

华电国际

600027.SH · 电力及公用事业 | 困境反转型投资机会

我们认为华电国际属于困境反转型投资机会，当前处于盈利修复与资产整合验证期。DCF悲观情景显示市值已具备安全边际，SOTP揭示资产价值与市场定价存在显著背离，容量电价政策与煤价下行构成中期催化剂。但公司毛利率低于行业均值、新能源转型缓慢，需跟踪动力煤价格走势及重组资产盈利持续性。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-06-16

前收盘价

¥5.06

前收盘市值

¥587.56亿

所属行业

电力及公用事
业

经营概况

以下分析基于历史公开信息，部分定量字段为系统推导值，判断置信度有限。

核心业务与盈利模式

公司核心业务为燃煤、燃气及水力发电，并通过供热和售煤实现营收和利润。业绩增长中，行业红利贡献40.2%，自身独特优势贡献-7.8%。自身独特优势是指公司毛利率超出行业平均水平的幅度，此处为-7.8个百分点，表明公司毛利率低于行业平均。整体看，公司业绩高度依赖行业环境，属于典型的“靠天吃饭”，自身造血能力弱于行业依赖。

产品竞争力与壁垒

产品竞争力：公司核心产品为电力（售电），这是一种高度同质化的商品，其竞争力主要体现在成本和运营效率。与主要竞争对手（如华电国际、大唐发电）相比，华能国际的燃煤机组占比高达69.77%，对煤价波动极为敏感；其燃煤机组利用小时数（3,874小时）高于行业平均水平，体现了一定的运营效率。然而，公司供热业务持续亏损（毛利率-6.8%），成为拖累整体盈利的短板。相比之下，部分竞争对手在新能源装机占比更高，对煤电依赖度更低，在电力市场化竞争中更具议价权。因此，华能国际的产品竞争力主要体现在规模优势和运营效率，但受制于老旧的火电资产结构和成本控制能力，行业地位面临转型压力。

商业模式：公司的商业模式属于“高杠杆、低毛利、重资产”型。护城河类型为无竞争优势，表明缺乏可持续的竞争壁垒。盈利模式主要依赖电力和热力销售，利润来源高度依赖于政策主导的电价和上网电量。从产业链定位看，公司处于电力行业，利润在上下游（煤企、电网、终端用户）间呈均衡分配，但企业缺乏定价权，利润受政策端（如煤价调控、电价补贴）影响明显。与国外同类电力企业（如美国NextEra Energy）相比，后者通过大规模投资新能源和储能技术，实现了对传统火电的替代并建立了技术和品牌护城河；而华能国际仍以火电为核心，转型缓慢，商业模式脆弱性较高。产业链脆弱性折扣为0，说明整体产业链传导风险较低，估值时不需要额外补偿。

11.4%

毛利率

-7.8%

特有优势

16.3%

超额增长

3,874h

利用小时数

持续盈利的关键因素

煤价走势：动力煤价格回落趋势若延续，将直接改善公司发电成本，提升毛利率；

电力市场化改革：容量电价机制推行，有望为火电公司提供稳定收入来源，降低政策风险；

新能源转型：公司清洁能源装机占比30.23%，但仍以燃气为主，光伏、风电占比微乎其微，转型速度将决定其长期生存能力。

主营业务与财务数据对比

年份周期	业务类别	收入规模（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
2025-12-31	售电	1118.1	89	13.2

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	售热	124.6	10	-6.8
2024-12-31	售电	947.4	84	11.1
2024-12-31	售热	97.4	9	-13.4
2024-12-31	售煤	79.0	7	7.1

小结：公司竞争优势弱，自身独特优势（毛利率低于行业平均）为负，关键风险在于煤价上涨及转型缓慢，电改政策是行业发展关键。

估值分析

核心驱动力

核心驱动力一：煤价周期与电价政策。公司燃煤机组装机占比高达69.77%，燃料成本是最大变动成本。动力煤价格回落趋势若延续，将直接改善毛利率（2025年毛利率11.4%，低于行业中位数19.2%）。同时，容量电价机制的推行有望为火电资产提供稳定收入来源，降低盈利波动性。这是公司短期至中期盈利修复的最主要变量。

核心驱动力二：资产重组与新能源转型。2025年完成的重大资产重组（注入风电、光伏及优质火电资产）已体现成效——在营收同比下降10.95%的背景下，归母净利润逆势增长1.39%，重组对EPS的增厚效应约0.21元/股。未来新能源装机比例能否从当前的30.23%（以燃气为主，风电光伏占比极低）显著提升，将决定公司长期价值的成长天花板。

核心风险

核心风险一：高杠杆与短期偿债压力。资产负债率61.4%，短期借款385.5亿元，而货币资金仅69.8亿元，覆盖度不足20%。尽管经营现金流强劲（FCFF达267亿元），但一旦电价政策收紧或燃料价格反弹，利息覆盖能力将受考验。

核心风险二：竞争劣势与转型缓慢。公司毛利率低于行业平均7.8个百分点，竞争优势评级为"弱"，护城河类型为"无竞争优势"。与华能国际等对手相比，新能源转型速度偏慢，在电力市场化竞争中可能丧失议价权。

公司本质与竞争优势剖析

核心产品：电力（售电）是高度同质化商品，占总收入88.7%（2025年数据），供热业务占比9.9%但持续亏损（毛利率-6.8%）。产品竞争力体现在规模优势和运营效率（燃煤机组利用小时数3,874小时，高于行业平均），但无差异化定价权。

核心价值：公司为华东、华中地区提供基础电力保障，价值核心在于"保供"而非"溢价"。客户为电网公司，终端用户价格受政策主导，公司处于"成本端受煤价压制、收入端受电价管制"的产业链位置，缺乏定价权。

商业模式：典型的"高杠杆、低毛利、重资产"型，属**周期/重资产型公司**。盈利高度依赖行业环境（行业红利贡献40.2%的业绩增长，自身独特优势贡献-7.8%），属于"靠天吃饭"模式。与NextEra Energy等国际同行通过新能源技术和品牌建立护城河不同，华电国际转型缓慢，商业模式脆弱性较高。

竞争优势本质：无可持续竞争壁垒。份额扩张（超额增长16.3%）是以牺牲利润率为代价（公司特有优势转负-7.8%），护城河可能受损。核心资产为火电机组，在碳中和背景下属于"折旧性资产"，需持续资本开支维持。

估值方法选择：基于周期/重资产型特征，采用**EV/EBITDA + PB + 周期调整PE**为主，DCF作为底线参考。同时考虑SOTP分部估值，识别火电、新能源及长期股权投资的独立价值。

市场空间与份额假设

电力行业总市场：2025年全国全社会用电量约9.8万亿千瓦时，预计2030年达11.5-12.0万亿千瓦时，年均增速约3-4%。增长驱动力为电气化率提升（新能源车、工业电锅炉）和AI算力中心需求。

火电市场：当前占总发电量约65%，预计2030年降至55-60%，但绝对发电量仍将维持正增长（年均约1-2%），主要承担基荷和调峰功能。容量电价机制为火电资产提供"类公用事业"属性，稳定收入来源。

新能源市场：风电光伏装机占比将持续提升，2030年风光发电量占比预计达25-30%。华电国际当前风光占比极低，转型空间巨大但执行速度是关键。

制约因素：人口老龄化导致中长期电力需求增速放缓；新能源发电成本持续下降，火电利用小时数面临结构性压降（华电国际当前利用小时数3,874小时，高于行业平均，但长期趋势向下）。

商业情景简述

乐观情景

宏观与行业：动力煤价格持续回落至800元/吨以下（2025年均价约850元/吨），容量电价全面落地执行，火电利用小时数维持稳定。券商研报预测火电行业2025-2030年利润年均增速5-8%。

公司战略：重组资产整合超预期，2026年新能源装机占比提升至35%，管理层提出明确的新能源5年规划（年均新增装机2GW），资本开支效率改善，ROIC从5.6%提升至7.0%。

竞争地位：燃煤机组利用小时数维持高于行业平均的态势，供热业务亏损收窄（毛利率提升至-2%），在电力市场化交易中凭借规模优势获得稳定电价。

财务表现：2026-2030年营收年均增速2.5%（电量增长1.5%+电价微增1%），毛利率提升至14%，净利率6.5%。FCFF维持250-300亿元水平，资本开支效率提升。

悲观情景

宏观与行业: 经济下行导致电力需求增速低于2%，煤价反弹至1,000元/吨以上，容量电价补偿力度不及预期，新能源发电量挤压火电利用小时数年均下降2-3%。

公司战略: 重组整合进展缓慢，新能源装机目标落空，管理层换届后战略不清晰，资本开支持续高企但回报率下降（ROIC降至4.0%以下），回购计划终止。

竞争地位: 竞争对手（华能国际、大唐发电）新能源转型更快，在电力交易中获取更高议价权；华电国际老旧机组面临淘汰风险，供热业务亏损扩大（毛利率降至-10%）。

财务表现: 2026-2030年营收年均增速-1%（电量增速0%+电价下降1%），毛利率降至9%，净利率3.0%。FCFF从267亿元逐步下降至120亿元，资本开支回报率恶化。

折现率与永续增长假设


调整因素	调整幅度	依据
基准WACC	8.0%	行业资本成本基准
竞争优势等级（弱）	+0.8%	竞争优势总分2/9，毛利率低于行业平均7.8pct
护城河类型（无竞争优势）	+0.5%	缺乏可持续竞争壁垒
产业链反脆弱性（强健）	-0.4%	电力行业刚需属性，产业链传导风险较低
趋势分类（需关注）	+0.5%	回归底线-0.0234，盈利下滑风险需警惕
基准WACC（调整后）	9.4%	8.0%+0.8%+0.5%-0.4%+0.5%
乐观情景下调	-0.5%	确定性增强（煤价下行+重组落地）
乐观情景WACC	8.9%	
悲观情景上调	+1.1%	风险上升（煤价反弹+转型缓慢）
悲观情景WACC	10.5%	

永续增长率判断：电力行业长期需求与GDP增长基本同步，但火电面临新能源替代结构性压力。参考成熟经济体电力公司长期增速（通常1-2%），且公司永续增长率不应超过名义GDP长期增速（中国约3%）。综合考虑，乐观情景取2.0%，基准取1.5%，悲观取0.5%。

估值结果区间

情景	显性期增速	永续增长率	折现率	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)	总价值(亿元)	与当前市值比较
悲观	-2%	0.5%	10.5%	1,357.94	-636.88	721.06	+22.7%
基准	1%	1.5%	9.4%	2,770.08	-636.88	2,133.20	+263.0%
乐观	3%/1.5%	2.0%	8.9%	4,025.40	-636.88	3,388.52	+476.7%

非经营性资产 = 金融资产61.3亿元 + 长期股权投资469.3亿元 - 带息负债1,167.5亿元 = -636.88亿元

指标	数值(亿元)	相对位置
下限估值 (悲观)	721.06	
当前市值	587.56	
上限估值 (乐观)	3,388.52	

复核百分比

悲观: $(721.06 - 587.56) / 587.56 = 133.50 / 587.56 = 22.72\%$ (复核3遍无误)

基准: $(2,133.20 - 587.56) / 587.56 = 1,545.64 / 587.56 = 263.04\%$ (复核3遍无误)

乐观: $(3,388.52 - 587.56) / 587.56 = 2,800.96 / 587.56 = 476.72\%$ (复核3遍无误)

多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

可比公司	PE(TTM)	PB(MRQ)	EV/EBITDA	PS(TTM)	PEG
华能国际 (600011)	11.8x	1.5x	6.2x	0.52x	0.9x
大唐发电 (601991)	14.2x	0.9x	5.8x	0.48x	1.1x
国电电力 (600795)	10.5x	1.3x	5.5x	0.45x	0.8x

可比公司	PE(TTM)	PB(MRQ)	EV/EBITDA	PS(TTM)	PEG
浙能电力 (600023)	11.2x	1.2x	5.9x	0.50x	0.9x
申能股份 (600642)	10.8x	1.1x	5.4x	0.42x	0.8x
皖能电力 (000543)	9.5x	1.0x	5.1x	0.38x	0.7x
华电国际 (600027)	9.7x	0.6x	4.2x	0.47x	0.7x
行业中位数	10.9x	1.2x	5.7x	0.47x	0.9x

分析：华电国际PE(TTM)为9.7倍，处于可比公司25分位至中位数之间，低于行业中位数10.9倍；PB仅0.6倍，远低于行业中位数1.2倍，处于行业最低水平；EV/EBITDA为4.2倍，同样处于行业低位。当前估值水平反映市场对其资产质量（高火电占比、低盈利效率）和转型前景的悲观定价。相对估值视角下，华电国际存在修复空间，但需基本面向好信号催化。

7.2 分部估值法(SOTP)

由于公司未充分披露各业务线利润数据，SOTP采用简化的资产端估值：

业务板块	估值方法	估值参数	价值 (亿元)
火电资产（燃煤+燃气）	EV/EBITDA（行业均值5.5x）	估算EBITDA约250亿元（基于净利润82亿+折旧约120亿+财务费用约48亿）	1,375
新能源资产（重组注入）	PE（行业均值18x）	重组标的备考净利润28亿元	504
供热及其他	PB（0.6x净资产）	估算净资产约50亿元	30
长期股权投资	账面价值	469.3亿元	469
金融资产	账面价值	61.3亿元	61
减：带息负债	账面价值	1,167.5亿元	-1,168
SOTP合计			1,271

SOTP估值为1,271亿元，高于当前市值587.56亿元约116.3%。估值差距主要来自市场对火电资产的折价定价（实际EV/EBITDA仅4.2x，低于5.5x行业均值）以及对新能源资产盈利持续性的疑虑。SOTP表明，如果市场按行业均值重新定价火电资产，并认可重组新能源资产的价值，公司存在显著重估空间。

7.3 战略价值与增长期权评估

新能源转型增长期权：华电国际作为华电集团核心上市平台，拥有集团支持下的新能源项目优先获取权。假设新能源业务成功概率40%，成功后2030年净利润贡献50亿元，参考新能源行业PE 15-20倍，期权价值=40%×18×50=360亿元。当前市值中对此体现有限。

容量电价政策红利：若容量电价全面落地，火电资产可获得稳定容量收入，降低盈利波动。估算容量电价可贡献年利润15-20亿元，对应PE 12x的价值贡献约180-240亿元，当前市场未充分定价。

央企信用背书与融资优势：作为央企，华电国际融资成本低于民营电力企业，在资本密集型行业中构成隐性竞争优势。但该优势在估值中已部分体现（通过低折现率）。

战略价值合计估算：增长期权约360亿元 + 政策红利约200亿元 = 560亿元，这部分价值在当前市值中未被充分捕捉，构成潜在的上行空间。

7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

估值方法	悲观(亿元)	基准(亿元)	乐观(亿元)
DCF（内在价值锚）	721	2,133	3,389
相对估值（市场参照系）	500（PE 8x）	650（PE 10.5x）	850（PE 14x）
SOTP（资产价值）	900	1,271	1,600
战略价值（增长期权）	200	560	800

市场隐含假设分析：当前市值587.56亿元，隐含PE 9.7倍、PB 0.6倍、EV/EBITDA 4.2倍。这意味着市场假设：(1) 公司未来5年净利润年均增速不超过2%；(2) 永续增长率接近0%；(3) 新能源转型无法带来实质性利润贡献；(4) 火电资产存在减值风险。其中，隐含的永续增长率为-0.5%至0.5%，显著低于行业合理水平（1.5-2%），反映市场极度悲观。

估值共识度判断：DCF、SOTP与战略价值三种方法均指向当前市值存在低估，但相对估值法显示市场定价存在其合理性（行业低估值+公司基本面弱）。DCF与SOTP的背离（DCF远高于SOTP）主要源于FCFF的可持续性争议——DCF基于当前267亿元高现金流，而SOTP基于资产重置逻辑。综合看，估值共识指向“显著低估”，但催化剂需等待。

基本结论

视角A（内在价值锚）：基于DCF悲观情景，内在价值下限约721亿元，当前市值587.56亿元低于下限约22.7%，存在安全边际。DCF基准情景对应价值2,133亿元，表明若FCFF回归正常化水平（220亿元），当前市值被显著低估。

视角B（市场共识锚）：基于相对估值和SOTP交叉验证，市场可解释价值区间为900-1,271亿元（SOTP锚定），当前市值587.56亿元处于该区间下方约35-54%分位，反映市场对火电资产的极端折价。

综合判断：持有/逢低增持。核心逻辑在于：(1) DCF悲观情景已提供安全边际，下行风险可控；(2) SOTP揭示的资产价值（1,271亿元）与市场定价（587.56亿元）存在显著背离，均值回归空间可观；(3) 容量电价政策和煤价下行周期构成中期催化剂。但需保持耐心，催化剂的兑现需要时间，且新能源转型执行仍是最大不确定性。

财务预警

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益 依赖度	依赖非 经常性 损益	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收 占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金 净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺 口率	短期偿 债可能 有缺口	(货币资金+交易性金融资产)/短期借款<50%
速动比率	流动性 风险	
债务期限错配 度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	16.87	
存货周转天数 偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差

监控指标	监控结果	指标说明
固定资产周转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.32	
所属行业	电力及公用事业	

— 财务分析

11.4%	8.1%	69.4%	5.6%
毛利率	营业利润率	资本周转率	ROIC

财务结构：华电国际总资产约2642亿元，负债合计1621亿元，资产负债率约61.4%，对于电力央企来说处于可控范围，但绝对值不低。货币资金69.8亿元，短期借款却高达385.5亿元，短期偿债压力明显，货币资金对短期借款的覆盖度不足20%。好在公司经营活动现金流非常强劲，去年自由现金流（FCFF）达到267亿元，足以覆盖短期借款缺口。存货周转天数仅17天，这是电力行业的特性——煤炭等燃料周转极快，不存在积压风险。应付账款周转天数约40天，显示对上游供应商有一定议价能力。在建工程134.2亿元，说明资本开支仍在持续，未来产能扩张会带来折旧和利息压力。

盈利能力与运营效率：毛利率11.4%显著低于行业中位数19.2%，公司特有优势为-7.8%，即毛利率比行业平均低了近8个百分点。坦白讲，这并非护城河受损，而是火电资产的自然属性——燃料成本占比过高，电价又受政策管制，利润空间本就不宽裕。不过从趋势看，毛利从2023年的75.3亿元增至2025年的144.1亿元，说明煤价下行红利正在兑

现。营业利润率8.1%尚可，驱动ROIC达到5.6%主要靠的是资本周转率近70%（重资产行业这个水平算不错）以及杠杆的放大。销售费用率几乎为零（0.0018%），研发费用率不足0.1%，电力公司不需要大量营销研发，费用结构合理。超额增长16.3%说明营收增速跑赢行业，份额在扩张，但季度信号显示公司特有优势转负，护城河可能受损——说到底，份额扩张是牺牲了利润率换来的吗？需要跟踪。

现金流与利润质量：经营现金流/净利润超过3倍，利润含金量非常健康，净利润82.2亿元背后的现金回笼极强。经营活动现金流净额与经营活动净收益比高达383.9%，远超1倍。筹资活动净流出127.9亿元，说明公司在积极偿还债务或分红，投资活动净流出142.6亿元，主要用于在建工程和资本开支。这种“经营造血→偿还负债+扩大投资”的模式，对于电力公司来说很典型，也体现央企的稳健风格。

风险与盲点：数据可靠性为“中”，季度信号矛盾趋于中性。虽然份额在扩张，但公司特有优势转负，这意味着行业竞争加剧或公司成本控制能力弱于同行。应收账款115.3亿元，占营收约9%，如果回收周期拉长，会占用现金流。此外，资产负债率虽然可控，但短债长投的结构隐含流动性风险，一旦电价政策收紧或燃料价格反弹，利息覆盖能力会受考验。在建工程百亿规模，未来转固后的折旧将侵蚀利润，投产后能否获得稳定回报尚需观察。产业链定位上，火电企业处于“成本端受煤价压制、收入端受电价管制”的尴尬位置，定价权有限。

小结：现金流强悍，利润质量高，盈利处于煤价下行周期的修复通道，但高负债、低毛利率的资产特性决定了其回报率天花板有限，资本开支压力值得持续跟踪。

— 近期事件

● 2026-04-09

事件类型：重大资产重组整合进展顺利

公告发行股份购买资产并募集配套资金。标的资产已于2025年完成全部过户，交易承诺正常履行。2025年公司实现营收1,260.13亿元（同比-10.95%），归母净利润60.70亿元（同比+1.39%）。重组资产成功并表是公司资产规模与盈利能力的核心跃升点。归母净利润在营收下滑环境下实现逆势增长，表明注入资产（主要为风电、光伏等新能源及部分优质火电资产）有效提升了公司的盈利质量，对冲了火电收入下滑的影响。根据此前收购方案，标的资产在备考报告中2024年净利润约28亿元，其全年并表贡献与整体利润微增数据吻合，整合进度超出市场保守预期，提供了估值上修的基础。我们估算，若剔除并表影响，公司原有火电业务利润同比下滑幅度将超过10%，因此重组对EPS的增厚效应约在0.21元/股左右（以增发后总股本计算），且这一增厚效应正逐步体现。

● 2026-05-29

事件类型：高管层集中换届与变动

选举刘雷任董事长，李泉城任副董事长兼总经理，朱鹏任副董事长。选举祝月光为职工董事（资本运作背景）。新一届董事会成员全部获12票全票通过。这次是公司董事会换届后的首次关键任命。新管理层在重组完成后组建，其核心任务预计是消化收购资产、推动业务整合与优化资本结构。副董事长李泉城同时兼任总经理，有助于战略执行落地，减少令出多门的内耗。从历史看，公司在上一次重大重组（2022年）后也进行了类似调整，随后公司运营效率有所改善。这是对重组后续治理稳定性的一个正面信号。但短期来看，管理层更迭通常会导致市场对战略连贯性产生疑虑，叠加公司近期营收下滑的背景，市场可能观望甚至小幅杀估值。我们判断，该事件对短期（1-2个月）股价影响偏中性，对长期企业价值（12个月以上）的边际贡献为正，但弹性有限，不能和重组落地相比。

● 2026-05-31

事件类型：股份回购实施未见公告

公司此前（2025年12月）曾公告拟以5亿元至10亿元回购股份用于注销，但截至目前（2026年5月底），未披露任何回购实施进展公告。同期市场整体处于震荡，公司股价表现偏弱。回购计划未按期实施这一“沉默”本身就是重要信号。通常公司在完成增发重组后，会通过回购或增持稳定股价并传递信心。但实际并未执行，结合近期换届，暗示管理层当前重心在内部整合，对市值管理的主动意愿偏低。这也与公司2025年营收下滑、现金流可能偏紧的现状相互验证。对于长期价值投资者而言，公司基本面（重组兑现）向好，但管理层对股东回报的短期承诺执行不力，这会边际降低市场赋予其估值中的“管理层溢价”。

机构调研

最新调研总结

近一个月暂无

最新卖方研究综述

行业核心逻辑：对于传统火电企业，核心投资逻辑在于“电价-煤价”的价差弹性、发电量受新能源挤压的程度、以及资产注入带来的外延增长。在电力市场化改革及新能源装机高增的背景下，火电企业的电量与电价承压，但容量电价机制及煤价下行可部分对冲风险。华电国际作为华电集团常规能源运营平台，其资产注入预期与分红稳定性亦是市场关注焦点。

近期行业重点事项：2025年至2026年一季度，行业呈现“量价齐跌”但“成本改善”的格局。由于新能源装机持续增加，煤电机组利用小时数普遍下降；同时，电力市场化交易导致平均上网电价同比下行。利好方面，动力煤价格中枢持续下移，显著降低了火电企业的燃料成本。华电国际在此背景下完成了大规模的火电资产注入，并成功发行了央企首单燃机公募REITs。

针对华电国际的核心观点

1. 业绩承压：电价与电量双降拖累营收，煤价下行提供对冲

多家券商一致认为，华电国际2025年及2026年一季度营收下滑的主因是发电量减少与上网电价下降。

国信证券（2026-05-26）：2025年公司营收1260.13亿元（同比-10.95%），归母净利润60.70亿元（同比+1.39%）。发电量同比-6.99%，平均上网电价513.29元/MWh（同比-2.34%）。

国金证券（2026-04-29）：2026年一季度营收304.73亿元（同比-9.43%），归母净利润17.89亿元（同比-9.9%），主因电量同比-8.45%及电价同比-2.58%。

山西证券（2026-04-07）：电量下降主因新能源挤压导致煤电机组利用小时下降。

2. 成本红利：煤价下跌是利润核心支撑，毛利率显著改善

所有研报均指出，煤价大幅下跌是公司2025年盈利仍能正增长的核心原因。山西证券（2026-04-07）指出，2025年入炉煤折标煤单价825.35元/吨（同比-15.18%），售电业务毛利率提升2.73个百分点至13.22%。国金证券

(2025-08-29) 认为, 1H25入炉煤单价降幅 (-12.98%) 叠加供电煤耗下降, 使度电燃料成本同比降低3.4%。

3. 资产注入完成: 装机规模跃升, 打开未来成长空间

2025年6月完成对集团16GW火电资产的收购是重大事件, 显著提升了公司规模与区域布局。

东莞证券 (2025-09-01): 资产注入后公司新增江苏、广东等多地火电机组, 截至2025年中控股装机达7744.46万千瓦。

国金证券 (2026-04-01): 截至2025年末, 控股装机大幅增长至78GW (煤电54GW、气电21GW); 当前在建及核准装机达11GW (含抽水蓄能5.7GW)。

华源证券 (2025-09-11): 本次收购是华电集团践行华电国际作为常规能源整合平台的承诺, 集团非上市火/水等常规能源仍有近50GW, 后续资产整合预期明确。

4. 分红提升与市值管理: 股息率具备吸引力

公司提升了分红力度, 并实施了市值管理相关行动。

国信证券 (2026-05-26): 2025年度全年分红0.23元/股, 对应股息率4.4%。

山西证券 (2026-04-07): 分红比例提升至48.47% (占可分配利润), 随着市值管理考核加强, 后期分红能力仍有提升空间。

国金证券 (2026-04-01): A/H股股息率分别为4.9%和6.5%, 自由现金流达130亿元 (同比+42.1%), 为分红提供支撑。

5. 未来展望与利润预测: 业绩短期承压, 关注资本运作与资产整合

多数券商下调了2026年盈利预测, 但看好资产整合与中长期价值。

国信证券 (2026-5-26): 预计2026-2028年归母净利润58.0/62.1/70.1亿元, 同比增速-4.5%/7.2%/12.9%。

国金证券 (2026-04-29): 预计2026-2028年归母净利润56.56/63.54/69.55亿元, 关注市值管理与集团后续资产整合预期。

山西证券 (2026-04-07): 预计2026-2028年EPS分别为0.57/0.60/0.61元, 对应PE为8.0/7.6/7.4倍。

以上所有内容均来源于已发布的卖方研究报告, 仅供参考, 不构成投资建议。

高管增持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

机构持股

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	11	3455.83	1.63	0.3	0.37
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	1	7540.69	3.55	0.65	0.82
券商	-	0	-	-	-
信托	-	0	-	-	-
其他	9	830865.1	274.78	50.24	63.3
机构汇总	21	841861.61	279.95	51.19	64.5

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季度不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。