



华电国际 (600027.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产能扩张难补量，煤价下行促增利

业绩简评

8 月 28 日公司发布 2025 年中报，1H25 年实现营收 599.5 亿，调整后同比-8.98%；实现归母净利润 39.0 亿，调整后同比+13.15%。计划中期每股派发现金红利 0.09 元人民币（含税）。

经营分析

新能源挤压致电量下滑，但受益于容量电价和发电结构调整，电价降幅较小。1H25 公司共完成上网电量 1132.9 亿千瓦时、调整后同比-6.5%，平均上网电价约 517.1 元/MWh、调整后同比-1.4%。分区域看，1H25 可比口径下公司煤电发电量降幅前三的省份分别为山东、河南和安徽，主要受到新能源发电量增加和外来电新机组投产的影响。但得益于山东、河南煤电容量电价补偿比例较高，且报告期内公司新投产 156.5 万千瓦气电机组登因素带动电价较高的气电发电量显著提升，公司平均上网电价仅同比-7.2 元/MWh。

煤价下行降低燃料成本，点价价差继续走阔。1H25 公司入炉标煤单价为 850.74 元/吨，追溯调整后较上年同期下降 12.98%。实现供电煤耗 280.05g/kWh、同比-5.23g/kWh。煤价与煤耗双降，公司火电度电燃料成本同比下降 12.18 元/MWh 至约 347.43 元/MWh，降幅约 3.4%。度电燃料成本降幅小于入炉标煤价降幅，或因新机组投产+资产注入致气电装机占比提升。1H25 公司实现销售毛利率 10.72%，同比提升 2.1pcts，环比基本持平。

3Q25 电量增速有望回升，长期看新增机组将陆续贡献增量。短期看，3Q25 高温天气带动用电需求复苏将提升火电资产利用小时数，尤其 1H25 火电发电量降幅较大的省份，7、8 月受极端高温天气的影响更大，如河南 7 月火电发电量同比+32.7%。中长期看，资产注入后公司已获核准及在建机组数量达到 1196.6 万千瓦，其中火电机组 626.8 万千瓦、抽水蓄能机组 569.8 万千瓦。新机组稳定投产将为公司带来长期增量。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025~2027 年分别实现归母净利润 69.8/72.9/93.2 亿元，EPS 分别为 0.60/0.63/0.80 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 9 倍、8 倍和 7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

电力需求不及预期，煤价下行不及预期，参股项目业绩不及预期，大额资产减值。

公共事业与环保组

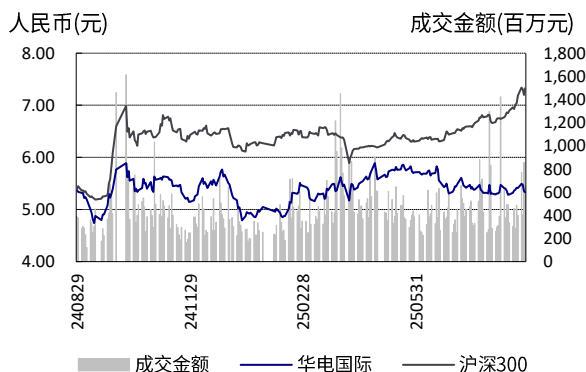
分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：5.33 元

相关报告：

- 1.《华电国际公司点评：火电盈利改善，新增获核准抽蓄项目》，2025.3.28
- 2.《华电国际公司深度研究：火电龙头穿越周期，资产整合再焕新生》，2024.12.27



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	117,176	112,994	116,223	127,878	129,639
营业收入增长率	9.45%	-3.57%	2.86%	10.03%	1.38%
归母净利润(百万元)	4,522	5,703	6,978	7,288	9,316
归母净利润增长率	4430.7%	26.11%	22.36%	4.45%	27.83%
摊薄每股收益(元)	0.442	0.558	0.601	0.628	0.802
每股经营性现金流净额	1.30	1.60	2.06	1.70	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.48%	8.47%	9.98%	9.81%	11.67%
P/E	11.62	10.06	8.87	8.49	6.64
P/B	0.75	0.85	0.89	0.83	0.78

来源：公司年报、国金证券研究所。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	107,059	117,176	112,994	116,223	127,878	129,639
增长率		9.5%	-3.6%	2.9%	10.0%	1.4%
主营业务成本	-106,599	-109,646	-103,071	-104,833	-115,845	-114,789
%销售收入	99.6%	93.6%	91.2%	90.2%	90.6%	88.5%
毛利	460	7,530	9,923	11,389	12,033	14,850
%销售收入	0.4%	6.4%	8.8%	9.8%	9.4%	11.5%
营业税金及附加	-880	-983	-1,268	-1,278	-1,407	-1,426
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,639	-1,668	-1,797	-1,860	-2,046	-2,074
%销售收入	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	0	0	0	-10	-11	-12
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,060	4,879	6,858	8,241	8,569	11,338
%销售收入	n.a	4.2%	6.1%	7.1%	6.7%	8.7%
财务费用	-4,047	-3,604	-3,226	-3,010	-2,808	-2,647
%销售收入	3.8%	3.1%	2.9%	2.6%	2.2%	2.0%
资产减值损失	-1,060	-305	-89	-300	-300	-300
公允价值变动收益	10	-19	37	-74	10	10
投资收益	4,805	3,776	3,478	4,401	4,256	4,380
%税前利润	-417.9%	65.0%	39.2%	41.9%	38.8%	31.2%
营业利润	-1,336	5,703	8,328	10,309	10,776	13,831
营业利润率	n.a	4.9%	7.4%	8.9%	8.4%	10.7%
营业外收支	186	107	537	200	200	200
税前利润	-1,150	5,810	8,864	10,509	10,976	14,031
利润率	n.a	5.0%	7.8%	9.0%	8.6%	10.8%
所得税	512	-1,002	-2,029	-1,786	-1,866	-2,385
所得税率	n.a	17.2%	22.9%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	-638	4,808	6,836	8,722	9,110	11,645
少数股东损益	-738	286	1,133	1,744	1,822	2,329
归属于母公司的净利润	100	4,522	5,703	6,978	7,288	9,316
净利率	0.1%	3.9%	5.0%	6.0%	5.7%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-638	4,808	6,836	8,722	9,110	11,645
少数股东损益	-738	286	1,133	1,744	1,822	2,329
非现金支出	10,838	10,718	10,770	11,044	11,723	12,463
非经营收益	-1,601	211	285	-1,643	-1,843	-2,124
营运资金变动	1,006	-2,485	-1,555	4,328	-440	2
经营活动现金净流	9,604	13,252	16,336	22,450	18,550	21,986
资本开支	-10,347	-10,354	-8,921	-9,694	-10,562	-10,486
投资	-30	-283	-53	-1,804	-1,990	-1,990
其他	1,868	1,346	1,263	4,401	4,256	4,380
投资活动现金净流	-8,509	-9,292	-7,711	-7,097	-8,296	-8,096
股权募资	7,514	22,289	7,158	-1,633	0	0
债权募资	-684	-19,901	-7,765	-6,774	-3,704	-7,524
其他	-8,013	-7,084	-7,567	-5,852	-5,788	-6,443
筹资活动现金净流	-1,183	-4,697	-8,175	-14,259	-9,491	-13,967
现金净流量	-88	-737	451	1,095	762	-77

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,282	5,455	5,851	6,932	7,683	7,597
应收款项	13,549	13,726	12,673	12,698	13,971	14,163
存货	3,937	4,501	5,160	5,170	5,713	5,661
其他流动资产	5,462	4,900	5,404	5,228	5,613	5,576
流动资产	29,230	28,582	29,088	30,028	32,980	32,998
%总资产	13.1%	12.8%	13.0%	13.3%	14.3%	14.3%
长期投资	41,705	44,369	47,539	49,270	51,270	53,270
固定资产	140,591	139,013	136,205	134,941	134,002	132,252
%总资产	63.0%	62.3%	60.8%	59.8%	58.3%	57.4%
无形资产	7,646	8,171	8,511	8,754	8,990	9,221
非流动资产	194,032	194,455	194,787	195,635	196,924	197,397
%总资产	86.9%	87.2%	87.0%	86.7%	85.7%	85.7%
资产总计	223,262	223,036	223,875	225,662	229,905	230,395
短期借款	40,309	46,152	47,073	43,298	42,595	38,071
应付款项	19,243	13,711	13,077	13,870	15,326	15,188
其他流动负债	3,540	3,333	4,979	8,351	8,640	8,881
流动负债	63,092	63,197	65,129	65,519	66,561	62,139
长期贷款	59,740	61,601	49,861	41,861	38,861	35,861
其他长期负债	29,982	14,859	22,808	27,906	27,911	27,905
负债	152,813	139,657	137,797	135,286	133,333	125,905
普通股股东权益	59,514	69,756	67,335	69,888	74,261	79,851
其中：股本	9,870	10,228	10,228	10,906	10,906	10,906
未分配利润	8,126	9,186	11,162	15,348	19,721	25,311
少数股东权益	10,935	13,624	18,744	20,488	22,310	24,639
负债股东权益合计	223,262	223,036	223,875	225,662	229,905	230,395

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.010	0.442	0.558	0.601	0.628	0.802
每股净资产	6.030	6.820	6.584	6.019	6.395	6.877
每股经营现金净流	0.973	1.296	1.597	2.058	1.701	2.016
每股股利	0.200	0.150	0.210	0.256	0.267	0.342
回报率						
净资产收益率	0.17%	6.48%	8.47%	9.98%	9.81%	11.67%
总资产收益率	0.04%	2.03%	2.55%	3.09%	3.17%	4.04%
投入资本收益率	-0.58%	2.00%	2.62%	3.43%	3.52%	4.65%
增长率						
主营业务收入增长率	2.52%	9.45%	-3.57%	2.86%	10.03%	1.38%
EBIT 增长率	-77.77%	-336.83%	40.56%	20.17%	3.98%	32.31%
净利润增长率	-102.01%	4430.69%	26.11%	22.36%	4.45%	27.83%
总资产增长率	2.01%	-0.10%	0.38%	0.80%	1.88%	0.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.8	37.5	38.3	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	17.2	14.0	17.1	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	44.1	39.7	34.5	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	428.7	410.1	417.6	405.5	362.4	351.2
偿债能力						
净负债/股东权益	168.63%	134.44%	126.60%	111.89%	100.10%	85.39%
EBIT 利息保障倍数	-0.5	1.4	2.1	2.7	3.1	4.3
资产负债率	68.45%	62.62%	61.55%	59.95%	58.00%	54.65%

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑发行股份及支付现金收购集团火电资产的影响


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	13	26	76
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究