

华电国际 (600027.SH)

优于大市

主业盈利能力有所修复，投资收益拖累业绩增长

核心观点

电价下行拖累营收增长，煤价下行带动整体盈利能力有所修复。2025年公司实现营业收入1260.13亿元，调整后同比减少10.95%，主要系发电量减少、电价下降及煤炭贸易业务模式优化等因素影响；煤价下降、耗煤量减少致公司燃料成本下降15.92%，带动公司整体盈利能力有所修复，实现归母净利润60.70亿元，调整后同比增长1.39%。2026年一季度，公司实现营业收入304.73，调整后同比减少9.43%；实现归母净利润17.89亿元，调整后同比减少9.93%，主要系投资收益减少及少数股东损益增加所致。

煤电机组发电空间受新能源挤压，利用小时数下降。2025年公司累计完成发电量2622.70亿kWh，调整后同比下降6.99%；完成上网电量2464.43亿kWh，调整后同比下降7.09%。2026年一季度，公司完成发电量590.16亿kWh，调整后同比下降8.39%；完成上网电量553.69亿kWh，调整后同比下降8.45%。公司电量下降的主要原因是随着新能源装机容量持续增加，煤电机组利用小时数下降。2025年平均上网电价约为513.29元/MWh，调整后同比下降2.34%；2026年一季度公司平均上网电价504.28元/MWh，调整后同比下降约2.58%。

年度分红0.23元/股，股息率达到4.4%。公司发布《2026年度“提质增效重回报”行动方案》，并建议派发2025年度末期股息0.14元/股（含税），叠加半年度派息后全年分红0.23元/股，以2026年5月20日收盘价计算股息率为4.4%。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司上网电价有所下降，下调盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润58.0/62.1/70.1亿元（2026-2027年原为72.0/74.7亿元，新增2028年预测），同比增速-4.5%/7.2%/12.9%，对应当前股价PE为22/19/17X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	112,994	126,013	130,263	128,294	131,609
(+/-%)	-3.6%	11.5%	3.4%	-1.5%	2.6%
归母净利润(百万元)	5703	6070	5796	6211	7010
(+/-%)	26.1%	6.4%	-4.5%	7.2%	12.9%
每股收益(元)	0.56	0.52	0.50	0.53	0.60
EBIT Margin	6.1%	8.1%	7.8%	8.2%	8.8%
净资产收益率(ROE)	8.5%	8.8%	8.0%	8.3%	8.9%
市盈率(PE)	10.1	9.5	10.5	9.8	8.7
EV/EBITDA	11.1	9.5	9.6	9.3	8.8
市净率(PB)	0.81	0.89	0.86	0.82	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

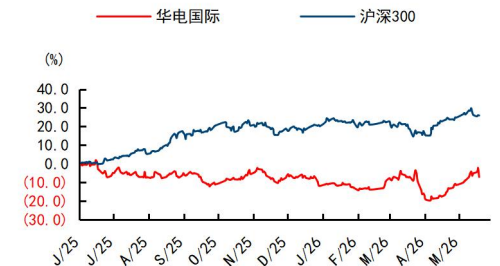
证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

证券分析师：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.23元
总市值/流通市值	60730/57179百万元
52周最高价/最低价	6.10/4.50元
近3个月日均成交额	793.79百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

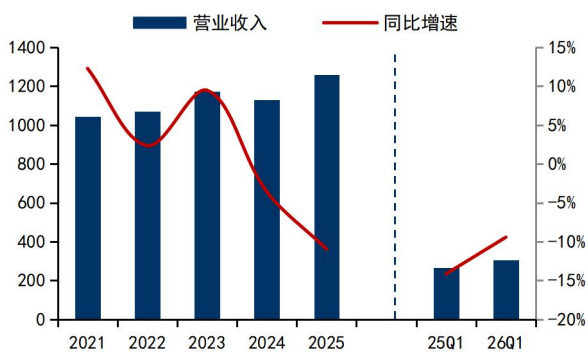
相关研究报告

- 《华电国际(600027.SH)-煤价下降使得利润增长，经营性净现金流大幅提升》——2025-09-01
- 《华电国际(600027.SH)-盈利持续改善，项目建设、资产注入有序推进》——2025-03-31
- 《华电国际(600027.SH)-24Q3业绩表现稳健，资产注入增厚上市公司每股收益》——2024-11-03
- 《华电国际(600027.SH)-电量、电价下降影响收入，华电集团优质资产注入》——2024-08-23

电价下行拖累营收增长，煤价下行带动整体盈利能力有所修复。2025 年公司实现营业收入 1260.13 亿元，调整后同比减少 10.95%，主要系发电量减少、电价下降及煤炭贸易业务模式优化等因素影响；煤价下降、耗煤量减少致公司燃料成本下降 15.92%，带动公司整体盈利能力有所修复，实现归母净利润 60.70 亿元，调整后同比增长 1.39%。2026 年一季度，公司实现营业收入 304.73，调整后同比减少 9.43%；实现归母净利润 17.89 亿元，调整后同比减少 9.93%，主要系投资收益减少及少数股东损益增加所致。

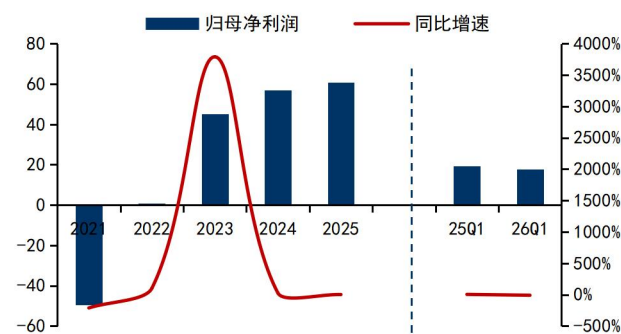
煤电机组发电空间受新能源挤压，利用小时数下降。2025 年公司累计完成发电量 2622.70 亿 kWh，调整后同比下降 6.99%；完成上网电量 2464.43 亿 kWh，调整后同比下降 7.09%。2026 年一季度，公司完成发电量 590.16 亿 kWh，调整后同比下降 8.39%；完成上网电量 553.69 亿 kWh，调整后同比下降 8.45%。公司电量下降的主要原因是随着新能源装机容量持续增加，煤电机组利用小时数下降。2025 年平均上网电价约为 513.29 元/MWh，调整后同比下降 2.34%；2026 年一季度公司平均上网电价 504.28 元/MWh，调整后同比下降约 2.58%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



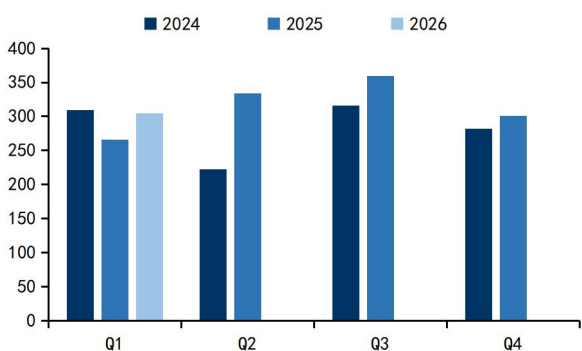
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



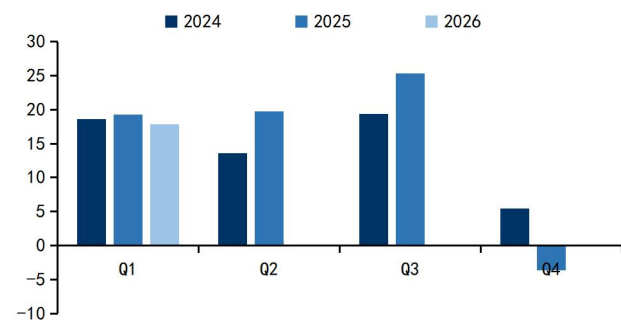
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)



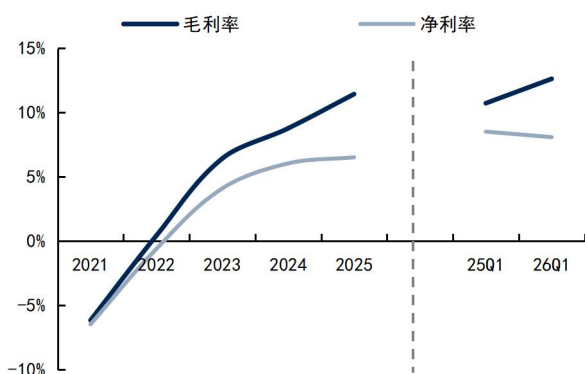
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤价下行，盈利能力有所提高。尽管 2025 年及 2026 年一季度公司上网电价有所下降，但受益于煤价下行燃料成本降低，公司盈利能力有所提高。2025 年毛利率为 11.44%，同比提高 2.66pct；净利率为 6.52%，同比升高 0.47pct。2026 年一季度虽然公司毛利率继续回升，但因投资收益减少、少数股东损益增加等因素导

致公司净利率有所下降，毛利率为 12.63%，同比提高 1.90pct；净利率为 8.09%，同比降低 0.43pct。

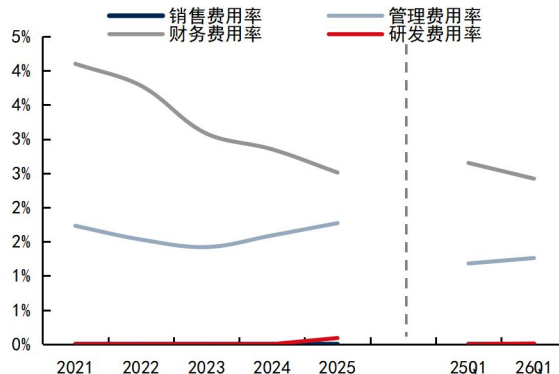
费用情况持续优化。2025 年公司经营期间费用率合计 4.37%，较上年同期下降 0.07pct，其中管理费用率 1.77%，同比提高 0.18pct；财务费用率 2.51%，同比下降 0.34pct，主要原因是本公司加大资金运作以及融资成本降低的影响；研发费用率由 0%提高至 0.09%。2026 年一季度公司经营期间费用率为 3.69%，同比继续下降 0.14pct，其中管理费用率 1.26%，同比提高 0.08%；财务费用率 2.42%，同比降低 0.23pct；研发费用率由 0%提高至 0.01%。

图5：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



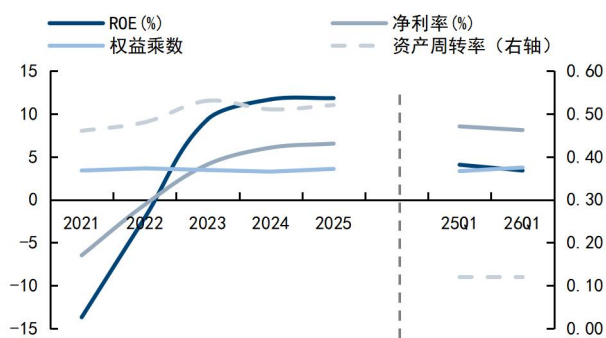
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

权益乘数提高,ROE 产生一定波动。2025 年公司 ROE 为 11.81%，同比提高 0.15pct，主要系净利率及权益乘数提高所致，公司资产周转率为 0.52 次，同比回升 0.01 次；权益乘数为 3.58，同比提高 0.32。2026 年一季度，公司权益乘数继续提高至 3.74，较上年同期提高 0.42，但归母净利润率下降导致 ROE 同比下降 0.67pct 至 3.39%。公司权益乘数提高但资产负债率持续下降，截至 2026 年一季度末，公司资产负债率为 59.71%，较 2025 年末下降 1.65pct，资产结构持续优化。

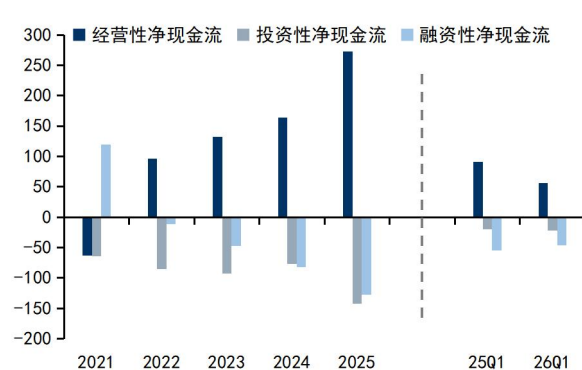
2025 年净现金流规模显著提升。2025 年公司经营性现金净流入 272.21 亿元，调整后同比增长 39.9%，主要系燃料采购支出减少所致；投资性现金净流出 142.62 亿元，调整后同比增长 38.0%，主要系基建工程投资支出增加所致；融资性现金净流出 127.93 亿元，同比增长 43.3%，主要系归还债务及支付并购对价款的影响所致。2026 年一季度，公司经营性现金净流入 56.43 亿元，调整后同比下降 48.11%，主要系上年同期基数较大及本期电费收入下降等影响所致；投资性现金净流出 22.08 亿元，同比增加 7.95%；融资性现金净流出 46.42 亿元，同比增加 31.21%。

图7：公司 ROE 及杜邦分析

图8：公司现金流情况（单位：亿元，未经调整）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

年度分红 0.23 元/股，股息率达到 4.4%。公司发布《2026 年度“提质增效重回报”行动方案》，并建议派发 2025 年度末期股息 0.14 元/股（含税），叠加半年度派息后全年分红 0.23 元/股，以 2026 年 5 月 20 日收盘价计算股息率为 4.4%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司上网电价有所下降，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润 58.0/62.1/70.1 亿元（2026-2027 年原为 72.0/74.7 亿元，新增 2028 年预测），同比增速 -4.5%/7.2%/12.9%，对应当前股价 PE 为 22/19/17X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (25A)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E		
600011.SH	华能国际	7.47	1,173	0.74	0.84	0.89	0.95	8.1	8.9	8.4	7.8	19.0%	优于大市
600795.SH	国电电力	4.94	881	0.40	0.35	0.40	0.44	12.3	13.9	12.2	11.2	12.3%	优于大市
601991.SH	大唐发电	7.54	1,395	0.32	0.37	0.39	0.42	18.9	20.4	19.2	17.8	18.2%	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：华能国际、国电电力、大唐发电为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5851	6983	6570	12045	19092	营业收入	112994	126013	130263	128294	131609
应收款项	12396	13255	14012	13800	14156	营业成本	103071	111602	117459	115196	117435
存货净额	5160	5439	5441	5515	5559	营业税金及附加	1268	1812	1172	1155	1184
其他流动资产	5623	6938	6708	6685	6961	销售费用	0	2	2	2	2
流动资产合计	29088	32712	32827	38141	45865	管理费用	1797	2231	2298	2269	2319
固定资产	135473	166265	164842	162231	158596	研发费用	0	112	115	114	117
无形资产及其他	7510	8613	8269	7924	7580	财务费用	3226	3162	3256	3277	3140
投资性房地产	4872	6518	6518	6518	6518	投资收益	3478	3153	3453	3853	4153
长期股权投资	46933	50123	52993	55577	57902	资产减值及公允价值变动	(65)	(770)	(979)	(945)	(922)
资产总计	223875	264231	265449	270391	276460	其他收入	1282	577	1522	1524	1521
短期借款及交易性金融负债	47073	62221	62221	62221	62221	营业利润	8328	10163	10072	10828	12282
应付款项	10960	14325	13141	13176	13791	营业外净收支	537	485	485	485	485
其他流动负债	7096	9974	8222	8683	9130	利润总额	8864	10648	10556	11312	12767
流动负债合计	65129	86520	83584	84080	85142	所得税费用	2029	2431	2410	2583	2915
长期借款及应付债券	67753	70625	70625	70625	70625	少数股东损益	1133	2146	2350	2518	2842
其他长期负债	4915	4997	5078	5159	5240	归属于母公司净利润	5703	6070	5796	6211	7010
长期负债合计	72669	75622	75703	75784	75866	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	137797	162142	159287	159865	161008	净利润	5703	6070	5796	6211	7010
少数股东权益	18744	32926	34101	35360	36781	资产减值准备	(424)	647	31	(4)	(15)
股东权益	67335	69162	72060	75166	78671	折旧摊销	10543	13214	12755	13415	13903
负债和股东权益总计	223875	264231	265449	270391	276460	公允价值变动损失	65	770	979	945	922
						财务费用	3226	3162	3256	3277	3140
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	637	2869	(3350)	735	452
每股收益	0.56	0.52	0.50	0.53	0.60	其它	80	(1396)	1144	1263	1436
每股红利	0.73	0.71	0.25	0.27	0.30	经营活动现金流	16604	22175	17355	22565	23708
每股净资产	6.58	5.96	6.21	6.47	6.78	资本开支	0	(43555)	(12000)	(11400)	(10830)
ROIC	1.94%	3.38%	3%	3%	3%	其它投资现金流	114	(38)	0	0	0
ROE	8.47%	8.78%	8%	8%	9%	投资活动现金流	(3027)	(46783)	(14871)	(13984)	(13155)
毛利率	9%	11%	10%	10%	11%	权益性融资	0	22519	0	0	0
EBIT Margin	6%	8%	8%	8%	9%	负债净变化	(11740)	(4728)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	19%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(7434)	(8187)	(2898)	(3106)	(3505)
收入增长	-4%	12%	3%	-2%	3%	其它融资现金流	25168	29050	0	0	0
净利润增长率	26%	6%	-5%	7%	13%	融资活动现金流	(13180)	25740	(2898)	(3106)	(3505)
资产负债率	70%	74%	73%	72%	72%	现金净变动	396	1132	(413)	5475	7047
股息率	12.0%	13.2%	4.7%	5.0%	5.7%	货币资金的期初余额	5455	5851	6983	6570	12045
P/E	9.6	10.2	10.7	10.0	8.8	货币资金的期末余额	5851	6983	6570	12045	19092
P/B	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	(19560)	5288	10897	12439
EV/EBITDA	11.1	9.5	9.6	9.3	8.8	权益自由现金流	0	4762	2775	8368	10017

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032