

公司研究 | 点评报告 | 华电国际（600027.SH）

成本优化主导经营，产能扩张贡献增量

报告要点

2025 年上半年公司累计完成发电量 1206.21 亿千瓦时，比追溯调整后的上年同期数据下降约 6.41%。剔除资产注入的影响，公司单二季度发电量同比减少 4.23%。电价方面，公司上半年平均上网电价 0.517 元/千瓦时，较追溯调整后的上年同期数据降低 0.007 元/千瓦时，公司电价仍保持相对稳定，主要原因或系高电价的气电电量占比提升，以及受到分母端电量下滑的影响，固定的容量电费折算度电电价后略有提升的共同影响。此外，二季度秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓均价同比降低 216.84 元/吨，成本端的显著优化主导公司经营持续改善。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

华电国际（600027.SH）

2025-08-09

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

成本优化主导经营，产能扩张贡献增量

事件描述

公司发布 2025 年上半年发电量、上网电价及机组投产公告：2025 年上半年，公司累计完成发电量 1206.21 亿千瓦时，比追溯调整后的上年同期数据下降约 6.41%；平均上网电价约为人民币 517.12 元/兆瓦时，比追溯调整后的上年同期数据下降约 1.37%。

事件评论

- **火电量价延续偏弱，主营营收预计承压。**2025 年上半年公司累计完成发电量 1206.21 亿千瓦时，比追溯调整后的上年同期数据下降约 6.41%；其中集团注入资产上半年完成发电量 260.13 亿千瓦时，同比降低 5.69%。若剔除资产注入的影响，上半年公司累计完成发电量 946.08 亿千瓦时，同比减少 6.61%，其中煤电机组发电量 820.61 亿千瓦时，同比降低 9.20%，燃气机组发电量 84.52 亿千瓦时，同比增长 12.93%。单二季度来看，不考虑资产注入的影响，公司完成发电量 432.24 亿千瓦时，同比减少 4.23%，其中煤机发电量同比减少 7.66%，燃气发电量同比增长 17.09%，水电发电量同比增长 21.39%。公司电量持续偏弱的主要原因系公司机组所处的部分地区电力供需形势宽松，叠加新能源装机规模持续扩张挤压火电出力空间；此外，电量的偏弱表现或许也同时与公司在现货市场交易过程中，为多发高电价的效益电量所采取的交易策略有关。电价方面，公司上半年平均上网电价 0.517 元/千瓦时，较追溯调整后的上年同期数据降低 0.007 元/千瓦时，公司电价仍保持相对稳定，主要原因或系高电价的气电电量占比提升，以及受到分母端电量下滑的影响，固定的容量电费折算度电电价后略有提升的共同影响。
- **煤炭价格显著回落，成本优化主导经营。**2025 年以来，煤炭供需形势较为宽松，二季度煤价整体延续回落趋势，二季度秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价均价为 631.61 元/吨，同比降低 216.84 元/吨。虽然在长协煤价平滑的作用下，公司成本降幅或相对会有所收窄，但成本端显著回落将是确定性方向。虽然二季度公司收入端有所承压，但成本的持续优化将主导公司火电业绩表现。投资收益方面，在新能源新增装机增速维持高位的带动下，公司参股新能源公司业绩有望维持稳健，但考虑华电新能完成上市后，公司持股比例有所降低，新能源板块贡献投资受益或有所波动；此外，参股煤炭公司也有望保持稳定业绩贡献。整体来看，成本端的优化将主导公司经营持续改善，公司二季度业绩展望积极。
- **内生外延稳步推进，产能扩张贡献增量。**截至 2024 年底，公司主要的已获核准及在建机组规模达 932 万千瓦，包括燃气机组 216.34 万千瓦、煤电机组 266 万千瓦，其中惠州公司的两台 53.5 万千瓦燃气机组于 2025 年上半年已经投运，同时考虑资产注入带来的产能增量，截至 2025 年 8 月 7 日，公司控股装机容量达到 7744.46 万千瓦，随着在建及核准待建项目的陆续建成投产，产能扩张将进一步贡献业绩增量。
- **投资建议与估值：**根据公司最新经营数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.62 元、0.62 元和 0.66 元，对应 PE 分别为 8.66 倍、8.56 倍和 8.02 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、煤价非季节性上涨风险；
- 2、新项目建设进度不及预期风险。

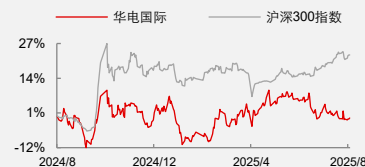
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	5.33
总股本(万股)	1,090,642
流通A股/B股(万股)	851,033/0
每股净资产(元)	4.33
近12月最高/最低价(元)	6.57/4.86

注：股价为 2025 年 8 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《成本优化电价稳定，一季度业绩展望积极》2025-04-21
- 《参股绿电煤矿表现欠佳，成本优化护航业绩增长》2025-03-29
- 《成本优化主导经营，全年业绩展望积极》2025-02-09



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、煤价非季节性上涨风险。2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。
- 2、新项目建设进度不及预期风险。公司经营业绩的增长核心假设依赖于海上风电、热电联产的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因各种因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	112994	134235	132940	130499	货币资金	5851	6808	7146	6853
营业成本	103071	120152	117670	115194	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9923	14082	15270	15305	应收账款	11562	14539	16480	15420
%营业收入	9%	10%	11%	12%	存货	5160	6102	6973	6466
营业税金及附加	1268	1507	1492	1465	预付账款	4019	4685	4588	4491
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2497	2670	2684	2624
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	29088	34803	37870	35854
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	46933	49933	53183	56683
管理费用	1797	2135	2114	2076	投资性房地产	74	74	74	74
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	129274	157257	149508	140748
研发费用	0	0	0	0	无形资产	7510	7510	7510	7510
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	374	374	374	374
财务费用	3226	3528	3715	3353	递延所得税资产	1691	1691	1691	1691
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他非流动资产	8932	3932	3932	3932
加: 资产减值损失	-102	0	0	0	资产总计	223875	255573	254142	246865
信用减值损失	13	0	0	0	短期贷款	27891	29391	36391	28391
公允价值变动收益	37	0	0	0	应付款项	9032	13674	8563	13206
投资收益	3478	3790	3450	3750	预收账款	5	5	5	5
营业利润	8328	11642	12329	13075	应付职工薪酬	187	217	213	208
%营业收入	7%	9%	9%	10%	应交税费	743	883	875	859
营业外收支	537	100	100	100	其他流动负债	27271	27436	27660	27464
利润总额	8864	11742	12429	13175	流动负债合计	65129	71606	73707	70133
%营业收入	8%	9%	9%	10%	长期借款	49861	62008	52606	42496
所得税费用	2029	3022	3412	3581	应付债券	17892	17892	17892	17892
净利润	6836	8721	9017	9593	递延所得税负债	1032	1032	1032	1032
归属于母公司所有者的净利润	5703	7093	7180	7665	其他非流动负债	3884	3884	3884	3884
少数股东损益	1133	1627	1837	1928	负债合计	137797	156422	149121	135437
EPS (元)	0.46	0.62	0.62	0.66	归属于母公司所有者权益	67335	78780	82813	87293
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	18744	20371	22208	24136
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	86078	99151	105021	111429
经营活动现金流净额	16336	21771	14882	28578	负债及股东权益	223875	255573	254142	246865
取得投资收益收回现金	1169	3790	3450	3750	基本指标				
长期股权投资	-3142	-3000	-3250	-3500		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-8921	-36017	-5412	-4400	每股收益	0.46	0.62	0.62	0.66
其他	3183	0	0	0	每股经营现金流	1.60	1.89	1.29	2.48
投资活动现金流净额	-7711	-35227	-5212	-4150	市盈率	11.59	8.66	8.56	8.02
债券融资	8098	0	0	0	市净率	1.29	1.14	1.06	0.99
股权融资	7158	6500	0	0	EV/EBITDA	8.89	7.47	6.98	6.27
银行贷款增加 (减少)	-2817	13647	-2402	-18110	总资产收益率	2.5%	2.8%	2.8%	3.1%
筹资成本	-7434	-5734	-6930	-6610	净资产收益率	8.5%	9.0%	8.7%	8.8%
其他	-13179	0	0	0	净利率	5.0%	5.3%	5.4%	5.9%
筹资活动现金流净额	-8175	14413	-9332	-24721	资产负债率	61.6%	61.2%	58.7%	54.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	451	957	338	-293	总资产周转率	0.51	0.56	0.52	0.52

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。