

华电国际（600027.SH）

煤价下行带动盈利能力显著增强，资产注入促装机规模大幅提升

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	117,176	112,994	119,849	131,096	133,663
增长率 yoy（%）	9.5	-3.6	6.1	9.4	2.0
归母净利润（百万元）	4,522	5,703	6,913	7,317	7,961
增长率 yoy（%）	3789.0	26.1	21.2	5.8	8.8
ROE（%）	5.8	6.9	7.8	7.8	7.9
EPS 最新摊薄（元）	0.39	0.49	0.60	0.63	0.69
P/E（倍）	13.8	10.9	9.0	8.5	7.8
P/B（倍）	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布 2025 半年报。2025 年上半年，公司实现营业收入 599.53 亿元，同比-8.98%；归母净利润 39.04 亿元，同比+13.15%；扣非归母净利润 37.54 亿元，同比+13.37%。基本每股收益 0.33 元/股，同比+22.22%；ROE7.67%，同比+0.97pct。25H1 拟派息 0.09 元/股，现金分红比例 27.27%。

从单季度来看，2025 年 Q2 公司实现营收 333.76 亿元，同比-4.42%，环比+25.58%；实现归母净利润 19.73 亿元，同比+24.27%，环比+2.23%；实现扣非净利润 18.58 亿元，同比+9.99%，环比-2.03%。

营收因发电量和电价减少有所下降，容量电价有效托底电价。2025 年上半年，公司营收同比-8.98%，这主要是由于发电量减少和电价微降。上半年，公司发电量 1206.21 亿千瓦时，同比-6.41%，上网电量 1132.89，同比-6.46%，主要是新能源大规模增长致公司火电空间受到挤压。具体从利用小时数来看，25H1 公司发电机组平均利用小时为 1595 小时，同比-115 小时，其中燃煤/燃气/水力发电机组利用小时数为 1815 小时/973 小时/1593 小时，同比-182 小时/-32 小时/+237 小时。另一方面，公司平均上网电价 516.80 元/兆瓦时，同比-1.44%，受益于容量电价补偿，公司电价降幅较小。

煤价下行带动成本红利释放，盈利能力显著增强。2025 年上半年，公司在营收同比下滑的背景下，归母净利润实现双位数增长，核心驱动力在于燃料成本的有效控制。2025H1，公司入炉标煤单价为 850.74 元/吨，同比大幅下降 12.98%；公司燃料成本 379.52 亿元，同比减少 13.28%，成本端改善显著对冲了量价的微弱影响，盈利能力显著增长。

重大资产注入落地，装机规模与区域布局优化。25H1，公司通过发行普通股及现金支付的方式完成对控股股东中国华电旗下 1606.1358 万千瓦常规能源资产的收购，并于 2025 年 6 月 1 日完成过户，叠加后续华电惠州能源有限公司两台 53.5 万千瓦燃气发电机组及华电江苏能源有限公司的子公司一台 49.46 万千瓦燃气发电机组的投产，公司总控股装机容量从 5981.86 万千瓦增至 7744.46 万千瓦。此次收购不仅大幅提升了公司在江苏、广东等经济发达地区的装机规模和市场份额，也优化了电源结构，进一步增强了公司的综合能源服务能力和抗风险能力。展望未来，公司在建项目储备充裕，截至 25 年 6 月底，公司已获核准及在建机组共计 1196.6 万千瓦（其中：燃气 158.8 万千瓦/

买入（维持评级）	
股票信息	
行业	电力及公用事业
2025 年 9 月 1 日收盘价（元）	5.37
总市值（百万元）	62,355.23
流通市值（百万元）	45,700.46
总股本（百万股）	11,611.77
流通股本（百万股）	8,510.33
近 3 月日均成交额（百万元）	483.35



作者	
分析师 于夕朦	
执业证书编号：S1070520030003	
邮箱：yuximeng@cgws.com	
分析师 范杨春晓	
执业证书编号：S1070521050001	
邮箱：fycx@cgws.com	
分析师 张靖苗	
执业证书编号：S1070524070005	
邮箱：zhjingmiao@cgws.com	
分析师 何郭香池	
执业证书编号：S1070523110002	
邮箱：hgxc@cgws.com	
分析师 杨天放	
执业证书编号：S1070524080003	
邮箱：yangtianfang@cgws.com	

相关研究
1、《煤价下行带来利润增厚，静待集团资产注入》 2025-04-28

燃煤 468 万千瓦/抽水蓄能 569.8 万千瓦)，为长期业绩增长提供坚实基础。

财务结构优化，注重股东回报。在盈利提升的背景下，公司财务状况持续向好，上半年经营性现金流净额为 154.63 亿元，同比大增 87.09%，自由现金流充裕。公司利用充裕的现金流持续偿还永续债，永续债规模已从 2024 年底的 250.20 亿元降至 2025 年年中的 200.00 亿元，不仅助力公司 2025H1 财务费用同比减少 14.63%，还实现资产负债表的实质性修复。在股东回报方面，公司建议派发 2025 年中期股息 0.09 元/股。

投资建议：作为国内领先的常规能源旗舰平台，重大资产注入完成后，公司规模优势和在核心区域的竞争力进一步增强。展望未来，煤价有望长期稳定，叠加容量电价持续提升将有效对冲利用小时数下滑，资产长期盈利稳定性提升。此外，中国华电集团积极履行股东承诺，公司未来仍有潜在可注入资产，同时公司通过参股华电新能，进一步提升了整体成长潜力。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 1198.49、1310.96、1336.63 亿元，同比增长 6.1%、9.4%、2.0%，实现归母净利润 69.13、73.17、79.61 亿元，同比增长 21.2%、5.8%、8.8%，对应 EPS 分别为 0.60、0.63、0.69 元，当前股价对应的 PE 倍数为 9.0X、8.5X、7.8X，维持“买入”评级。

风险提示：用电需求不及预期、煤价波动风险、电价下降预期风险、政策推进不及预期风险、项目建设进度不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28582	35375	30712	41601	32704
现金	5455	6861	7277	7960	8116
应收票据及应收账款	12183	15106	13551	17183	14954
其他应收款	1178	1048	1149	1341	1153
预付账款	3185	4591	3023	5638	3020
存货	4501	5801	3591	7408	3358
其他流动资产	2080	1968	2121	2072	2102
非流动资产	194455	230026	228696	228014	226288
长期股权投资	43791	48111	55173	62441	69684
固定资产	131660	158451	151345	143805	135706
无形资产	7275	8830	9039	9385	9931
其他非流动资产	11728	14634	13138	12383	10967
资产总计	223036	265402	259407	269615	258992
流动负债	63197	80238	85853	109270	111333
短期借款	18968	33864	47031	65881	71856
应付票据及应付账款	11288	13568	12912	15918	13337
其他流动负债	32941	32806	25910	27471	26140
非流动负债	76460	85779	65505	45564	25186
长期借款	71395	80574	60301	40360	19982
其他非流动负债	5065	5205	5205	5205	5205
负债合计	139657	166017	151358	154835	136519
少数股东权益	13624	28385	29759	31212	32794
股本	10228	10228	11612	11612	11612
资本公积	14358	21370	21370	21370	21370
留存收益	14227	14079	19994	26486	33424
归属母公司股东权益	69756	70999	78290	83567	89678
负债和股东权益	223036	265402	259407	269615	258992

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13252	16336	21990	13870	25749
净利润	4808	6836	8286	8770	9542
折旧摊销	10274	10575	10937	11191	11434
财务费用	3604	3226	2908	3086	3115
投资损失	-3776	-3478	-3496	-3565	-3585
营运资金变动	-2570	-1568	3262	-5528	5207
其他经营现金流	913	746	91	-85	37
投资活动现金流	-9292	-7711	-5942	-6734	-5924
资本支出	10488	9068	2641	3193	2489
长期投资	-270	-111	-7062	-7268	-7243
其他投资现金流	1467	1468	3761	3727	3807
筹资活动现金流	-4697	-8175	-28799	-25303	-25643
短期借款	-9017	14896	13167	18850	5974
长期借款	-13379	9179	-20274	-19941	-20378
普通股增加	358	0	1384	0	0
资本公积增加	1409	7012	0	0	0
其他筹资现金流	15932	-39262	-23076	-24212	-11239
现金净增加额	-737	451	-12751	-18168	-5819

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	117176	112994	119849	131096	133663
营业成本	109646	103071	108008	118259	119781
营业税金及附加	983	1268	1232	1389	1402
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1668	1797	1879	2004	2042
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	3604	3226	2908	3086	3115
资产和信用减值损失	-305	-89	-260	-126	-235
其他收益	871	870	903	894	884
公允价值变动收益	-19	37	-2	7	6
投资净收益	3776	3478	3496	3565	3585
资产处置收益	105	399	171	203	192
营业利润	5703	8328	10129	10902	11757
营业外收入	296	839	470	470	519
营业外支出	189	302	232	203	232
利润总额	5810	8864	10367	11169	12044
所得税	1002	2029	2080	2399	2502
净利润	4808	6836	8286	8770	9542
少数股东损益	286	1133	1373	1454	1582
归属母公司净利润	4522	5703	6913	7317	7961
EBITDA	16084	19440	21304	22360	23477
EPS (元/股)	0.39	0.49	0.60	0.63	0.69

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	9.5	-3.6	6.1	9.4	2.0
营业利润 (%)	527.0	46.0	21.6	7.6	7.8
归属母公司净利润 (%)	3789.0	26.1	21.2	5.8	8.8
获利能力					
毛利率 (%)	6.4	8.8	9.9	9.8	10.4
净利率 (%)	4.1	6.0	6.9	6.7	7.1
ROE (%)	5.8	6.9	7.8	7.8	7.9
ROIC (%)	2.5	3.2	4.1	4.2	4.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.6	62.6	58.3	57.4	52.7
净负债比率 (%)	139.1	134.1	112.9	104.8	86.3
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.7	8.3	8.4	8.5	8.3
应付账款周转率	9.2	9.4	9.4	9.4	9.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.49	0.60	0.63	0.69
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.14	1.41	1.89	1.19	2.22
每股净资产 (最新摊薄)	3.37	3.96	4.44	4.87	5.38
估值比率					
P/E	13.8	10.9	9.0	8.5	7.8
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.9	11.5	10.0	9.5	8.5

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686