

华电国际(600027.SH)

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
戴映忻
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年09月10日

| | |
|----------------|-----------|
| 收盘价 (元) | 5.42 |
| 一年内最高 / 最低 (元) | 6.57/4.86 |
| 总市值 (百万元) | 62,935.82 |
| 流通市值 (百万元) | 55,433.38 |
| 总股本 (百万股) | 11,611.77 |
| 资产负债率 (%) | 62.69 |
| 每股净资产 (元/股) | 4.10 |

资料来源：聚源数据

——上半年业绩符合预期 华电集团常规能源整合平台

投资要点：

- **事件：**1) 公司发布2025年中报，2025年上半年实现营收600亿元，同比下降8.98%（调整后数据，下同）；归母净利润39.04亿元，同比增长13.15%；扣非后归母净利润37.54亿元，同比增长13.37%。公司单二季度实现营收333.8亿元，同比下降4.42%；归母净利润19.73亿元，同比增长24.27%；扣非后归母净利润18.58亿元，同比增长9.99%，二季度业绩基本符合市场预期。2) 公司发布2025年中期现金分红方案，拟每股派发现金0.09元（含税），较2024年中期现金分红方案提升0.01元/股。
- **业绩增长受益于煤价下跌，上网电价表现依旧稳健。**公司上半年营收下滑主要系电量下滑，根据公告，公司2025年上半年实现上网电量1133亿千瓦时，同比下降6.46%，主要系区域电力供需宽松，其中煤电、气电、水电利用小时数分别变动-9.11%、-3.18%、+17.48%。公司单二季度主业利润（营业利润减去投资净收益）18.35亿元，同比增长49%，主要受益于煤价下降，根据公告，公司上半年入炉标煤单价为850.74元/吨，同比下降12.98%，即127元/吨。其中单二季度对联合营的投资收益同比增长44%，主要系2024年上半年内蒙古福城矿业（参股35%）造成7.2亿投资损失。值得注意的是，公司上半年平均上网电价516.8元/兆瓦时，同比下降1.44%，约7.6元/兆瓦时，公司电价表现依旧稳健。
- 其他经营数据方面，上半年控股装机7744万千瓦（6月1日完成集团火电资产收购），其中煤电、气电、水电分别为5440、2058、246万千瓦，上半年新增1762万千瓦火电装机，其中煤电、气电分别为748、1014万千瓦。截至2025年6月底，公司核准在建装机1197万千瓦，其中煤电、气电、抽蓄分别为468、159、570万千瓦。
- **华电集团常规能源整合平台，完成集团16GW火电收购，拟等股比增资华电金上。**公司通过发股及支付现金购买华电集团旗下8家电力公司合计16GW火电装机，交易总价71.67亿元，其中股份支付34.28亿元，现金支付37.38亿元，股份支付为向华电集团定向发股价格5.05元/股，发股数量6.79亿股。定向增发完成后，华电国际于8月完成社会资金配套募资34.28亿元，其中发股价格4.86元/股，发股数量7.05亿股，用于火电建设（20亿元）与支付重组现金（14.28亿元）。本次资产注入乃华电集团践行华电国际常规能源（火电、水电）整合平台的承诺，同时，公司发布增资集团重要水电公司公告，拟按12%股权比例向关联方华电金沙江上游水电开发有限公司（华电金上）增资6亿元，华电金上注册资本将由100亿元增至150亿元。增资后股权比例将保持不变（中国华电48%、华电国际12%、其他股东40%）。
- 根据华电金上官网，华电金上主要负责开发建设金沙江上游7级水电站共917.60万千瓦，以及沿江区域可再生能源超3000万千瓦，预计到2027年基地运行装机1200万千瓦，2035年基本建成金沙江上游流域水风光一体化示范基地。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为68、73、78亿元，剔除永续债利息约6.4亿元后，当前股价对应的PE分别为10、9、9倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价波动超出预期，电价出现不利变化，计提大额减值损失。

盈利预测与估值 (人民币)

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 117,176 | 112,994 | 117,075 | 125,303 | 126,744 |
| 同比增长率 (%) | 9.45% | -3.57% | 3.61% | 7.03% | 1.15% |
| 归母净利润 (百万元) | 4,522 | 5,703 | 6,769 | 7,273 | 7,761 |
| 同比增长率 (%) | 4,430.69% | 26.11% | 18.70% | 7.45% | 6.71% |
| 每股收益 (元/股) | 0.39 | 0.49 | 0.58 | 0.63 | 0.67 |
| ROE (%) | 6.48% | 8.47% | 8.69% | 8.88% | 9.01% |
| 市盈率 (P/E) | 13.92 | 11.04 | 9.30 | 8.65 | 8.11 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 5,851 | 8,128 | 8,602 | 7,981 | 营业收入 | 112,994 | 117,075 | 125,303 | 126,744 |
| 应收票据及账款 | 11,726 | 12,864 | 13,769 | 13,927 | 营业成本 | 103,071 | 104,991 | 111,976 | 112,771 |
| 预付账款 | 4,019 | 3,808 | 4,075 | 4,122 | 税金及附加 | 1,268 | 1,314 | 1,407 | 1,423 |
| 其他应收款 | 947 | 1,022 | 1,094 | 1,107 | 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 5,160 | 4,481 | 4,779 | 4,813 | 管理费用 | 1,797 | 1,862 | 1,993 | 2,016 |
| 其他流动资产 | 1,386 | 1,682 | 1,800 | 1,821 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产总计 | 29,088 | 31,985 | 34,119 | 33,771 | 财务费用 | 3,226 | 3,327 | 3,530 | 3,354 |
| 长期股权投资 | 46,933 | 50,830 | 54,728 | 58,625 | 资产减值损失 | -102 | -117 | -125 | -127 |
| 固定资产 | 129,449 | 154,142 | 148,122 | 146,221 | 信用减值损失 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 6,931 | 5,776 | 9,120 | 7,965 | 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 7,510 | 8,701 | 8,783 | 8,855 | 投资收益 | 3,478 | 4,020 | 4,020 | 4,020 |
| 长期待摊费用 | 626 | 589 | 552 | 515 | 公允价值变动损益 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 3,339 | 3,324 | 3,309 | 3,294 | 资产处置收益 | 399 | 195 | 195 | 195 |
| 非流动资产合计 | 194,787 | 223,362 | 224,615 | 225,475 | 其他收益 | 870 | 891 | 891 | 891 |
| 资产总计 | 223,875 | 255,348 | 258,734 | 259,246 | 营业利润 | 8,328 | 10,571 | 11,379 | 12,161 |
| 短期借款 | 27,891 | 35,891 | 37,891 | 39,891 | 营业外收入 | 839 | 470 | 470 | 470 |
| 应付票据及账款 | 10,960 | 12,778 | 13,629 | 13,725 | 营业外支出 | 302 | 193 | 193 | 193 |
| 其他流动负债 | 26,278 | 25,660 | 27,378 | 27,585 | 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 65,129 | 74,329 | 78,897 | 81,201 | 利润总额 | 8,864 | 10,848 | 11,655 | 12,437 |
| 长期借款 | 67,833 | 77,833 | 70,833 | 62,833 | 所得税 | 2,029 | 2,386 | 2,564 | 2,736 |
| 其他非流动负债 | 4,836 | 4,836 | 4,836 | 4,836 | 净利润 | 6,836 | 8,461 | 9,091 | 9,701 |
| 非流动负债合计 | 72,669 | 82,669 | 75,669 | 67,669 | 少数股东损益 | 1,133 | 1,692 | 1,818 | 1,940 |
| 负债合计 | 137,797 | 156,998 | 154,566 | 148,870 | 归属母公司股东净利润 | 5,703 | 6,769 | 7,273 | 7,761 |
| 股本 | 10,228 | 11,612 | 11,612 | 11,612 | EPS(元) | 0.49 | 0.58 | 0.63 | 0.67 |
| 资本公积 | 15,177 | 20,649 | 20,649 | 20,649 | | | | | |
| 留存收益 | 41,931 | 45,654 | 49,654 | 53,922 | 主要财务比率 | | | | |
| 归属母公司权益 | 67,335 | 77,914 | 81,914 | 86,182 | 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 18,744 | 20,436 | 22,254 | 24,194 | 成长能力 | | | | |
| 股东权益合计 | 86,078 | 98,350 | 104,168 | 110,377 | 营收增长率 | -3.57% | 3.61% | 7.03% | 1.15% |
| 负债和股东权益合计 | 223,875 | 255,348 | 258,734 | 259,246 | 营业利润增长率 | 46.01% | 26.94% | 7.64% | 6.87% |
| | | | | | 归母净利润增长率 | 26.11% | 18.70% | 7.45% | 6.71% |
| | | | | | 经营现金流增长率 | 23.28% | 29.52% | 6.54% | -0.22% |

现金流量表（百万元）

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 盈利能力 | | | | |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 税后经营利润 | 6,836 | 4,262 | 4,892 | 5,502 | 毛利率 | 8.78% | 10.32% | 10.64% | 11.02% |
| 折旧与摊销 | 10,681 | 11,822 | 12,045 | 12,437 | 净利率 | 6.05% | 7.23% | 7.26% | 7.65% |
| 财务费用 | 3,226 | 3,327 | 3,530 | 3,354 | ROE | 8.47% | 8.69% | 8.88% | 9.01% |
| 投资损失 | -3,478 | -4,020 | -4,020 | -4,020 | ROA | 2.55% | 2.65% | 2.81% | 2.99% |
| 营运资金变动 | -1,568 | 580 | 908 | 31 | 估值倍数 | | | | |
| 其他经营现金流 | 640 | 5,188 | 5,188 | 5,188 | P/E | 11.04 | 9.30 | 8.65 | 8.11 |
| 经营性现金净流量 | 16,336 | 21,160 | 22,543 | 22,492 | P/S | 0.56 | 0.54 | 0.50 | 0.50 |
| 投资性现金净流量 | -7,711 | -37,366 | -10,266 | -10,266 | P/B | 1.49 | 1.19 | 1.11 | 1.03 |
| 筹资性现金净流量 | -8,175 | 18,484 | -11,803 | -12,846 | 股息率 | 2.98% | 4.84% | 5.20% | 5.55% |
| 现金流量净额 | 451 | 2,277 | 474 | -620 | EV/EBITDA | 7 | 7 | 7 | 7 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。