



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月08日

基础数据

04月07日收盘价(元)	4.52
总市值(亿元)	524.85
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 2025 年中报点评: 收购资产并表, 业绩稳健增长-2025.09.03

分析师: 蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师: 朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理: 隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

华电国际(600027.SH) 火电盈利改善, 计提减值压制利润

投资要点:

- **事件:** 华电国际发布 2025 年报, 公司全年实现营业收入 1260.13 亿元, 同比-10.95% (追溯后, 下同), 归母净利润 60.70 亿元, 同比+1.39%, 扣非归母净利润 56.88 亿元, 同比+6.40%, 毛利率 11.44%, 同比+2.65pct, 经营性净现金流 272.21 亿元, 同比+39.90%; 期内计提资产减值 7.50 亿元 (上年为 1.22 亿元), 长期借款与永续债分别下降 155.50、40.20 亿元, 财务费用压降 6.19 亿元, 少数股东利润占比同比+5.85pct。此外, 公司预计派发现金红利 26.71 亿元 (含中期分红), 占可供分配归母净利润的 48.47% (去年为 45.72%)。结合经营数据我们点评如下:
- **火电:** 煤价下行对冲量价压力, 2025 年火电度电毛利润同比+0.011 元/度。2025 年公司完成火电售电量 2365.47 亿千瓦时, 同比-7.98%, 其中煤电利用小时 3874h, 同比-294h, 气电利用小时 2128h, 同比-24h。2025 年火电板块实现营业收入 1094.30 亿元, 对应度电收入 0.463 元/度, 同比-0.011 元/度。成本端, 公司入炉标煤单价为 825.35 元/吨, 同比-15.18%, 度电燃料成本 0.335 元/度, 同比-0.032 元/度。故 2025 年火电板块毛利率提升 2.51pct 至 11.35%, 度电毛利润提升 0.011 元/度至 0.053 元/度。边际上, 公司储备煤机项目 4.02GW、燃机项目 1.10GW、抽蓄项目 5.70GW。
- **投资收益:** 华电新能股权稀释&利润下滑, 参股企业投资收益下滑。2025 年公司投资收益为 31.53 亿元, 同比-4.67 亿元, 其中联营企业投资收益为 31.48 亿元, 同比-2.25 亿元。其中, 参股企业华电新能于期内 IPO 落地, 公司持股比例自 31.03% 稀释至 26.78%, 叠加华电新能期内盈利下滑, 其贡献投资损益 20.79 亿元, 同比-5.67 亿元; 市场煤价下行参股煤企盈利收缩, 华电煤业、银星煤业、鄂托克前旗长城三号、五号与煤矿公司合计贡献投资收益 3.28 亿元, 同比-7.00 亿元。
- **投资建议:** 维持“增持”评级。综合考虑 2026 年长协电价下行、现货市场套利、减值压降, 我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 50.31、56.77、61.72 亿元, 分别同比-17.1%、+12.8%、+8.7%, 对应 4 月 7 日 A 股收盘价 PE 估值分别为 10.4x、9.2x、8.5x, H 股收盘价 PE 估值分别为 8.2x、7.3x、6.7x。
- **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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	126013	119414	119595	118870
同比增长	-10.9%	-5.2%	0.2%	-0.6%
归母净利润 (百万元)	6070	5031	5677	6172
同比增长	1.4%	-17.1%	12.8%	8.7%
毛利率	11.4%	8.9%	9.5%	10.1%
ROE	8.8%	7.0%	7.6%	7.9%
每股收益 (元)	0.52	0.43	0.49	0.53
市盈率	8.6	10.4	9.2	8.5

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	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	32712	36032	43579	52113
货币资金	6983	11568	18954	27707
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	11861	12135	12059	11751
预付款项	4091	3667	3813	3762
存货	5439	4879	4987	4976
其他	4338	3782	3765	3917
非流动资产	231519	231033	229952	228292
长期股权投资	50123	52123	54123	56123
固定资产	155441	153970	151534	145878
在建工程	13420	12937	12696	15075
无形资产	8613	8231	7848	7465
商誉	374	374	374	374
其他	3549	3399	3378	3378
资产总计	264231	267065	273531	280405
流动负债	86520	83769	84061	84311
短期借款	38547	38547	38547	38547
应付票据及应付账款	14325	12185	12438	12657
其他	33648	33038	33076	33107
非流动负债	75622	76622	77622	78622
长期借款	45133	46133	47133	48133
其他	30489	30489	30489	30489
负债合计	162142	160391	161683	162933
股本	11612	11612	11612	11612
未分配利润	11721	13784	16112	18642
少数股东权益	32926	34694	36689	38857
股东权益合计	102088	106674	111848	117473
负债及权益合计	264231	267065	273531	280405

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	6070	5031	5677	6172
折旧和摊销	13380	17386	17981	18559
营运资金的变动	4042	-1486	131	468
经营活动产生现金流量	27221	22369	25232	26736
资本支出	-14884	-14588	-14486	-14530
长期投资	-163	-2000	-2000	-2000
投资活动产生现金流量	-14262	-13592	-13430	-13413
债权融资	-21981	1000	1000	1000
股权融资	22519	0	0	0
融资活动产生现金流量	-12793	-4192	-4416	-4571
现金净变动	166	4585	7386	8752

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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	126013	119414	119595	118870
营业成本	111602	108824	108186	106871
税金及附加	1812	1194	1196	1189
销售费用	2	2	2	2
管理费用	2231	1791	1794	1783
研发费用	112	12	12	12
财务费用	3162	2804	2629	2382
投资收益	3153	2996	3056	3117
公允价值变动收益	-20	0	0	0
信用减值损失	-17	0	0	0
资产减值损失	-750	-100	-100	-100
营业利润	10163	8399	9449	10361
营业外收支	485	412	514	470
利润总额	10648	8811	9964	10831
所得税	2431	2012	2292	2491
净利润	8217	6799	7672	8340
少数股东损益	2146	1768	1995	2168
归属母公司净利润	6070	5031	5677	6172
EPS(元)	0.52	0.43	0.49	0.53

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-10.9%	-5.2%	0.2%	-0.6%
营业利润增长率	11.4%	-17.4%	12.5%	9.6%
归母净利润增长率	1.4%	-17.1%	12.8%	8.7%
盈利能力				
毛利率	11.4%	8.9%	9.5%	10.1%
归母净利率	4.8%	4.2%	4.7%	5.2%
ROE	8.8%	7.0%	7.6%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	61.4%	60.1%	59.1%	58.1%
流动比率	0.38	0.43	0.52	0.62
速动比率	0.24	0.30	0.39	0.49
营运能力				
资产周转率	47.6%	45.0%	44.2%	42.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.52	0.43	0.49	0.53
每股经营现金	2.34	1.93	2.17	2.30
估值比率(倍)				
PE	8.6	10.4	9.2	8.5
PB	0.8	0.7	0.7	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外大街甲 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