

## 公司研究

## 聚焦常规能源，借力集团资源优势

## ——华电国际（600027.SH，1071.HK）首次覆盖报告

## 要点

**华电集团全国性常规能源发电平台，集团注入预期充分夯实公司装机成长性。**截至 2024 年底，公司控股装机容量约为 5981 万千瓦，占集团总装机容量 24.97%；公司火电装机容量占集团总装机容量比例为 44.22%。公司是集团重要的常规能源发电平台。公司控股股东中国华电集团有限公司于 2014 年 8 月做出承诺，将按照有利于解决同业竞争、避免发生实质性同业竞争的原则，原则上以省（或区域）为单位，将同一省内（或区域内）的相关资产注入华电国际。截至 2025 年底，集团共向公司注入 2607 万千瓦机组；截至 2024 年底，存量已投运境内非上市常规能源发电资产装机容量为 5499 万千瓦。**集团体内常规能源机组仍具备注入公司预期，成为公司装机增量重要来源。**

**聚焦常规能源业务，参股华电新能源涉足新能源板块。**2021 年，除自用光伏发电装机外（装机容量 0.35 万千瓦），公司已经完成全部风电、光伏等新能源资产的剥离，至此公司发电主要以火电和水电为主。通过此次剥离新能源业务，华电国际以控股火电业务为主，依托水电、气电实质性提升清洁能源装机占比，大比例参股新能源专业平台，未来投资收益将有所增加。截至 2025 年底，公司通过参股华电新能源 26.78% 涉足新能源领域。华电新能源装机容量持续攀升下，营收水平不断攀升。

**25 年实际发电量远超计划发电量，装机持续增长巩固行业地位。**2025 年实际发电量达 2622.70 亿千瓦时，大幅超越 2100 亿千瓦时的目标值，发电量同比增长 17.81%。2026 年公司目标发电量为 2400 亿千瓦时，公司在建机组充沛有望再次超额完成既定发电目标。截至 2025 年，重庆、望亭、灵宝、汕头、淄博等分公司皆有在建机组，总装机容量高达 1,081.82 万千瓦，大规模的新增装机将扩大公司总装机规模，提升公司生产能力。其中，公司华电（重庆）燃机发电有限公司（“重庆发电公司”）的 2×55.01 万千瓦机组预计于 26 年投产。

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 26/27/28 年 EPS（A 股）分别为 0.43、0.48、0.53 元，当前股价（A 股）对应 PE 分别为 12/10/10 倍；EPS（H 股）为 0.38、0.43、0.48 元，对应当前股价（H 股）对应 PE 分别为 10/9/8 倍。考虑到：1）公司 A 股以及 H 股 26-28 年估值均低于行业平均 PE 水平，2）公司未来装机增长明确，集团体内机组具备注入预期，**公司业绩仍有提升空间。首次覆盖，给予华电国际（A&H）“增持”评级。**

**风险提示：**环保政策收紧风险、新能源替代风险、电力市场化改革风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	112,994	126,013	121,978	125,558	127,002
yoy	-3.57%	11.52%	-3.20%	2.93%	1.15%
归母净利润（A 股，百万元）	5,703	6,070	5,006	5,579	6,144
yoy	26.11%	6.45%	-17.53%	11.45%	10.12%
EPS（A 股，元，按最新股本）	0.49	0.52	0.43	0.48	0.53
归属普通股股东净利润（H 股，百万元）	4,698	5,510	4,426	4,999	5,564
yoy	23.23%	17.28%	-19.67%	12.95%	11.30%
EPS（H 股，元，按最新股本）	0.41	0.48	0.38	0.43	0.48
P/E（A 股）	10.2	9.6	11.6	10.4	9.5
P/E（H 股）	9.8	8.1	9.8	8.7	7.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29 汇率：按 1HKD=0.87563CNY 换算

## A 股：增持（首次）

当前价：5.02 元

## H 股：增持（首次）

当前价：4.28 港元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

songlichao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	116.12
总市值(亿元):	582.91
一年最低/最高(元):	4.50/5.86
近 3 月换手率:	84.09%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.37	0.24	-36.05
绝对	3.72	2.45	-8.47

资料来源：Wind

# 目 录

<b>1、 立足山东、布局全国的传统电力企业</b> .....	<b>4</b>
1.1 立足山东，背靠华电集团，业务向全国扩张.....	4
1.2 电力业务为主，22 年整体业绩扭亏为盈.....	7
<b>2、 剥离新能源业务，聚焦传统电力类型</b> .....	<b>9</b>
2.1 剥离新能源业务，参股华电新能涉足新能源领域 .....	9
2.2 火电为主，加大布局巩固地位.....	11
<b>3、 盈利预测</b> .....	<b>13</b>
3.1 关键假设 .....	13
3.2 盈利预测与估值 .....	16
<b>4、 风险分析</b> .....	<b>18</b>

## 图目录

图 1: 公司股权结构 (2025 年末)	5
图 2: 华电集团旗下各电力上市公司分电源装机情况 (截至 2024 年底, 万千瓦)	6
图 3: 2021-2025 年营业收入及同比	7
图 4: 2021-2025 年营业收入结构	7
图 5: 2021-2025 年营业成本及同比	8
图 6: 2021-2025 年营业成本结构	8
图 7: 2021-2025 年公司总体毛利率及业务拆分毛利率	8
图 8: 2021-2025 年公司净利润、归母净利润	8
图 9: 2020-2025 年公司摊薄 ROE	9
图 10: 2020-2025 年公司股息率、每股股利	9
图 11: 2021-2025 年华电新能营业收入和归母净利润	10
图 12: 2021-2025 年公司发电量目标完成情况 (亿千瓦时)	11
图 13: 2021-2025 年华电国际控股装机量拆分 (万千瓦)	11

## 表目录

表 1: 公司控股发电企业数据 (截至 2025 年底, 部分)	4
表 2: 华电集团资产注入情况梳理 (截至 2025 年底)	6
表 3: 公司业务板块梳理	7
表 4: 公司新能源业务剥离进程 (截至 2025 年底)	9
表 5: 公司出售的部分风光资产 (截至 2025 年底)	10
表 6: 公司投资收益与华电新能营业收入及归母净利率敏感性分析 (亿元)	11
表 7: 公司已获核准及在建机组 (截至 2025 年底)	12
表 8: 公司在建主要项目进度 (截至 2025 年底)	12
表 9: 公司总装机量 (万千瓦)	13
表 10: 华电国际利用小时数、总发电量、上网电量及上网电价预测	14
表 11: 华电国际分类型营业成本及标准煤炭均价假设	15
表 12: 华电国际主营业务预测	15
表 13: 华电国际费用预测	16
表 14: 可比公司估值 (A 股)	17
表 15: 可比公司估值 (H 股)	17
表 16: 公司盈利预测与估值简表	17

# 1、立足山东、布局全国的传统电力企业

## 1.1 立足山东，背靠华电集团，业务向全国扩张

**起源山东，向全国扩张。**2003 年以前，华电国际（原山东国际电源）的经营性资产均位于山东省内。2002 年，国家电力体制改革，五大发电集团组建。华电国际划归新组建的中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”），之后开启异地扩张的步伐。目前，华电国际的业务重心依然在山东省内，资产遍及四川、河北、湖北、安徽、浙江、广东等省份，已成为中国最大型的综合性能源公司之一，其主要业务为建设、经营发电厂，主要以大型高效的燃煤燃气发电机组项目为主。

截至 2025 年末，公司已投入运行的控股发电企业共计 55 家，控股装机容量为 7,792.4288 万千瓦。主要包括燃煤发电控股装机 5,438 万千瓦，燃气发电控股装机 2,107.2708 万千瓦，水力发电控股装机 245.9 万千瓦，自用光伏发电控股装机 1.258 万千瓦。公司燃煤发电装机约占本公司控股装机容量的 69.77%，燃气发电、水力发电等清洁能源发电装机约占 30.23%。

表 1：公司控股发电企业数据（截至 2025 年底，部分）

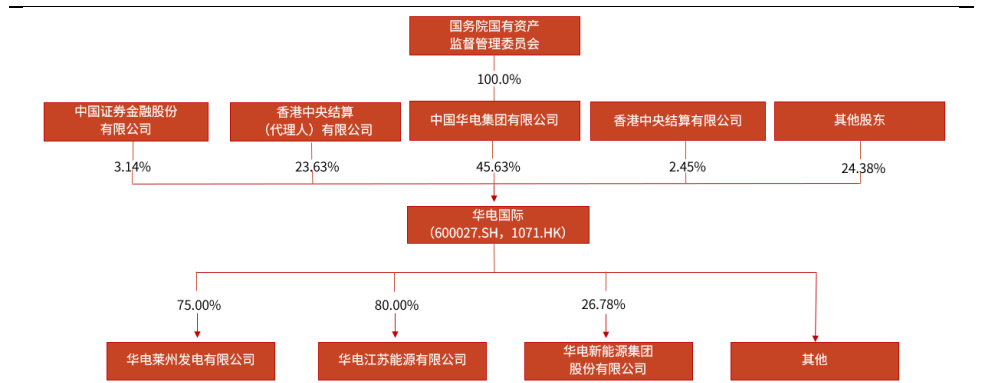
企业项目名称	装机容量 (兆瓦)	公司持股比例
邹县发电厂	2,610	100%
十里泉发电厂	1,980	100%
莱城发电厂	1,340	100%
奉节发电厂	1,200.90	100%
华电邹县发电有限公司（“邹县公司”）	2,030	69%
华电莱州发电有限公司（“莱州公司”）	4,100	75%
华电潍坊发电有限公司（“潍坊公司”）	2,000	64.29%
华电青岛发电有限公司（“青岛公司”）	2,281.08	55%
华电淄博热电有限公司（“淄博公司”）	950	100%
华电章丘发电有限公司（“章丘公司”）	670	87.50%
华电济南章丘热电有限公司（“章丘热电”）	1003.3	70.00%
华电滕州新源热电有限公司（“滕州公司”）	1000	93.26%
华电龙口发电有限公司（“龙口公司”）	1320	100.00%
华电湖北发电有限公司（“湖北公司”）	6886.5	82.56%
安徽华电六安电厂有限公司（“六安公司”）	1320	95.00%
安徽华电宿州发电有限公司（“宿州公司”）	1260	97.00%
安徽华电芜湖发电有限公司（“芜湖公司”）	2320	65.00%
河北华电石家庄裕华热电有限公司（“裕华公司”）	600	20.80%
河北华电石家庄鹿华热电有限公司（“鹿华公司”）	661	18.74%
华电新乡发电有限公司（“新乡公司”）	1320	20.53%
华电漯河发电有限公司（“漯河公司”）	660	79.11%
华电渠东发电有限公司（“渠东公司”）	660	20.79%
四川广安发电有限责任公司（“广安公司”）	2400	80.00%
华电国际电力股份有限公司天津开发区分公司（“天津开发区分公司”）	510	100.00%
广东华电坪石发电有限公司（“坪石公司”）	600	100.00%
广东华电韶关热电有限公司（“韶关公司”）	700	100.00%
汕头华电发电有限公司（“汕头公司”）	1360	51.00%
华电国际电力股份有限公司朔州热电分公司（“朔州热电分公司”）	701.2	100.00%
湖南华电长沙发电有限公司（“长沙公司”）	1200	70.00%

湖南华电常德发电有限公司 (“常德公司”)	1320	48.98%
湖南华电平江发电有限公司 (“平江公司”)	2000	100.00%
中国华电集团贵港发电有限公司 (“贵港公司”)	1260	100.00%
华电江苏能源有限公司 (“江苏公司”)	13747.818	80.00%
杭州华电半山发电有限公司 (“半山公司”)	2415	64.00%
杭州华电下沙热电有限公司 (“下沙公司”)	246	56.00%
杭州华电江东热电有限公司 (“江东公司”)	960.5	51.00%
华电浙江龙游热电有限公司 (“龙游公司”)	405	100.00%
河北华电石家庄热电有限公司 (“石家庄热电公司”)	1311.65	82.00%
石家庄华电供热集团有限公司 (“石家庄供热”)	12.55	100.00%
天津华电福源热电有限公司 (“福源公司”)	400.49	100.00%
天津华电南疆热电有限公司 (“南疆公司”)	930	65.00%
广东华电深圳能源有限公司 (“深圳公司”)	365	100.00%
华电佛山能源有限公司 (“佛山公司”)	329	90.00%
广东华电清远能源有限公司 (“清远公司”)	1003.20	100.00%
广东华电惠州能源有限公司 (“惠州公司”)	1070	100.00%
广州大学城华电新能源有限公司 (“大学城公司”)	1857.40	55.00%
华电福新广州能源有限公司 (“广州公司”)	1338.60	55.00%
华电福新江门能源有限公司 (“江门公司”)	230	70.00%
华电福新清远能源有限公司 (“清远能源”)	75	100.00%
上海华电福新能源有限公司 (“上海公司”)	26.40	51.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**背靠国资委，股东背景强大。**截至 2025 年 12 月 31 日，公司控股股东中国华电集团有限公司共持有其 45.63% 的股份，该集团是国家电力体制改革组建的五家国有独资发电企业集团之一，属于国资委监管的特大型中央企业。截至 2025 年 12 月 31 日，华电国际主要子公司为华电莱州发电有限公司和华电江苏能源有限公司，对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司为华电新能源集团股份有限公司。

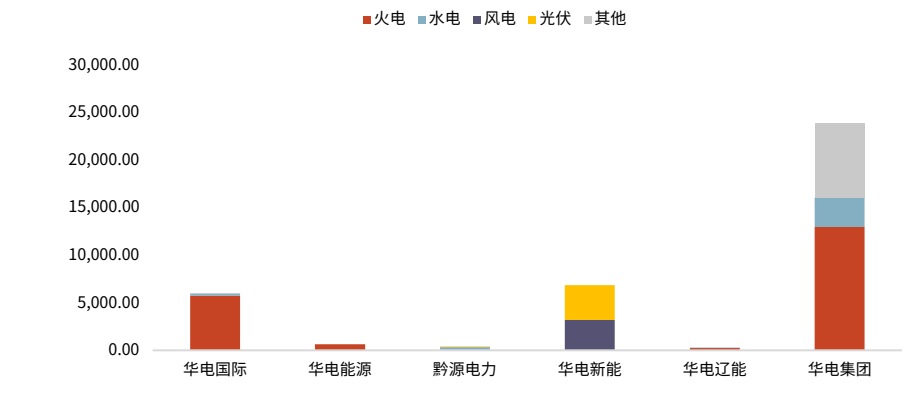
图 1：公司股权结构 (2025 年末)



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

**华电国际是华电集团旗下规模最大的电力公司，承担了集团主要的火电业务。**截至 2024 年底，公司控股装机容量约为 5981 万千瓦，占集团总装机容量 24.97%；公司火电装机容量占集团总装机容量比例为 44.22%。公司是集团重要的常规能源发电平台。

图 2：华电集团旗下各电力上市公司分电源装机情况（截至 2024 年底，万千瓦）



资料来源：公司招股说明书，各公司年报，光大证券研究所

备注：华电集团未披露风电及光伏数据，仅披露风电及其他发电类型装机容量

**集团资产注入有望成为公司装机增量的重要来源。**公司控股股东中国华电集团有限公司于 2014 年 8 月做出承诺，将按照有利于解决同业竞争、避免发生实质性同业竞争的原则，原则上以省（或区域）为单位，将同一省内（或区域内）的相关资产注入华电国际。具体操作方案将结合相关资产状况、资本市场认可程度等因素，积极稳步推进。集团将在每年财务决算后，对非上市常规能源发电资产是否符合注入条件进行核查，并进行披露。集团将在非上市常规能源发电资产满足资产注入条件后三年内，完成向华电国际注入资产的工作。截至 2024 年年底，集团已投运境内非上市常规能源发电资产装机容量为 5499 万千瓦。截至 2025 年底，集团共向公司注入 2607 万千瓦机组（其中，2025 年注入 1606 万千瓦）。**集团体内常规能源机组仍具备注入公司预期，成为公司装机增量重要来源。**

表 2：华电集团资产注入情况梳理（截至 2025 年底）

注入资产情况	注入时间	注入资产规模（兆瓦）
华电湖北发电有限公司 82.5627%的股权	2015 年	5,120
湖北华电武昌热有限公司 100%的股权	2019 年	370
湖南华电长沙发电有限公司 70%股权	2021 年	1,200
湖南华电常德发电有限公司 48.98%股权	2021 年	1,320
湖南华电平江发电有限公司 100%股权	2021 年	2,000
华电江苏能源有限公司 80%股权	2025 年	12,758.62
上海华电福新能源有限公司 51%股权	2025 年	26.4
上海华电闵行能源有限公司 100%股权	2025 年	187.4
广州大学城华电新能源有限公司 55.0007%股权	2025 年	185.34
华电福新广州能源有限公司 55%股权	2025 年	1,338.60
华电福新江门能源有限公司 70%股权	2025 年	230
华电福新清远能源有限公司 100%股权	2025 年	75
中国华电集团贵港发电有限公司 100%股权	2025 年	1,260

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**公司主营发电、供热，并拓展与能源相关的综合业务。**公司核心业务为发电业务，是国内火电规模领先的上市企业。同时，公司积极布局清洁能源，开展水电业务，控股水电装机容量近年保持稳定。公司在运营的发电资产遍布全国十五个省、自治区、直辖市，地理位置优越，主要处于电力、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域。公司在产业链下游布局热力供应业务，发展热电联产，以满足当地社会和经济发展的需求。

表 3: 公司业务板块梳理

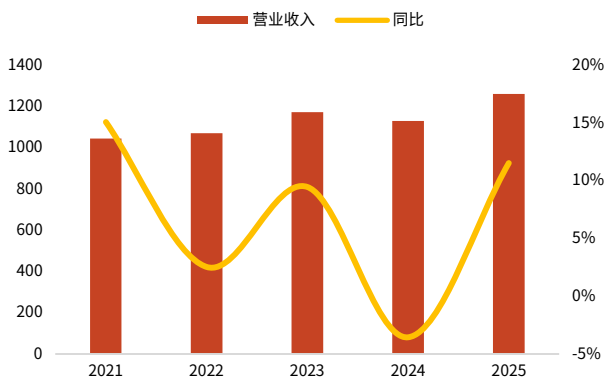
业务板块	业务介绍	承接业务的参/控股公司 (部分)
发电业务	公司运营全国十五个省、自治区、直辖市的燃煤、燃气、水电发电机组, 为省内电力保供主力, 控股多台大容量高效机组	华电莱州发电有限公司 华电江苏能源有限公司 华电新能源集团股份有限公司
供热业务	开展热力供应等综合能源服务	安徽华电芜湖发电有限公司 广东华电惠州能源有限公司
其他业务	2025 年前, 公司开展煤炭产业、煤炭物流和贸易业务; 2025 年, 公司煤炭贸易业务模式优化, 通过参股华电煤业集团有限公司、宁夏银星煤业有限公司参与煤炭产业开发和供应	华电煤业集团有限公司 宁夏银星煤业有限公司

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

## 1.2 电力业务为主, 22 年整体业绩扭亏为盈

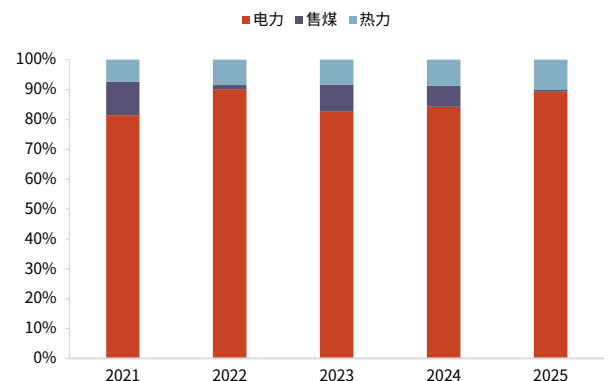
**售电业务为主, 供热业务营收占比稳定, 售煤业务有所调整。**公司电力业务营收常年占比 80% 以上, 为主营业务; 售煤业务营收占比稳定于 10%-15% 之间。2025 年公司总营收 1260.13 亿元, 同比增加 11.52%。其中发电业务营收为 1118.07 亿元, 占总营收的 88.73%。在产业链上游, 公司进行了煤炭贸易业务模式优化, 2025 年煤炭销售业务收入下降至 9.57 亿元, 占总营收的 0.76%。公司通过参股华电煤业集团有限公司 (持股 13.25%)、宁夏银星煤业有限公司 (持股 50%) 的方式参与煤炭业务, 实现了从经营煤炭贸易向参/控股投资煤炭生产的转变。在产业链下游, 公司开展供热业务, 2025 年公司供热收入为 124.58 亿元, 占总营收的 9.89%。

图 3: 2021-2025 年营业收入及同比



资料来源: iFind, 公司公告, 光大证券研究所 注: 左轴单位为亿元

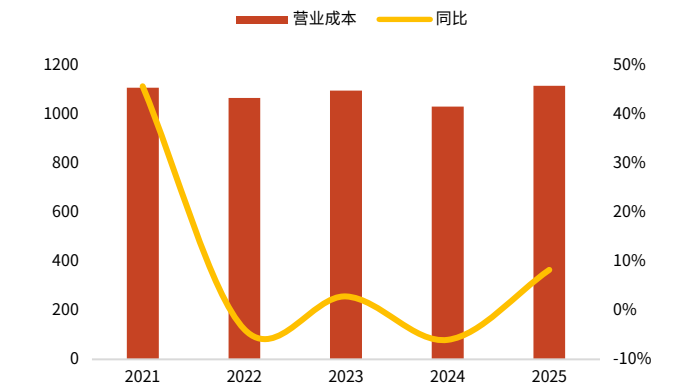
图 4: 2021-2025 年营业收入结构



资料来源: iFind, 公司公告, 光大证券研究所

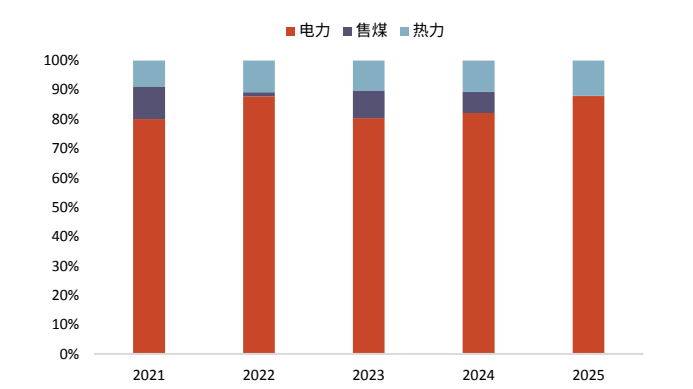
**电力业务成本占比持续主导, 2025 年营业成本同比回升。**2025 年公司总营业成本 1116.02 亿元, 同比增加 8.27%。公司电力业务营业成本常年占比 80% 以上, 为主要成本构成; 供热成本占总营业成本约 10%, 25 年有所提升约为 12%; 由于煤炭业务优化, 售煤业务成本占比收窄, 2025 年仅占公司营业成本的 0.07%。

图 5: 2021-2025 年营业成本及同比



资料来源: iFind, 公司公告, 光大证券研究所 注: 左轴单位为亿元

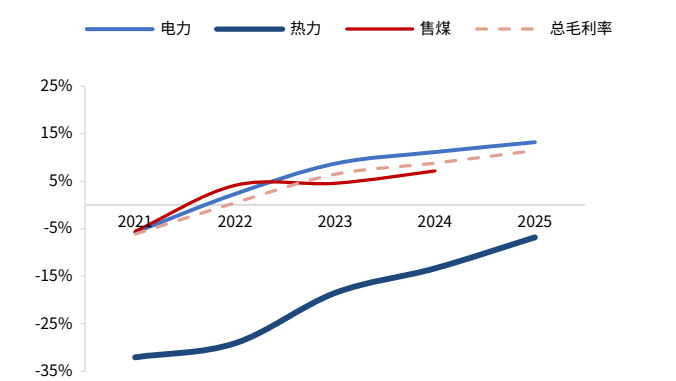
图 6: 2021-2025 年营业成本结构



资料来源: iFind, 公司公告, 光大证券研究所

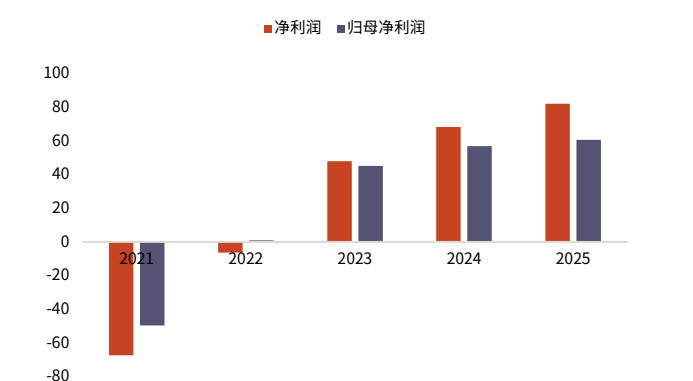
**经营活动毛利率持续上升, 净利润与归母净利润同比提升。**2025 年公司毛利为 144.11 亿元, 毛利率为 11.44%, 毛利率提升得益于煤价大幅下降、煤炭贸易业务模式优化以及耗煤量减少等因素使得公司营业收入增长幅度大于营业成本增长幅度。2021 年煤价成本大涨叠加确认 29.34 亿资产减值损失, 导致当年公司大幅亏损; 2022 年由于燃料成本较 2021 年继续上涨, 继续压制公司业绩。2023 年煤价下跌, 公司扭亏为盈。2025 年公司净利润为 82.17 亿元, 同比增加 20.20%, 归母净利润约为 60.7 亿元, 同比上升 6.44%。

图 7: 2021-2025 年公司总体毛利率及业务拆分毛利率



资料来源: iFind, 公司公告, 光大证券研究所  
备注: 2025 年公司煤炭业务模式优化, 聚焦煤炭生产; 2025 年该板块未披露毛利率水平数据

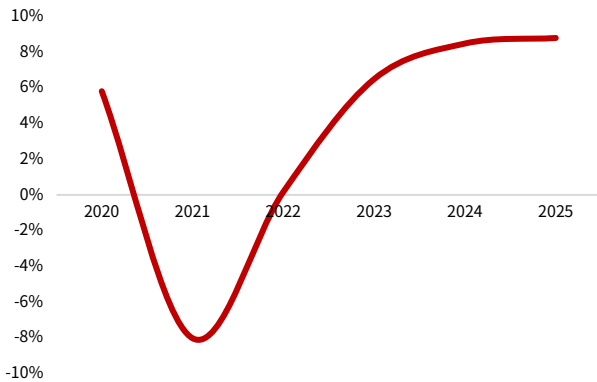
图 8: 2021-2025 年公司净利润、归母净利润



资料来源: iFind, 公司公告, 光大证券研究所 注: 单位为亿元

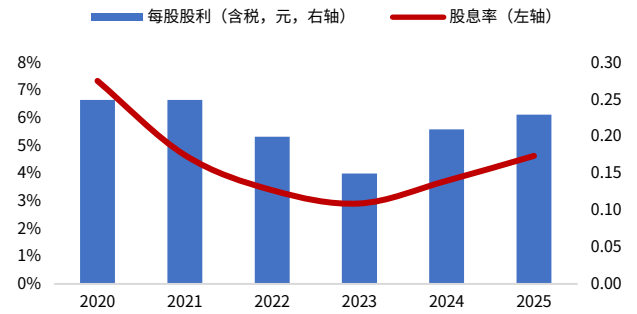
**ROE 探底回升, 股利支付率较 21 年低点回升。**公司的摊薄 ROE 于 21 年探底回升, 并在 22-25 年持续上升, 从 21 年的-8.03%上升至 25 年的 8.78%。21 年公司处于亏损状态, 但为了回馈投资者, 当年仍分红 0.25 元/股 (含税); 23-25 年公司股利支付率逐年提升, 25 年达到 44%。从股息率维度来看, 2020-2025 年平均股息率为 4.45%, 2025 年股息率基本处于历史平均水平, 达 4.64%。

图 9：2020-2025 年公司摊薄 ROE



资料来源：iFind，公司公告，光大证券研究所

图 10：2020-2025 年公司股息率、每股股利



资料来源：iFind，公司公告，光大证券研究所  
备注：此处股息率为当年最后一个交易日对应水平

## 2、剥离新能源业务，聚焦传统电力类型

### 2.1 剥离新能源业务，参股华电新能涉足新能源领域

坚持走“传统电力”控股、新能源“参股”战略。2021 年，除自用光伏发电装机外（装机容量 0.35 万千瓦），公司已经完成全部风电、光伏等新能源资产的剥离，至此公司发电主要以火电和水电为主。通过剥离新能源业务，华电国际以控股火电业务为主，依托水电、气电提升清洁能源装机占比，并大比例参股新能源专业平台，未来投资收益将有所增加。截至 2025 年底，公司通过参股华电新能 26.78%涉足新能源领域。

表 4：公司新能源业务剥离进程（截至 2025 年底）

日期	进程
2021 年 5 月 24 日	华电国际与福新发展签订《华电福新能源发展有限公司之增资扩股协议》，前者拟出资 212.37 亿元转让其新能源公司所持有的股权，认购后者的新增注册资本 58.97 亿元。交易完成后，华电国际将持有福新发展 37.19%股权。
2021 年 5 月 24 日	华电国际与福新发展签订《股权转让合同》、《资产及负债转让协议》，前者将间接持有的新能源公司股权及资产作价 20.82 亿元出售给后者。
2021 年 6 月 30 日	华电国际完成大部分股权交割，将华电莱州风电有限公司、华电山东新能源有限公司等 27 家新能源公司，约 800 万千瓦风、光资产注入福新发展。华电国际现金出资的最终对价为 76.87 亿元，福新发展购买新能源股权及资产的对价为 22.09 亿元。
2021 年 10 月 28 日	福新发展同意购买华电国际总对价约 52.89 亿元的相关新能源资产、新能源股权及新能源前期项目。
2021 年 12 月 7 日	福新发展于上交所增资引战，增资完成后，华电国际持有其股权比例被稀释至 31.01%。
2021 年 12 月 24 日	韶关市坪石发电厂有限公司乐昌风电分公司完成股权交割。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 5：公司出售的部分风光资产（截至 2025 年底）

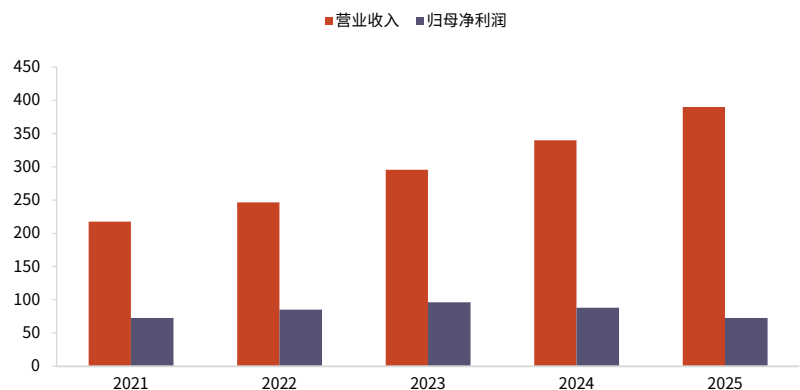
企业项目名称	装机容量（万千瓦）
宁夏灵武	332
华电莱州风电有限公司	4.05
河北华电康保风电有限公司	72.95
华电科左中旗风电有限公司	4.95
华电国际宁夏新能源发电有限公司	154.16
河北华电沽源风电有限公司	49.05
华电莱州风力发电有限公司	14.6
华电徐闻风电有限公司	19.8
泽州县华电风电有限公司	19.77
华电山东新能源有限公司	76.3
华电台前光伏发电有限公司	10
陕西华电旬邑风电有限公司	10
山西华电平鲁新能源有限公司	9.92
湖北华电武穴新能源有限公司	12
湖北华电枣阳光伏发电有限公司	10
湖北华电随县殷店光伏发电有限公司	10

资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 华电新能源集团股份有限公司（下称“华电新能”）-新能源发展平台

华电新能已于 2025 年 7 月 16 日在上交所主板上市。华电新能前身——华电福新能源股份有限公司（00816.HK，下称华电福新）于 2020 年 9 月从香港联交所退市后，以子公司福新发展为主体进行新能源资产重组。华电国际累计注入 27 家新能源公司股权（作价 136.1 亿元）以及现金 76.28 亿元用于福新发展，2022 年 3 月华电福新整体变更为华电新能。2025 年，华电新能的营业收入为 389.80 亿元，同比增长 14.76%，主要原因为装机规模扩大，新项目投产带动发电量增长；归母净利润为 72.63 亿元，同比下降 17.76%，主要原因系投产装机规模扩大带来固定资产折旧及运营成本增加、市场化交易及结构性因素使综合平均电价同比有所下降、盘活存量及更新拆除老旧机组计提资产减值准备、消纳不足及四季度气候原因发电量不及预期。华电新能 2025 年的归母净利率 18.63%。

图 11：2021-2025 年华电新能营业收入和归母净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所 注：左轴单位为亿元

表 6: 公司投资收益与华电新能营业收入及归母净利率敏感性分析 (亿元)

对应投资收益贡献		华电新能归母净利率						
		15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%
华电新能 营业收入 (亿元)	400	16.07	17.14	18.21	19.28	20.35	21.42	22.50
	450	18.08	19.28	20.49	21.69	22.90	24.10	25.31
	500	20.09	21.42	22.76	24.10	25.44	26.78	28.12
	550	22.09	23.57	25.04	26.51	27.99	29.46	30.93
	600	24.10	25.71	27.32	28.92	30.53	32.14	33.74

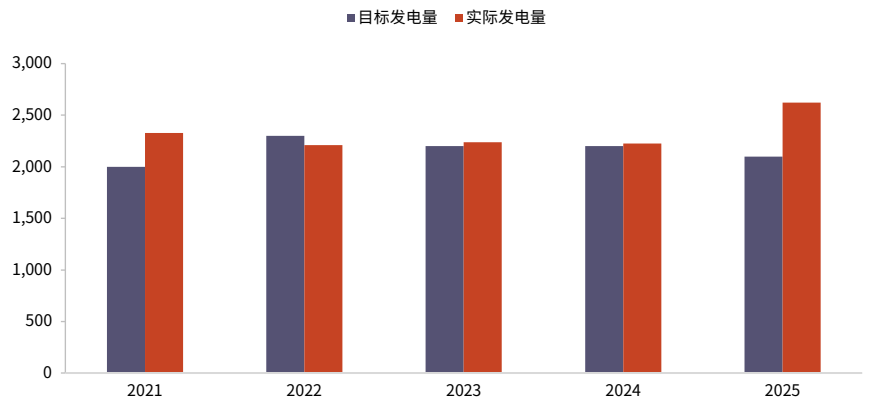
资料来源: 光大证券研究所

备注: 此处我们假设公司参股华电新能比例为 26.78%

## 2.2 火电为主, 加大布局巩固地位

2021-2025 年, 公司实际发电量多数年份超额完成目标。2025 年实际发电量达 2622.70 亿千瓦时, 大幅超越 2100 亿千瓦时的目标值。发电量同比增加 17.81%, 反映出公司电厂机组运行高效、电力消纳需求旺盛。2026 年公司目标发电量为 2400 亿千瓦时。

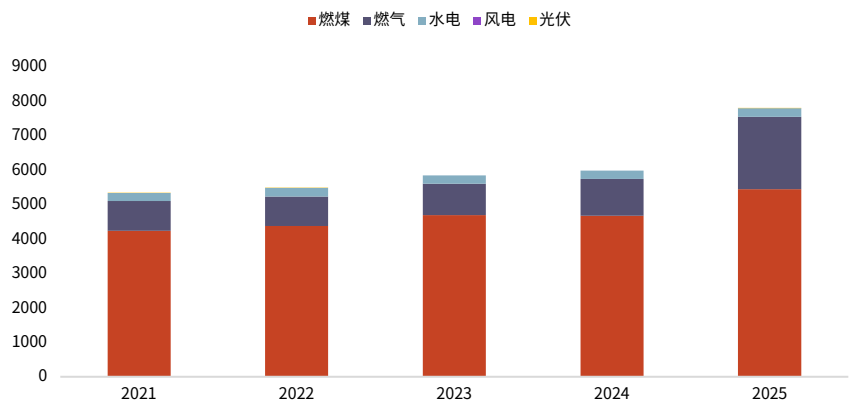
图 12: 2021-2025 年公司发电量目标完成情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所绘制

装机量稳步提升, 聚焦火电业务。公司近年总装机量逐年提升, 控股装机量从 2021 年 6 月底剥离风光资产后的 5335.56 万千瓦稳步提升至 25 年底的 7792.43 万千瓦。截至 2025 年底, 公司装机量主要包括燃煤发电控股装机 5438 万千瓦、燃气发电控股装机 2107.27 万千瓦、水力发电控股装机 245.9 万千瓦。火电(燃煤+燃气)装机总量为 7545.27 万千瓦, 同比大幅增加 31.56%。燃煤发电装机约占本公司控股装机容量容量的 69.79%, 燃气发电、水力发电等清洁能源发电装机约占 30.20%。

图 13: 2021-2025 年华电国际控股装机量拆分 (万千瓦)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所绘制

公司拥有多个火电在建机组，维稳公司火电发展势头。截至 2025 年底，重庆、望亭、灵宝、汕头、淄博等分公司皆有在建机组，总装机容量高达 1,081.82 万千瓦，大规模的新增装机将扩大公司总装机规模，提升公司生产能力。

表 7：公司已获核准及在建机组（截至 2025 年底）

公司/项目名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)
华电（重庆）燃机发电有限公司（“重庆发电公司”）	燃气机组	2 x 55.012
江苏华电望亭能源发展有限公司（“望亭能源”）	煤电机组	2 x 66
汕头华电能源有限公司（“汕头能源”）	煤电机组	2 x 100
淄博公司	煤电机组	2 x 35
浙江华电乌溪江混合抽水蓄能发电有限公司（“乌溪江公司”）	抽水蓄能发电机组	29.8
华电（灵宝）抽水蓄能有限公司（“灵宝公司”）	抽水蓄能发电机组	120
华电靖宇抽水蓄能有限公司（“靖宇公司”）	抽水蓄能发电机组	180
华电永昌抽水蓄能有限公司（“永昌公司”）	抽水蓄能发电机组	120
安徽华电西形冲抽水蓄能发电有限公司（“西形冲公司”）	抽水蓄能发电机组	120
合计	/	1,081.824

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 8：公司在建主要项目进度（截至 2025 年底）

项目名称	项目进度
安徽华电芜湖西形冲 120 万千瓦抽水蓄能电站项目	12.00%
广东华电惠州东江燃机热电项目	99.00%
河南华电灵宝窄口 120 万千瓦抽水蓄能电站项目	7.45%
重庆华电潼南一期 2*500MW 级气电工程项目	56.13%
吉林华电靖宇景山屯 180 万千瓦抽水蓄能电站项目	5.97%
浙江华电衢州乌溪江 298MW 混合式抽水蓄能电站项目	18.91%
华电龙口四期 2x66 万千瓦热电联产项目第二台机组	73.87%
华电永昌抽水蓄能项目	3.71%
江苏华电赣榆 LNG 接收站项目	35.46%
江苏华电望亭发电厂 2x66 万千瓦煤电扩建项目	6.00%
仪征热电 120MW/240MWh 共享储能项目	100.00%
广东汕头一期项目	98.00%
华电汕头电厂 2x100 万千瓦燃煤发电扩建项目	10.00%
望亭二期 F 级燃气蒸汽联合循环发电项目	95.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 3、盈利预测

### 3.1 关键假设

#### 营业收入及营业成本关键假设

##### 1) 电力业务

##### a. 未来装机量变化假设

根据公司在建工程进度情况,我们预计公司华电(重庆)燃机发电有限公司(“重庆发电公司”)的2×55.01万千瓦机组于26年投产,后期暂无气电机组投产,因此我们预计公司26-28年气电装机容量均为2217万千瓦。公司在望亭还有2×66万千瓦煤电机组、汕头2×100万千瓦煤电机组、淄博2×35万千瓦煤电机组,共计402万千瓦煤电机组预计于2027年投产;公司作为全国头部火电运营商,预计将持续巩固其装机容量领先地位,我们假设28年公司新增煤电机组体量下滑至200万千瓦,对应26-28年煤电装机容量分别为5438、5840、6040万千瓦。公司乌溪江29.8万千瓦抽水蓄能机组有望于28年投产,因此我们预计26-28年公司水电装机容量分别为246、246、276万千瓦;对应总装机容量分别为7901、8303、8533万千瓦。

表9: 公司总装机量(万千瓦)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总装机量	5981	7792	7901	8303	8533
YOY	2.34%	30.28%	1.40%	5.09%	2.77%
-火电	5735	7545	7655	8057	8257
YOY	2.44%	31.56%	1.46%	5.25%	2.48%
-煤电	4675	5438	5438	5840	6040
YOY	-0.30%	16.32%	0.00%	7.39%	3.42%
-气电	1060	2107	2217	2217	2217
YOY	16.59%	98.73%	5.22%	0.00%	0.00%
-水电	246	246	246	246	276
YOY	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.12%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

##### b. 影响电力业务营收主要变量的假设

随着新能源快速发展,其装机量也逐渐提升,对火电机组造成挤出压力,我们假设火电利用小时数逐年下降。公司25年煤电利用小时数为3874小时,同比-5%;我们假设26-28年分别同比-4%、-3%、-2%,折合利用小时数分别为3719、3607、3535小时。25年气电利用小时数为2128小时,同比-1%;燃气作为清洁能源假设其利用小时不变,则26-28年的燃机利用小时数均为2128小时。25年水电利用小时数为4071小时,同比+21%;水电受气候影响显著,我们假设水电26-28年利用小时数维持25年水平,均为4071小时。

综合各发电类型装机容量及利用小时数估算,预计公司2026-2028年的总发电量分别为2594、2679、2719亿千瓦时,同比-1.1%、+3.3%、+1.5%。各类型厂用电率年间变化不大,参考2025年的厂用电率,假设2026-2028年火电、水电的厂用电率分别为6.2%、1.1%。

25年公司火电上网电价为0.463元/千瓦时,26年全国年度长协电价有所下行。我们假设26年公司火电上网电价同比下降1分/千瓦时,为0.453元/千瓦时,27-28年维持该水平。25年公司水电上网电价(除税)为0.203元/千瓦时,同比-7.3%;24年来水偏枯因此水电电价有所上涨,25年水电电价基本恢复23

年 (0.205 元/千瓦时) 水平; 26 年年度长协电价有所下降, 我们假设 26 年水电上网电价同比下降 1 分/千瓦时, 为 0.193 元/千瓦时, 27-28 年维持该水平。

综上, 预计公司 2026-2028 年电力业务营收分别为 1078/1114/1128 亿元, 同比-3.3%/+3.3%/+1.3%。

表 10: 华电国际利用小时数、总发电量、上网电量及上网电价预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>利用小时数 (小时)</b>	3722	3366	3284	3226	3187
YOY	-3%	-10%	-2%	-2%	-1%
-火电	3737	3343	3258	3200	3157
YOY	-2%	-11%	-3%	-2%	-1%
-煤电	4086	3874	3719	3607	3535
YOY	-5%	-5%	-4%	-3%	-2%
-气电	2152	2128	2128	2128	2128
YOY	-2%	-1%	0%	0%	0%
-水电	3365	4071	4071	4071	4071
YOY	-11%	21%	0%	0%	0%
<b>总发电量(亿 kwh)</b>	2226	2623	2594	2679	2719
YOY	-1%	18%	-1%	3%	2%
-火电	2144	2523	2494	2579	2607
YOY	0%	18%	-1%	3%	1%
-水电	83	100	100	100	112
YOY	-11%	21%	0%	0%	12%
<b>上网电量(亿 kwh)</b>	2085	2464	2438	2517	2556
YOY	-1%	18%	-1%	3%	2%
-火电	2003	2365	2339	2418	2445
YOY	0	18%	-1%	3%	1%
-水电	82	99	99	99	111
YOY	-11%	21%	0%	0%	12%
<b>除税上网价格 (元/千瓦时)</b>	0.455	0.452	0.442	0.442	0.441
YOY	-1%	-1%	-2%	0%	0%
-火电	0.463	0.463	0.453	0.453	0.453
YOY	-2%	0%	-2%	0%	0%
-水电	0.219	0.203	0.193	0.193	0.193
YOY	6.84%	-7.30%	-5%	0%	0%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

### C. 影响电力业务成本主要变量的假设

**火电营业成本由燃料成本和折旧等其他成本构成。**燃料成本取决于煤炭价格和供电煤耗, 通过节能改造、科技重点项目和灵活性改造等可降低煤耗。参考 2025 年供电煤耗为 283.05 克/千瓦时, 我们假设 26-28 年供电煤耗维持该水平, 均为 283.05 克/千瓦时。根据我们的测算, 公司 25 年单位燃料成本为 0.335 元/千瓦时, 折算入炉标煤价格为 1183 元/吨。2026 年能源价格整体上行, 同时印尼煤减产; 我们预计 26 年公司入炉标煤价格同比有所提升, 假设公司入炉标煤价格回归到 24 年水平, 即 1225 元/吨, 27、28 年维持该水平, 均为 1225 元/吨。随着大机组占比的提升, 公司煤电供电煤耗逐年下降, 2025 年为 283.05 克/千瓦时, 同比-2%, 假设 26 年再下降 2%, 27、28 年均下降 1%; 对应 26-28 年供电煤耗分别为 277.39/274.62/271.87 克/千瓦时。假设未来几年火电单位装机折旧等其他成本不变, 参考 2025 年单位装机折旧成本及其他为 219 元/千瓦, 假设其 2026-2028 年单位装机折旧等成本均为 219 元/千瓦, 折算公司火电 26-28 年营业成本分别为 962、990、995 亿元。假设水电单位装机量的营业成本不变,

参照 2025 年水电单位装机量的营业成本 525 元/千瓦，对应 2026-2028 年水电营业成本分别为 12.9、12.9、14.5 亿元。

表 11：华电国际分类型营业成本及标准煤炭均价假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电力业务总营业成本 (亿元)	855	970	975	1003	1009
YOY	-3%	14%	1%	3%	1%
-火电 (亿元)	841	957	962	990	995
YOY	-3%	14%	-1%	4%	1%
其中:燃料成本(亿元)	706	792	795	814	815
标煤单价 (元/吨)	1225	1183	1225	1225	1225
供电煤耗 (克/千瓦时)	287.53	283.05	277.39	274.62	271.87
折旧成本 (亿元)	136	165	167	176	180
-水电 (亿元)	13.2	12.9	12.9	12.9	14.5
YOY	18%	-2%	0%	0%	12%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

备注：火电营业成本=控股机量\*单位装机折旧成本+（供电耗能\*标煤单价）\*上网电量

## 2) 供热业务

2025 年供热营收 125 亿元，同比增加 5.0%；假设 2026-2028 年供热业务营业收入维持该体量，均为 125 亿元；2025 年供热毛利率-6.8%，亏损同比收窄。我们假设 26-28 年供热业务毛利率亏损收窄至-4%，对应营业成本分别均为 130 亿元。

## 3) 其他业务

其他业务主要为售煤等，25 年公司煤炭业务经历转型，从煤炭贸易商向煤炭生产跨越，大幅收缩煤炭贸易；25 年其他业务营收同比-79.5%，至 17 亿元。煤矿开发时间周期较长，我们预计短期煤炭业务营收相对稳定，我们假设 26-28 年其他业务营收与 25 年一致，为 17 亿元。26-28 年其他业务板块毛利率维持 25 年的 27%水平。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1220、1256、1270 亿元，同比-3.2%、2.9%、1.2%。

表 12：华电国际主营业务预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总体营收 (亿元)	1130	1260	1220	1256	1270
YOY	-4%	11.5%	-3.2%	2.9%	1.2%
-电力	945	1114	1078	1114	1128
YOY	-2%	18%	-3.3%	3.3%	1.3%
其中:火电	927	1094	1059	1094	1107
水电	18	20	19	19	21
-热力	97	125	125	125	125
-其他	85	17	17	17	17
总毛利润 (亿元)	99.2	144.1	112.2	112.4	111.7
YOY	32%	45%	-22%	0%	-1%
-电力	105.6	147.8	113.9	114.4	114.0
YOY	26%	40%	-23%	0%	0%
-热力	-13.0	-8.5	-5.2	-5.5	-5.8
-其他	6.7	4.8	3.5	3.5	3.5
总体毛利率	8.78%	11.44%	8.39%	8.81%	9.32%
-电力	11.14%	13.22%	9.51%	9.95%	10.51%
-热力	-13.35%	-6.81%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
-其他	7.86%	27.42%	27.42%	27.42%	27.42%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

**费用率假设：**25 年公司销售费用为 200 万元，我们假设 26-28 年维持该水平；管理费用率 25 年提升至 1.77%，我们假设 26-28 年维持 1.77%；2025 年，公司开启科技研发投资计划，包括研发和数字化类项目、电力生产类项目以及电力建设类项目，研发费用率由以往的 0%提升至 0.09%；我们假设 26-28 年维持 0.09%水平。

**表 13：华电国际费用预测**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
三项费用 (百万元)	1,797	2,345	2,269	2,335	2,362
-销售费用 (百万元)	0	2	2	2	2
销售费用率	0%	0%	0%	0%	0%
-管理费用 (百万元)	1,797	2,231	2,159	2,222	2,248
管理费用率	1.59%	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%
-研发费用 (百万元)	0	112	108	111	112
研发费用率	0.00%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

## 3.2 盈利预测与估值

我们预计 2026-2028 年公司净利润分别为 66.8、74.4、81.9 亿元。公司 2025 年净利润为 82.2 亿元，归母净利润为 60.7 亿元，合计权益比例为 74%；我们假设公司 2026-2028 年权益比例维持该水平，对应归母净利润（A 股）分别为 50.1、55.8、61.4 亿元，折合 EPS 分别为 0.43、0.48、0.53 元。

华电国际 A 股的归母净利润与 H 股的归属于普通股股东净利润的差异主要在于，后者需扣除优先股利、永续债利息及其他调整项等。2025 年华电国际（H）永续债利息为 5.8 亿元，假设 26-28 年该体量不变，均为 5.8 亿元；我们预计公司（H 股）26-28 年归属于普通股股东的净利润为 44.3、50.0、55.6 亿元。

公司主营业务是建设、经营发电厂，包括大型高效的燃煤、燃气发电机组及水力发电。从主要业务类型、业务布局、业务规模等角度综合考虑；A 股方面，我们全国性火电运营商作为同行业可比公司，包括国电电力、大唐发电（A），国投电力。港股方面，我们选取大唐发电（H）、华润电力、中国电力作为可比公司。

**国电电力：**公司是国家能源集团控股的核心电力上市公司和常规能源发电业务的整合平台，主要经营业务为电力、热力生产及销售，产业涉及火电、水电、风电、光伏发电及煤炭等领域，分布在全国 29 个省、自治区、直辖市。截至 2025 年 12 月 31 日，公司合并报表口径控股装机容量 12653.72 万千瓦，其中火电 8227.30 万千瓦，水电 1495.06 万千瓦，风电 1049.52 万千瓦，光伏 1881.84 万千瓦。

**大唐发电：**主要从事电力销售、热力销售。公司所属运营企业及在建项目遍及全国 20 个省、市、自治区，现已发展成为绿色低碳、多能互补、高效协同的大型综合能源上市公司。截至 2025 年底，公司在役装机容量约 8619.21 万千瓦。其中，火电煤机 4913.40 万千瓦；火电燃机 947.94 万千瓦；水电 920.47 万千瓦；风电 1119.69 万千瓦；光伏 717.71 万千瓦。

**国投电力：**公司业务涉及水电、火电、光伏、陆上风电、海上风电、储能、售电及综合能源服务等领域，项目分布于中国 23 个省、市、自治区以及“一带一路”沿线及 OECD 的 5 个国家。截至 2025 年年底，公司已投产控股装机容量 4,689.56 万千瓦，其中水电 2,130.45 万千瓦、火电 1,307.48 万千瓦（含垃圾发电）、风电 414.03 万千瓦、光伏 768.94 万千瓦、储能 68.66 万千瓦。

**中国电力：**中国电力是一家主要从事发电及售电业务的投资控股公司。公司主要从事投资、开发、经营及管理水力、风力、光伏及火力发电厂业务，还从事提供储能、绿电交通，以及综合智慧能源的解决服务业务。截至 2025 年底，公司总

装机容量为 5475.37 万千瓦，其中水电/煤电/风电/光伏/其他装机容量分别为 602.51/982.00/1599.68/2207.15/84.03 万千瓦。

华润电力：华润电力是华润(集团) 有限公司的旗舰附属公司，主要在中国较富裕或资源丰富的地区投资、开发、经营和管理发电厂、煤矿及新能源项目。截至 2025 年年底，公司权益并网装机容量为 89,647 兆瓦，其中火力发电并网权益装机容量为 44,796 兆瓦，占比 50.0%；风电、光伏及水电发电项目并网权益装机容量合计 44,851 兆瓦。

表 14: 可比公司估值 (A 股)

代码	公司	收盘价(元)	市值(亿元)	归母净利润 (亿元)					PE (X)				
		26/04/29		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
601991.SH	大唐发电	4.29	794	45.06	73.86	70.87	75.12	80.48	18	11	11	11	10
600795.SH	国电电力	4.86	867	98.31	71.61	65.46	73.57	78.91	9	12	13	12	11
600886.SH	国投电力	13.61	1089	66.43	73.93	74.68	79.03	86.05	16	15	15	14	13
	平均值								14	13	13	12	11
600027.SH	华电国际	5.02	583	57.03	60.70	50.06	55.79	61.44	10	10	12	10	10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 备注: 除华电国际外其他企业归母净利润均为 wind 一致预期

表 15: 可比公司估值 (H 股)

代码	公司	收盘价(港元)	市值(亿港元)	归属于普通股股东的净利润 (亿港元)					PE (X)				
		26/04/29		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
0991.HK	大唐发电	2.78	514	32.89	67.86	-	-	-	16	8	-	-	-
0836.HK	华润电力	19.59	1014	143.88	145.19	120.62	128.05	135.82	7	7	8	8	7
2380.HK	中国电力	3.31	409	36.33	32.22	31.49	34.69	38.97	11	13	13	12	11
	平均值								11	9	11	10	9
1071.HK	华电国际	4.28	497	50.73	61.00	50.55	57.10	63.54	10	8	10	9	8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 备注: 除华电国际 (H) 外其他企业归属于普通股股东的净利润均为 wind 一致预期 汇率: 按 1HKD=0.87563CNY 换算

我们预计公司 26/27/28 年 EPS (A 股) 分别为 0.43、0.48、0.53 元，当前股价 (A 股) 对应 PE 分别为 12/10/10 倍；EPS (H 股) 为 0.38、0.43、0.48 元，对应当前股价 (H 股) 对应 PE 分别为 10/9/8 倍。考虑到：1) 公司 A 股以及 H 股 26-28 年估值均低于行业平均，2) 公司未来装机增长明确，集团体内机组具备注入预期，公司业绩仍有提升空间。**首次覆盖，给予华电国际 (A&H) “增持”评级。**

表 16: 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	112,994	126,013	121,978	125,558	127,002
yoy	-3.57%	11.52%	-3.20%	2.93%	1.15%
归母净利润 (A 股, 百万元)	5,703	6,070	5,006	5,579	6,144
yoy	26.11%	6.45%	-17.53%	11.45%	10.12%
EPS (A 股, 元, 按最新股本)	0.49	0.52	0.43	0.48	0.53
归属普通股股东净利润 (H 股, 百万元)	4,698	5,510	4,426	4,999	5,564
yoy	23.23%	17.28%	-19.67%	12.95%	11.30%
EPS (H 股, 元, 按最新股本)	0.41	0.48	0.38	0.43	0.48
P/E (A 股)	10.2	9.6	11.6	10.4	9.5
P/E (H 股)	9.8	8.1	9.8	8.7	7.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-29 汇率: 按 1HKD=0.87563CNY 换算

## 4、风险分析

### 环保政策收紧风险

随着国家“双碳”目标推进，火电企业面临日益严格的环保排放标准和碳减排要求。超低排放改造、脱硫脱硝等环保投入持续增加，碳排放权交易制度的实施也带来额外成本压力。未来环保标准可能进一步趋严，公司需持续投入资金进行技术升级改造，以满足日益严格的环保监管要求。

### 新能源替代风险

风电、光伏等新能源装机快速增长，对传统火电形成明显替代效应。随着新能源技术进步和成本下降，其在发电结构中的占比将进一步提升，火电利用小时数面临下行压力。公司需加快转型升级，优化电源结构，提升清洁能源装机比例，以应对新能源替代带来的市场挑战。

### 电力市场化改革风险

电力市场化改革深入推进，电价形成机制日趋复杂，竞价交易加剧市场竞争。随着电力现货市场、辅助服务市场等机制完善，火电企业需在价格波动中寻求平衡，盈利稳定性面临挑战。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	112,994	126,013	121,978	125,558	127,002
营业成本	103,071	111,602	111,747	114,492	115,164
折旧和摊销	10,543	13,214	13,467	13,925	14,311
税金及附加	1,268	1,812	1,754	1,806	1,827
销售费用	0	2	2	2	2
管理费用	1,797	2,231	2,159	2,222	2,248
研发费用	0	112	108	111	112
财务费用	3,226	3,162	1,992	1,911	1,725
投资收益	3,478	3,153	3,004	3,084	3,218
营业利润	8,328	10,163	8,274	9,175	10,174
利润总额	8,864	10,648	8,650	9,640	10,616
所得税	2,029	2,431	1,975	2,201	2,424
净利润	6,836	8,217	6,675	7,439	8,192
少数股东损益	1,133	2,146	1,669	1,860	2,048
归属母公司净利润 (A)	5,703	6,070	5,006	5,579	6,144
归属普通股股东净利润 (H)	4,698	5,510	4,426	4,999	5,564
EPS(A 股, 元, 按最新股本)	0.49	0.52	0.43	0.48	0.53
EPS(H 股, 元, 按最新股本)	0.41	0.48	0.38	0.43	0.48

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	16,336	27,221	18,649	20,029	20,920
净利润	5,703	6,070	5,006	5,579	6,144
折旧摊销	10,543	13,214	13,467	13,925	14,311
净营运资金增加	-1,131	-3,043	268	360	169
其他	1,222	10,979	-92	164	296
投资活动产生现金流	-7,711	-14,262	-13,135	-7,266	-7,131
净资本支出	-8,921	-14,884	-16,028	-10,300	-10,299
长期投资变化	46,933	50,123	0	0	0
其他资产变化	-45,723	-49,500	2,893	3,034	3,168
融资活动现金流	-8,175	-12,793	-5,788	-12,566	-13,710
股本变化	0	1,384	0	0	0
债务净变化	-2,722	18,021	-1,126	-8,653	-9,753
无息负债变化	862	6,324	-945	469	141
净现金流	451	166	-274	197	79

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	8.8%	11.4%	8.4%	8.8%	9.3%
EBITDA 率	16.3%	19.8%	16.8%	17.3%	18.0%
EBIT 率	6.9%	9.3%	5.8%	6.2%	6.7%
税前净利润率	7.8%	8.4%	7.1%	7.7%	8.4%
归母净利润率	5.0%	4.8%	4.1%	4.4%	4.8%
ROA	3.1%	3.1%	2.5%	2.8%	3.2%
ROE (摊薄)	8.5%	8.8%	7.0%	7.4%	7.8%
经营性 ROIC	3.9%	4.9%	2.9%	3.3%	3.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	62%	61%	60%	58%	55%
流动比率	0.45	0.38	0.38	0.43	0.50
速动比率	0.37	0.32	0.31	0.36	0.41
归母权益/有息债务	0.59	0.52	0.54	0.61	0.70
有形资产/有息债务	1.86	1.91	1.94	2.06	2.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: EPS 均按最新股本计算

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	223,875	264,231	266,165	263,418	259,765
货币资金	5,851	6,983	6,709	6,906	6,985
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	11,562	11,530	11,161	11,489	11,621
应收票据	32	331	320	330	334
其他应收款 (合计)	947	1,778	1,754	1,814	1,851
存货	5,160	5,439	5,447	5,580	5,613
其他流动资产	1,459	2,455	2,455	2,455	2,455
流动资产合计	29,088	32,712	32,038	32,866	33,176
其他权益工具	0	151	151	151	151
长期股权投资	46,933	50,123	50,123	50,123	50,123
固定资产	129,274	155,438	156,321	153,794	149,972
在建工程	5,944	10,287	10,721	8,930	8,035
无形资产	7,510	8,613	8,280	7,964	7,663
商誉	374	374	374	374	374
其他非流动资产	1,397	3,408	3,408	3,408	3,408
非流动资产合计	194,787	231,519	234,127	230,551	226,589
总负债	137,797	162,142	160,072	151,888	142,275
短期借款	27,891	38,547	37,749	30,375	19,660
应付账款	9,032	10,722	10,736	11,000	11,064
应付票据	1,928	3,603	3,608	3,697	3,718
预收账款	5	1	1	1	1
其他流动负债	1,233	3,390	3,390	3,390	3,390
流动负债合计	65,129	86,520	84,514	76,330	66,717
长期借款	49,861	45,133	45,133	45,133	45,133
应付债券	17,892	25,492	25,492	25,492	25,492
其他非流动负债	3,790	3,760	3,760	3,760	3,760
非流动负债合计	72,669	75,622	75,558	75,558	75,558
股东权益	86,078	102,088	106,093	111,530	117,490
股本	10,228	11,612	11,612	11,612	11,612
公积金	20,627	24,558	24,558	24,558	24,558
未分配利润	11,162	11,721	14,056	17,633	21,546
归属母公司权益	67,335	69,162	71,498	75,075	78,987
少数股东权益	18,744	32,926	34,595	36,455	38,503

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	1.59%	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%
财务费用率	2.85%	2.51%	1.63%	1.52%	1.36%
研发费用率	0.00%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
所得税率	23%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.21	0.23	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流	1.60	2.34	1.61	1.72	1.80
每股净资产	6.58	5.96	6.16	6.47	6.80
每股销售收入	11.05	10.85	10.50	10.81	10.94

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (A)	10.2	9.6	11.6	10.4	9.5
PE (H)	9.8	8.1	9.8	8.7	7.8
PB (A)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.5	8.3	10.2	9.4	8.7
股息率 (A)	4.2%	4.6%	3.4%	3.8%	4.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明:</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 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、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼