

2025 年 09 月 11 日

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

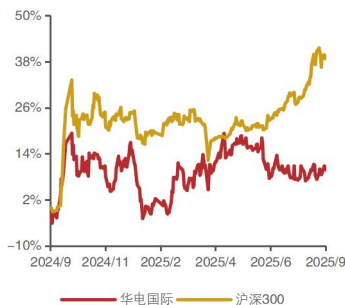
邓思平

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

华电国际(600027.SH)

——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
货币资金	5,851	8,128	8,602	7,981
应收票据及账款	11,726	12,864	13,769	13,927
预付账款	4,019	3,808	4,075	4,122
其他应收款	947	1,022	1,094	1,107
存货	5,160	4,481	4,779	4,813
其他流动资产	1,386	1,682	1,800	1,821
流动资产总计	29,088	31,985	34,119	33,771
长期股权投资	46,933	50,830	54,728	58,625
固定资产	129,449	154,142	148,122	146,221
在建工程	6,931	5,776	9,120	7,965
无形资产	7,510	8,701	8,783	8,855
长期待摊费用	626	589	552	515
其他非流动资产	3,339	3,324	3,309	3,294
非流动资产合计	194,787	223,362	224,615	225,475
资产总计	223,875	255,348	258,734	259,246
短期借款	27,891	35,891	37,891	39,891
应付票据及账款	10,960	12,778	13,629	13,725
其他流动负债	26,278	25,660	27,378	27,585
流动负债合计	65,129	74,329	78,897	81,201
长期借款	67,833	77,833	70,833	62,833
其他非流动负债	4,836	4,836	4,836	4,836
非流动负债合计	72,669	82,669	75,669	67,669
负债合计	137,797	156,998	154,566	148,870
股本	10,228	11,612	11,612	11,612
资本公积	15,177	20,649	20,649	20,649
留存收益	41,931	45,654	49,654	53,922
归属母公司权益	67,335	77,914	81,914	86,182
少数股东权益	18,744	20,436	22,254	24,194
股东权益合计	86,078	98,350	104,168	110,377
负债和股东权益合计	223,875	255,348	258,734	259,246

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	6,836	4,262	4,892	5,502
折旧与摊销	10,681	11,822	12,045	12,437
财务费用	3,226	3,327	3,530	3,354
投资损失	-3,478	-4,020	-4,020	-4,020
营运资金变动	-1,568	580	908	31
其他经营现金流	640	5,188	5,188	5,188
经营性现金净流量	16,336	21,160	22,543	22,492
投资性现金净流量	-7,711	-37,366	-10,266	-10,266
筹资性现金净流量	-8,175	18,484	-11,803	-12,846
现金流量净额	451	2,277	474	-620

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	112,994	117,075	125,303	126,744
营业成本	103,071	104,991	111,976	112,771
税金及附加	1,268	1,314	1,407	1,423
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,797	1,862	1,993	2,016
研发费用	0	0	0	0
财务费用	3,226	3,327	3,530	3,354
资产减值损失	-102	-117	-125	-127
信用减值损失	13	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3,478	4,020	4,020	4,020
公允价值变动损益	37	0	0	0
资产处置收益	399	195	195	195
其他收益	870	891	891	891
营业利润	8,328	10,571	11,379	12,161
营业外收入	839	470	470	470
营业外支出	302	193	193	193
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	8,864	10,848	11,655	12,437
所得税	2,029	2,386	2,564	2,736
净利润	6,836	8,461	9,091	9,701
少数股东损益	1,133	1,692	1,818	1,940
归属母公司股东净利润	5,703	6,769	7,273	7,761
EPS(元)	0.49	0.58	0.63	0.67

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-3.57%	3.61%	7.03%	1.15%
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%
盈利能力				
毛利率	8.78%	10.32%	10.64%	11.02%
净利率	6.05%	7.23%	7.26%	7.65%
ROE	8.47%	8.69%	8.88%	9.01%
ROA	2.55%	2.65%	2.81%	2.99%
估值倍数				
P/E	11.04	9.30	8.65	8.11
P/S	0.56	0.54	0.50	0.50
P/B	1.49	1.19	1.11	1.03
股息率	2.98%	4.84%	5.20%	5.55%
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）。