毕后调整为5.05元/股）、共计6.79亿股，占本次发行股份购买资产完成后上市公司总股本的6.22%，并通过支付现金37.38亿元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%股权、福新广州55%

股权、福新江门70%股权、福新清远100%股权，向华电北京收购贵港公司100%股权。此外，在发行股份购买资产成功实施的基础上，公司将向不超过35名符合条件的投资者增发募集不超过34.28亿元配套资金用于华电望亭2×660MW机组扩建项目及费用支付（价格及数量当前均未定）。

图 33：增发募集配套资金以发行股份购买资产的成功实施为前提



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：本次收购标的资产的交易对价及支付方式情况

序号	交易对方	交易标的	装机规模 /MW	其中：煤电 /MW	其中：气电 /MW	权益比例	支付方式/亿元		支付总对价/ 亿元
							现金对价	股份对价	
1	中国华电	江苏公司	12,757	6390	6,367	80%	-	34.28	34.28
2	华电福瑞	上海福新	26		26	51%	1.32	-	1.32
3	华电福瑞	上海闵行	187		187	100%	6.38	-	6.38
4	华电福瑞	广州大学城	185		185	55%	2.92	-	2.92
5	华电福瑞	福新广州	1,339		1,339	55%	5.57	-	5.57
6	华电福瑞	福新江门	230		230	70%	1.66	-	1.66
7	华电福瑞	福新清远	75		75	100%	1.17	-	1.17
8	华电北京	贵港公司	1,388	1260		100%	18.38	-	18.38
合计			16,060	7,650	8,410		37.38	34.28	71.67

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

8家标的公司评估净资产共计137亿元、增值率31.6%，包含、剔除永续债PB分别为1.51、2.09倍。根据资产收购公告，截止2024年6月30日，8家标的公司合计净资产账面价值104.22亿元，评估价值137.15亿元，增值率31.60%；其中江苏公司交易价格为100%股权评估结果剔除永续债48亿元后乘以80%股比，即江苏公司扣除永续债后的净资产评估价值为42.85亿元。从盈利能力方面来看，上海闵行、上海福新两家电气公司收益率较高且较为稳定；江苏公司（煤电+气电）利润体量最大，2023年ROE大幅修复至7.8%、2024年保持7.4%相对稳定。

表 4：2023-2024 年收购标的资产包 ROE 在 6%-8%

序号	交易标的	归母净资产/ 亿元	PB/倍	净资产/亿元			净利润/亿元			ROE		
				账面价值	评估价值	增值率	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1	江苏公司	57.42	1.58	70.01	90.85	29.77%	-25.27	7.38	7.30	-50.3%	7.8%	7.4%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2	上海福新	2.03	1.27	2.03	2.58	27.19%	0.09	0.24	0.15	5.2%	12.7%	8.1%
3	上海闵行	3.97	1.61	3.97	6.38	60.61%	0.34	0.39	0.32	10.6%	10.7%	8.1%
4	广州大学城	4.34	1.22	4.34	5.31	22.22%	0.33	0.03	0.57	8.0%	0.8%	13.9%
5	福新广州	8.60	1.18	8.60	10.12	17.63%	0.32	1.48	-0.42	4.4%	17.7%	-5.3%
6	福新江门	1.98	1.20	1.98	2.38	19.87%	-0.57	0.32	0.00	-36.7%	17.0%	0.1%
7	福新清远	0.97	1.20	0.97	1.17	19.61%	-0.002	-0.36	-0.60	-0.2%	-30.1%	-20.7%
8	贵港公司	12.69	1.45	12.31	18.38	49.29%	-3.35	1.48	0.03	-31.4%	12.2%	0.2%
合计		92.01	1.5	104.22	137.15	31.60%	-28.10	10.98	7.36	-35.1%	7.7%	5.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 江苏公司 1.58 倍 PB 为含永续债口径

表 5: 本次收购标的资产包含、剔除永续债 PB 分别为 1.5、2 倍

项目	金额/亿元
8 家标的公司 100%股权对应评估值合计 (A)	137.15
减去: 永续债	48.00
8 家标的公司 100%股权对应评估值 (不含永续债) (B)	89.15
8 家标的公司归母净资产合计 (C)	92.01
减去: 永续债	48.00
8 家标的公司归母净资产合计 (不含永续债) (D)	44.01
市净率 (含永续债) (A/C)	1.5
市净率 (不含永续债) (B/D)	2

数据来源: 《关于华电国际电力股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请的审核问询函》资产评估相关问题回复之核查意见 (修订稿) 公告, 广发证券发展研究中心

不考虑募集配套资金情况下, 本次收购增厚上市公司 2024 年度 EPS 为 0.48%。根据上市公司财务报告及信永中和出具的《备考审阅报告》, 不考虑募集配套资金, 本次重组对 2024 年度上市公司营业收入、归母净利润、EPS 影响分别增厚 25.07%、5.93%、0.48%。测算考虑配套融资后, 上市公司 2024 年度 EPS 预计小幅摊薄。本次重组涉及增发股份为两部分, 其中增发募集配套资金以发行股份购买资产的成功实施为前提, 募集资金不超过 34.28 亿元。假设募集配套资金 34.28 亿元、发行价为 5.85 元/股的情况下, 收购资产+配套融资后的 2024 年度 EPS 较交易前摊薄 0.02 元/股、摊薄比例为 4.6%; 若融资金额降至 20.57 亿元, 为摊薄 0.01 元/股、摊薄比例为 2.7%。但综合考虑当前煤价气价中枢仍在下行, 预计整体盈利有望提升、增厚 EPS。

表 6: 不考虑募集配套资产下本次收购增厚 2024 年度 EPS 为 0.48%

项目 (单位: 亿元)	2024 年 12 月 31 日/2024 年度			2023 年 12 月 31 日/2023 年度		
	本次交易前	本次交易后	变动率	本次交易前	本次交易后	变动率
总资产	2238.75	2650.10	18.37%	2230.36	2638.21	18.29%
营业收入	1129.94	1413.26	25.07%	1171.76	1471.98	25.62%
净利润	68.36	75.64	10.65%	48.08	59.00	22.70%
归母净利润	57.03	60.41	5.93%	45.22	50.51	11.69%
EPS (元/股)	0.4626	0.4648	0.48%	0.3472	0.3743	7.81%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7：测算股份增发后 2024 年度 EPS 小幅摊薄

配套融资金额/亿元	配套融资发行价（元/股）				
	4.86	5.13	5.40	5.67	5.94
20.57	-0.014/-3.0%	-0.013/-2.8%	-0.012/-2.7%	-0.012/-2.5%	-0.011/-2.4%
24.00	-0.016/-3.6%	-0.016/-3.4%	-0.015/-3.2%	-0.014/-3.0%	-0.013/-2.8%
27.42	-0.019/-4.1%	-0.018/-3.9%	-0.017/-3.7%	-0.016/-3.5%	-0.015/-3.3%
30.85	-0.021/-4.6%	-0.020/-4.4%	-0.019/-4.2%	-0.018/-3.9%	-0.017/-3.8%
34.28	-0.024/-5.2%	-0.023/-4.9%	-0.021/-4.6%	-0.020/-4.4%	-0.019/-4.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：“0.021/-4.6%”意为考虑收购资产及配套融资增发后，上市公司 2024 年度 EPS 变动及变动比例

（二）自主在建火电或近尾声，集团资产有望持续注入

公司自主在建及核准装机达**9.3GW**，占当前在运机组的**16%**。根据财报，截至2024年末，公司已获核准及在建机组容量达**9.32GW**，其中燃机**2.16GW**（位于广东、重庆）、煤机**2.66GW**（位于广东、山东）、抽水蓄能**4.50GW**（位于浙江、河南、吉林、甘肃），在建及核准装机量占2024年末在运控股装机**59.82GW**的**15.58%**。参考近年火电新增核准节奏显著放缓，预计后续投资建设力度下降。

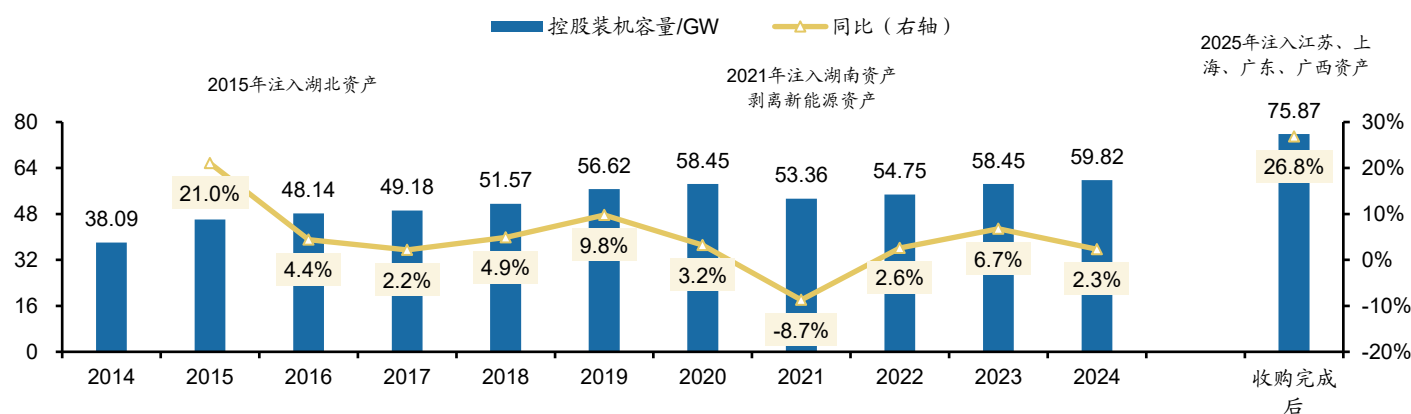
表 8：2024 年末公司已获核准及在建机组容量达 9.3GW

序号	公司/项目名称	机组类型	计划新增装机容量/MW
1	广东华电惠州能源有限公司（“惠州公司”）	燃气机组	2 x 535
2	华电（重庆）燃机发电有限公司（“重庆发电公司”）	燃气机组	2 x 547
3	华电汕头能源有限公司（“汕头能源”）	煤电机组	2 x 1,000
4	龙口公司	煤电机组	1 x 660
5	浙江华电乌溪江混合抽水蓄能发电有限公司（“乌溪江公司”）	抽水蓄能机组	298
6	华电（灵宝）抽水蓄能有限公司（“灵宝公司”）	抽水蓄能机组	1,200
7	华电靖宇抽水蓄能有限公司（“靖宇公司”）	抽水蓄能机组	1,800
8	华电永昌抽水蓄能有限公司（“永昌公司”）	抽水蓄能机组	1,200
合计/GW			9,321

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

集团积极推动符合条件的非上市常规能源发电资产注入工作，近十年注入装机达**26GW**（含本次）。2014年8月大股东华电集团承诺“将按照有利于解决同业竞争、避免发生实质性同业竞争的原则，原则上以省（或区域）为单位，将同一省内（或区域内）的相关资产注入本公司”。截至2024年末，华电集团已经向公司注入了湖北区域和湖南区域合计**10.01GW**常规能源资产；预计2025年内完成江苏、上海、广东、广西四地合计**16.06GW**资产注入。从交易价格及估值来看，近十年（含本次）共计**26.06GW**控股装机容量（对应权益装机**20.82GW**）交易对价合计**147.29**亿元，对应净资产合计**178.03**亿元，基本在**1.4-1.5**倍PB范围内。

图 34：集团积极推动符合条件的非上市常规能源发电资产注入工作



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 9：对于满足注入条件的常规能源资产，集团尽快注入上市公司

注入资产情况	注入时间	注入资产规模/GW	交易对价/亿元	净资产账面价值/亿元	PB/倍
华电湖北发电有限公司 82.5627% 的股权	2015 年	5.12	38.45	33.99	1.4
湖北华电武昌热电有限公司* 100% 的股权	2019 年	0.37	5.71	4.15	1.4
长沙公司 70%股权					
常德公司 48.98%股权	2021 年	4.52	31.46	35.67	1.4
平江公司 100%股权					
江苏公司 80%股权					
上海福新 51%股权					
上海闵行 100%股权					1.5
广州大学城 55%股权	2025 年	16.06	71.67	104.22	(含永续 债)
福新广州 55%股权					
福新江门 70%股权					
福新清远 100%股权					
贵港公司 100%股权					
合计	-	26.07	147.29	178.03	-

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：湖北华电武昌热电有限公司 100%股权为华电湖北发电有限公司收购

去除本次重组8个标的资产后，集团非上市常规能源资产仍有近50GW。截至2023年末，中国华电控股的发电企业中，已投运非上市常规能源发电资产（不包括中国华电控股的区域常规能源上市公司所在区域的相关非上市常规能源发电资产和业务）达63.67GW。根据资产收购公告，华电集团承诺“中国华电将在非上市常规能源发电资产满足资产注入条件后三年内，完成向本公司的注资工作”，且注入条件之一为“中国华电的该等资产的净资产收益率不低于华电国际同类资产的平均水平”。梳理部分中国华电控股的已投运非上市常规能源发电资产，华电云南（截至2024Q1控股装机9.35GW，其中火电2.40GW、水电6.95GW）2021-2023年ROE在6%-7%；华电福瑞截至2024年末控股装机79.38GW、其中新能源65.75GW、煤电5.92GW、

气电3.91GW，本次仅注入部分气电资产。若以上述摸排计算，集团体内非上市火电及水电在运装机容量达47.61GW（排除本次重组部分后），未来有望在满足条件的情况下陆续注入，改善公司财务状况、增强持续盈利能力。

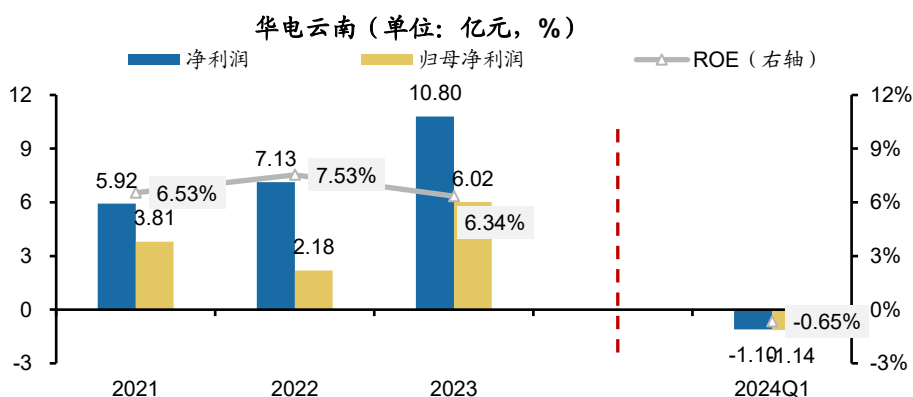
表 10：截至 2023 年底中国华电控股的发电企业中，已投运非上市常规能源发电资产情况

序号	企业名称	常规能源类型	在运装机/GW	备注
1	华电江苏能源有限公司	火电	11.22	将于 2025 年注入
2	华电新疆发电有限公司	火电、水电	14.96	
3	华电内蒙古能源有限公司	火电	4.26	
4	华电四川发电有限公司	火电、水电	4.20	
5	华电云南发电有限公司	火电、水电	9.35	
6	华电山西能源有限公司	火电	0.97	
7	上海奉贤燃机发电有限公司	火电	1.59	
8	中国华电集团有限公司衢州乌溪江分公司	水电	0.37	
9	福建华电福瑞能源发展有限公司	火电、水电	9.77	部分将于 2025 年注入（包括福建、上海、江西和广西等区域常规能源发电资产）
10	中国华电集团发电运营有限公司	火电、水电	3.78	部分将于 2025 年注入（包括广西和北京等区域常规能源发电资产）
11	华电西藏能源有限公司	水电	0.66	
12	中国华电集团有限公司江苏望亭发电分公司	火电	1.32	
13	华电金沙江上游水电开发有限公司	水电	1.20	
14	中国华电科工集团有限公司	火电	0.001	
合计/GW			63.67	
本次 8 个标的资产合计/GW			16.06	
排除本次重组后/GW			47.61	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

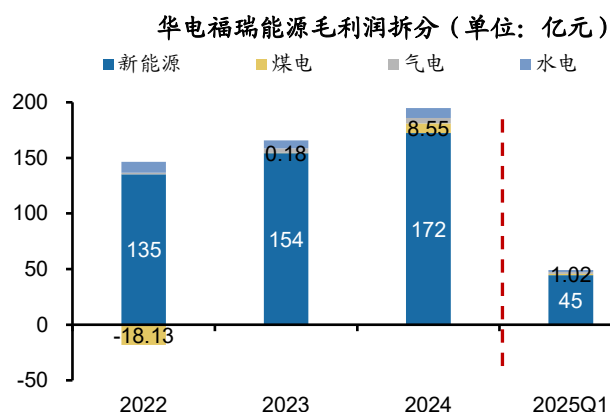
备注：不包括中国华电控股的区域常规能源上市公司所在区域的相关非上市常规能源发电资产和业务

图 35：华电云南利润波动受水电影响较大



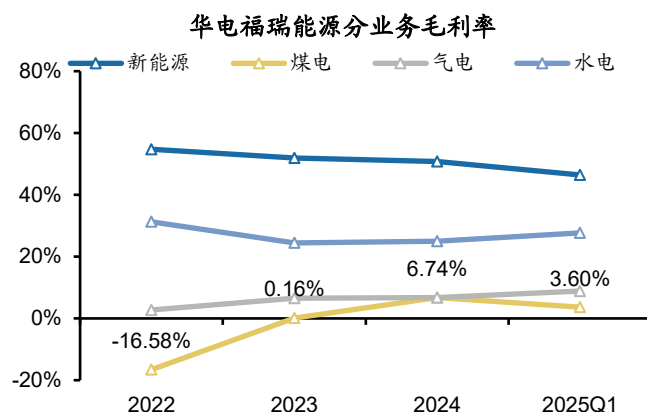
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36: 本次仅注入华电福瑞能源部分气电资产



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 2024年华电福瑞能源煤电毛利率为6.74%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

(一) 关键业务核心假设

1. 火力发电

截至2024年末, 公司可控火电装机57.4GW, 其中煤电46.8GW、气电10.6GW; 根据2024年报, 2024年末已获核准及在建火电项目4.9GW, 根据收购兼并公告, 江苏公司(煤电、气电各6.4GW) 80%股权已完成过户, 假设2025~2027年煤电净增加装机容量为7.1GW、1GW、1GW, 气电净增加装机容量为6.4、1、1GW, 则2027年火电累计在运装机达75.8GW, 其中煤电55.8GW、气电20.0GW。

2. 水力发电

截至2024年末, 公司可控水电装机2.46GW, 根据2024年报, 2024年末已获核准及在建抽水蓄能项目4.5GW, 建设时间较长, 2025-2027年暂不考虑装机投产。

表 11: 公司发电业务经营数据预测

火电: 煤电	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
累计在运装机规模/GW	43.70	46.89	46.75	53.80	54.80	55.80
利用小时数/Hour	4508	4301	4086	4004	3924	3885
发电量/亿千瓦时	1921.42	1972.51	1958.78	2141.09	2130.84	2148.38
平均上网电价同比变化/%	21.70%	-0.38%	-2.20%	-2.52%	-1.00%	0.00%
标煤单价同比变化/%	4.79%	-8.00%	-6.96%	-6.00%	-2.80%	-0.50%
火电: 气电	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
累计在运装机规模/GW	8.59	9.09	10.60	17.97	18.97	19.97
利用小时数/Hour	2220	2188	2152	2195	2217	2239
发电量/亿千瓦时	190.47	172.13	184.79	243.65	268.26	293.33
平均上网电价同比变化/%	24.85%	-1.39%	3.36%	0.00%	0.00%	0.00%

水电	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
累计在运装机规模/GW	2.46	2.46	2.46	2.46	2.46	2.46
利用小时数/Hour	3984	3795	3363	3714	3624	3567
发电量/亿千瓦时	97.42	93.32	82.71	91.33	89.11	87.71
平均上网电价同比变化/%	9.92%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中 2022~2024 年数据均为拟合值，2024 年数据未经调整重述，2025~2027 年为假设值

（二）盈利预测与投资建议

基于对上述关键业务核心假设，预计公司 2025~2027 年：

火电业务营收分别为 1083、1083、1104 亿元，考虑全社会新增电量需求大部分由风光满足，未来三年煤电利用小时数每年下降 2%、2%、1%，气电作为调峰电源、需求提升、利用小时数每年增长 2%、1%、1%，成本端考虑煤价中枢回落，标煤单价 2025-2027 年同比下滑 6%、3%、1%，则对应毛利率分别为 10.4%、11.3%、11.4%；

水电业务营收分别为 20.9、20.5、20.4 亿元，水电成本较为刚性，利润水平通常与利用小时数挂钩，假设未来三年水电利用小时数为过去三年均值水平（剔除 2024 年显著偏低），则对应毛利率分别为 45.6%、45.2%、44.9%；

供热业务考虑挂钩火电发电量，则营收分别为 115、126、140 亿元，毛利率考虑为经营正常年份（2022 及 2024 年）均值，则为 -8.4%。

售煤业务营收考虑维持稳定均为 79 亿元，毛利率为过去两年均值，则分别为 5.8%、6.5%、6.2%。

表 12：公司各分部业务预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计						
收入/亿元	1070.59	1171.76	1127.32	1303.88	1314.80	1349.27
yoy	2.5%	9.5%	-3.8%	15.4%	0.8%	2.6%
成本/亿元	1065.99	1096.46	1039.36	1183.89	1186.35	1218.90
毛利润/亿元	4.60	75.30	87.96	119.99	128.45	130.37
毛利率/%	0.4%	6.4%	7.8%	9.2%	9.8%	9.7%
火电业务						
收入/亿元	934.29	942.61	926.87	1082.82	1082.95	1103.61
yoy	18.68%	0.89%	-1.67%	16.8%	0.0%	1.9%
成本/亿元	921.58	866.72	841.45	970.25	960.78	977.65
毛利润/亿元	12.70	75.89	85.42	112.57	122.17	125.96
毛利率/%	1.36%	8.05%	9.22%	10.4%	11.3%	11.4%
水电业务						
收入/亿元	20.67	18.91	17.58	20.89	20.52	20.41
yoy	9.3%	-8.5%	-7.0%	18.8%	-1.8%	-0.5%

成本/亿元	11.18	11.12	13.17	11.37	11.25	11.25
毛利润/亿元	9.49	7.79	4.41	9.52	9.27	9.17
毛利率/%	45.92%	41.20%	25.1%	45.6%	45.2%	44.9%
供热业务						
收入/亿元	89.71	96.24	97.43	115.10	126.27	140.18
yoy	19.53%	7.3%	1.2%	18.1%	9.7%	11.0%
成本/亿元	115.83	114.08	110.44	124.78	136.89	151.97
毛利润/亿元	-26.13	-17.84	-13.01	-9.68	-10.62	-11.79
毛利率/%	-29.1%	-18.5%	-13.4%	-8.4%	-8.4%	-8.4%
售煤业务						
收入/亿元	14.94	106.01	79.05	79.05	79.05	79.05
yoy	-87.14%	609.6%	-25.4%	0.0%	0.0%	0.0%
成本/亿元	14.33	101.20	73.41	74.44	73.92	74.18
毛利润/亿元	0.61	4.80	5.64	4.61	5.12	4.87
毛利率/%	4.1%	4.5%	7.1%	5.8%	6.5%	6.2%
其他业务						
收入/亿元	10.98	8.00	6.02	6.02	6.02	6.02
yoy	-35.2%	-27.1%	-24.7%	0.0%	0.0%	0.0%
成本/亿元	3.07	3.34	4.97	3.06	3.51	3.85
毛利润/亿元	7.92	4.66	1.05	2.97	2.51	2.18
毛利率/%	72.1%	58.3%	17.4%	49.3%	41.7%	36.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中 2022~2024 年数据均为拟合值，2024 年数据未经调整重述，2025~2027 年为假设值

预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 74.24、79.23、83.66 亿元（考虑剔除永续债利息影响则为 66.54、71.53、75.96 亿元），最新 A 股收盘价对应 PE 为 8.56、8.03、7.60 倍（H 股为 6.02、5.64、5.34 倍）。参考同业估值水平，市场给予华能国际（火电+绿电）2025 年 10 倍 PE 估值、给予国电电力、大唐发电（均为火电+绿电+水电，水电抬升盈利均值中枢）11-12 倍 PE 估值，考虑公司火电盈利持续改善且有望维持，自由现金流持续恢复增强分红能力，给予公司 2025 年 11 倍 PE，对应 7.49 元/股合理价值，对应 H 股 6.14 港币/股合理价值（参考 AH 股溢价比），维持 A/H 股“买入”评级。

表 13：华电国际同业对比（收盘价日期：2025/6/13）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	PE 倍				归母净利润/亿元			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600011.SH	华能国际	1,145.96	7.30	CNY	10.49	9.90	9.21	8.62	101.35	115.76	124.43	132.91
600795.SH	国电电力	832.92	4.67	CNY	8.31	11.53	10.16	9.45	98.31	72.22	81.98	88.10
601991.SH	大唐发电	610.72	3.30	CNY	11.70	11.38	10.32	9.56	45.06	53.68	59.17	63.86

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

五、风险提示

煤价持续上行风险：由于公司的主营业务为火电生产，因此盈利水平受电煤价格影

响较大。虽然预计未来一段时间内，随着煤炭行业下游需求的放缓和煤炭新增产能的增加，我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松，煤炭价格将处于平稳态势，但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压公司的盈利空间，带来盈利水平波动的风险。

利用小时不及预期风险：为实现“碳达峰、碳中和”战略目标，国家推动构建以新能源为主体的新型电力系统。目前公司火电装机占比较高，电源结构和资产布局不平衡不协调的问题仍然存在。随着风电、水电、光伏发电等清洁能源项目的密集投产对火电厂利用小时数造成较大冲击，公司主营业务盈利能力有降低的风险。

改革不及预期风险：电力体制改革已经从政策层面得到明确，但推进节奏等方面仍存在不确定性，若政策落地程度及时间不及预期将对电力公司经营盈利模式变化产生一定影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,582	29,088	35,946	34,498	37,313
货币资金	5,455	5,851	8,567	7,998	8,680
应收及预付	15,368	15,612	18,332	18,543	19,197
存货	4,501	5,160	6,021	5,183	6,329
其他流动资产	3,258	2,464	3,026	2,773	3,108
非流动资产	194,455	194,787	193,012	190,856	188,309
长期股权投资	43,791	46,933	47,233	47,533	47,833
固定资产	131,660	129,274	129,714	128,541	126,360
在建工程	7,353	6,931	4,465	3,233	2,616
无形资产	7,273	7,510	7,510	7,510	7,510
其他长期资产	4,377	4,140	4,090	4,040	3,990
资产总计	223,036	223,875	228,958	225,353	225,622
流动负债	63,197	65,129	64,219	57,780	56,611
短期借款	18,968	27,891	22,891	19,391	14,391
应付及预收	11,297	10,964	13,971	11,012	14,657
其他流动负债	32,932	26,273	27,357	27,378	27,563
非流动负债	76,460	72,669	69,169	65,669	60,669
长期借款	61,601	49,861	44,861	39,861	34,861
应付债券	9,794	17,892	19,392	20,892	20,892
其他非流动负债	5,065	4,915	4,915	4,915	4,915
负债合计	139,657	137,797	133,387	123,448	117,279
股本	10,228	10,228	10,906	10,906	10,906
资本公积	14,358	15,177	17,926	17,926	17,926
留存收益	14,227	16,612	21,067	25,662	30,263
归属母公司股东权益	69,756	67,335	75,198	79,793	84,394
少数股东权益	13,624	18,744	20,373	22,112	23,949
负债和股东权益	223,036	223,875	228,958	225,353	225,622

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	117176	112994	130388	131480	134927
营业成本	109646	103071	118389	118635	121890
营业税金及附加	983	1268	1304	1315	1349
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1668	1797	1956	1972	2024
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	3604	3226	2828	2536	2257
资产减值损失	-527	-102	-150	-150	-150
公允价值变动收益	-19	37	0	0	0
投资净收益	3776	3478	3912	3944	4048
营业利润	5703	8328	11123	11821	12541
营业外收支	107	537	338	409	374
利润总额	5810	8864	11461	12230	12915
所得税	1002	2029	2407	2568	2712
净利润	4808	6836	9054	9662	10203
少数股东损益	286	1133	1630	1739	1837
归属母公司净利润	4522	5703	7424	7923	8366
EBITDA	16371	18422	21887	23097	23688
EPS (元)	0.44	0.56	0.68	0.73	0.77

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,252	16,336	19,127	18,195	22,393
净利润	4,808	6,836	9,054	9,662	10,203
折旧摊销	10,413	10,681	11,925	12,306	12,697
营运资金变动	-2,485	-1,555	-232	-2,239	1,517
其它	516	374	-1,620	-1,534	-2,024
投资活动现金流	-9,292	-7,711	-5,464	-5,815	-5,609
资本支出	-10,354	-8,921	-9,075	-9,459	-9,356
投资变动	-283	-53	-300	-300	-300
其他	1,346	1,263	3,912	3,944	4,048
筹资活动现金流	-4,697	-8,175	-10,948	-12,949	-16,102
银行借款	92,324	112,579	-10,000	-8,500	-10,000
股权融资	22,289	7,158	3,428	0	0
其他	-119,310	-127,911	-4,376	-4,449	-6,102
现金净增加额	-737	451	2,716	-568	682
期初现金余额	5,908	5,170	5,621	8,337	7,768
期末现金余额	5,170	5,621	8,337	7,768	8,450

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.5%	-3.6%	15.4%	0.8%	2.6%
营业利润	527.0%	46.0%	33.6%	6.3%	6.1%
归母净利润	3,789.0	26.1%	30.2%	6.7%	5.6%
获利能力					
毛利率	6.4%	8.8%	9.2%	9.8%	9.7%
净利率	4.1%	6.0%	6.9%	7.3%	7.6%
ROE	6.5%	8.5%	9.9%	9.9%	9.9%
ROIC	2.5%	3.0%	3.9%	4.2%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	61.6%	58.3%	54.8%	52.0%
净负债比率	167.5%	160.1%	139.6%	121.1%	108.2%
流动比率	0.45	0.45	0.56	0.60	0.66
速动比率	0.30	0.28	0.37	0.40	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.50	0.57	0.58	0.60
应收账款周转率	9.63	9.77	9.51	9.47	9.34
存货周转率	26.04	21.90	21.65	25.37	21.32
每股指标 (元)					
每股收益	0.44	0.56	0.68	0.73	0.77
每股经营现金流	1.30	1.60	1.87	1.78	2.19
每股净资产	6.82	6.58	6.89	7.32	7.74
估值比率					
P/E	11.62	10.06	8.56	8.03	7.60
P/B	0.75	0.85	0.85	0.80	0.75
EV/EBITDA	10.06	9.03	7.19	6.54	5.92

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：联席首席分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券——行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券——公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。