



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 03 日

基础数据

09 月 02 日收盘价（元）	5.43
总市值（亿元）	630.52
总股本（亿股）	116.12

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】华电国际：业绩符合预期，看好 25 年成本弹性下盈利提升-2025.04.01

【兴证公用】华电国际 2024 年三季报点评：三季度业绩符合预期，资产注入对价落地-2024.11.04

【兴证公用 蔡屹】华电国际 2024 中报点评：煤价下行贡献主要利润增量，24Q2 经营净现金流同比+104.30%-2024.09.09

分析师：蔡屹

S0190518030002

caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004

zhulixian@xyzq.com.cn

华电国际(600027.SH)

收购资产并表，业绩稳健增长

投资要点：

- **事件：**华电国际发布 2025 年中报，公司上半年实现营业收入 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%，经营性净现金流 154.63 亿元，同比+87.09%，财务费用压降约 2.8 亿元。其中，单 Q2 实现营业收入 333.76 亿元，同比-4.42%，归母净利润 19.73 亿元，同比+24.27%。公司拟派发中期分红 10.45 亿元，占上半年归母净利润 27%。此外公司拟向华电金沙江上游水电公司增持 6 亿元，股比维持 12%。结合经营数据我们点评如下：
- **火电：成本弹性下盈利同比提升，收购资产并表。**上半年公司上网电量共计 1132.89 亿度，追溯调整后同比-6.5%，其中火电 1094.12 亿度，同比-7.1%，Q1 公司上网电量同比-8.5%，二季度电量降幅收窄；H1 煤电机组利用小时数 1815h，同比-182h。上半年公司平均上网电价 516.80 元/兆瓦时，同比-1.44%（同比-8 厘），其中 Q1 同比-4 厘。成本端，上半年入炉标煤单价同比-127 元/吨至 850.74 元/吨，公司燃料成本同比-13.28%。成本下降对冲量价下滑，公司 Q1/Q2 毛利率 10.73%、10.72%，同比+2.33、+1.8pct。资产增量方面，上半年投产燃机 156 万千瓦，收购资产亦已并表。截至报告期末已核准及在建机组主要包括 1.59GW 燃机及 4.68GW 煤机。
- **投资收益提升主要系去年福城矿业计提减值 7 亿元影响，参股华电新能及煤矿企业盈利均有所下滑。**上半年公司投资收益 24.81 亿元，同比+2.10 亿元，其中联营企业投资收益为 24.76 亿元，同比+4.34 亿元，主要参股企业华电新能贡献 18.60 亿元，同比-0.74 亿元（-3.8%），华电煤业、银星煤业和鄂托克前旗长城三号合计贡献 3.25 亿元，合计同比-2.58 亿元。
- **投资建议：维持“增持”评级。**机组区位优势下公司电价降幅整体可控，成本中枢下行带动公司盈利提升，收购资产已完成并表。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 69.89、73.33、76.78 亿元，分别同比+22.5%、+4.9%、+4.7%，对应 9 月 2 日收盘价 PE 估值分别为 9.0x、8.6x、8.2x。
- **风险提示：**动力煤价格回升、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、用电需求不及预期、市场化交易导致电价波动、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	112994	126489	124637	122811
同比增长	-3.6%	11.9%	-1.5%	-1.5%
归母净利润（百万元）	5703	6989	7333	7678
同比增长	26.1%	22.5%	4.9%	4.7%
毛利率	8.8%	10.6%	10.8%	11.1%
ROE	8.5%	9.3%	9.0%	8.7%
每股收益（元）	0.49	0.60	0.63	0.66
市盈率	11.1	9.0	8.6	8.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	29088	44831	53684	64308
货币资金	5851	19122	28471	39431
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	11594	13230	12941	12757
预付款项	4019	3960	3928	3911
存货	5160	5663	5564	5464
其他	2464	2856	2780	2744
非流动资产	194787	196738	197267	197039
长期股权投资	46933	49933	52433	54933
固定资产	129274	129089	127647	125205
在建工程	6931	5965	5483	5241
无形资产	7510	7510	7510	7510
商誉	374	374	374	374
其他	3766	3867	3821	3776
资产总计	223875	241569	250952	261346
流动负债	65129	70924	70121	69944
短期借款	27891	27891	27891	27891
应付票据及应付账款	10960	12835	12152	12028
其他	26278	30198	30078	30025
非流动负债	72669	74848	76848	78848
长期借款	49861	51861	53861	55861
其他	22808	22987	22987	22987
负债合计	137797	145772	146969	148792
股本	10228	11612	11612	11612
未分配利润	11162	16057	21193	26572
少数股东权益	18744	20601	22550	24592
股东权益合计	86078	95798	103983	112554
负债及权益合计	223875	241569	250952	261346

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	5703	6989	7333	7678
折旧和摊销	10681	11608	12383	13141
营运资金的变动	-1555	26	-307	160
经营活动产生现金流量	16336	20423	21167	22733
资本支出	-8921	-10223	-10193	-10127
长期投资	-53	-3013	-2513	-2513
投资活动产生现金流量	-7711	-9865	-9106	-8939
债券融资	-7765	5359	2000	2000
股权融资	7158	6835	0	0
融资活动产生现金流量	-8175	2713	-2712	-2834
现金净变动	451	13271	9349	10960

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	112994	126489	124637	122811
营业成本	103071	113123	111148	109143
税金及附加	1268	1237	1250	1246
销售费用	0	6	6	6
管理费用	1797	1929	1907	1889
研发费用	0	13	12	12
财务费用	3226	3370	3042	2832
投资收益	3478	3500	3600	3700
公允价值变动收益	37	0	0	0
信用减值损失	13	0	0	0
资产减值损失	-102	-100	-100	-100
营业利润	8328	11195	11730	12231
营业外收支	537	276	307	373
利润总额	8864	11472	12037	12604
所得税	2029	2626	2755	2885
净利润	6836	8846	9282	9719
少数股东损益	1133	1858	1949	2041
归属母公司净利润	5703	6989	7333	7678
EPS (元)	0.49	0.60	0.63	0.66

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-3.6%	11.9%	-1.5%	-1.5%
营业利润增长率	46.0%	34.4%	4.8%	4.3%
归母净利润增长率	26.1%	22.5%	4.9%	4.7%
盈利能力				
毛利率	8.8%	10.6%	10.8%	11.1%
归母净利率	5.0%	5.5%	5.9%	6.3%
ROE	8.5%	9.3%	9.0%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	61.6%	60.3%	58.6%	56.9%
流动比率	0.45	0.63	0.77	0.92
速动比率	0.28	0.48	0.61	0.77
营运能力				
资产周转率	0.51	0.54	0.51	0.48
每股资料 (元)				
每股收益	0.49	0.60	0.63	0.66
每股经营现金	1.41	1.76	1.82	1.96
估值比率 (倍)				
PE	11.1	9.0	8.6	8.2
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn