

国电电力 (600795.SH)

Q3 扣非归母净利润显著增长，业绩持续稳健增长可期

买入

核心观点

Q3 营业收入有所下降，扣非归母净利润实现显著增长。2023 年前三季度，公司实现营收 1377.10 亿元 (-6.08%)，归母净利润 56.24 亿元 (+12.88%)，扣非归母净利润 53.20 亿元 (+35.48%)。其中，第三季度单季营收 490.56 亿元 (-11.27%)，归母净利润 26.46 亿元 (-1.76%)，扣非归母净利润为 26.03 亿元 (+40.59%)。公司营业收入同比下降的原因主要在于去年 9 月转让的宁夏区域公司不再纳入合并范围。公司归母净利润实现增长的主要原因在于燃料价格同比下降。

电力市场化改革推进，有助于火电盈利保持稳定。2023 年 7 月，中央深改委第二次会议召开，审议通过《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》等文件，这意味着新一轮电改启动，主要方向为新型电力系统建设。随着新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源项目资源储备较为充足，保障公司未来业绩增长。截至 2023 年 6 月，公司新能源在建项目容量为 620.01 万千瓦，其中风电 102.63 万千瓦，光伏 517.38 万千瓦。公司持续拓展新能源项目资源，截至 2023 年 6 月，公司累计获取新能源资源量 1500.95 万千瓦，完成核准或备案新能源容量 1175.16 万千瓦，其中风电 200.63 万千瓦，光伏 974.54 万千瓦。公司在建项目规模较大，且新能源项目资源储备较为充足，未来在建项目及储备项目逐步投运将驱动公司业绩稳步增长。

控股股东计划增持公司股份，彰显未来发展信心。2023 年 10 月 19 日，公司发布公告，公司控股股东国家能源集团计划在未来 12 个月内，通过其全资子公司国家能源集团资本控股有限公司增持公司 A 股股份，增持金额 3-4 亿元，增持价格不超过 4.87 元/股，资金来源为国家能源集团资本控股有限公司自有资金。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；煤价上涨；来水情况较差；行业政策变化。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 72.33/88.24/102.11 亿元，分别同比增长 156.1%/22.0%/15.7%；EPS 分别为 0.41/0.49/0.57 元，当前股价对应 PE 为 9.0/7.4/6.4x。给予 2023 年公司 10-11 倍 PE，对应合理市值为 723-796 亿元，对应 4.06-4.46 元/股合理价值，较当前股价有 11%-22%的溢价。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	168,185	192,681	189,263	198,646	212,529
(+/-%)	44.5%	14.6%	-1.8%	5.0%	7.0%
净利润(百万元)	-1845	2825	7233	8824	10211
(+/-%)	-170.1%	-253.1%	156.1%	22.0%	15.7%
每股收益(元)	-0.10	0.16	0.41	0.49	0.57
EBIT Margin	4.5%	11.0%	14.2%	16.1%	16.9%
净资产收益率 (ROE)	-4.0%	6.3%	15.3%	17.7%	19.3%
市盈率 (PE)	-35.3	23.0	9.0	7.4	6.4
EV/EBITDA	14.0	9.4	9.7	8.7	8.9
市净率 (PB)	1.42	1.44	1.38	1.31	1.23

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：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

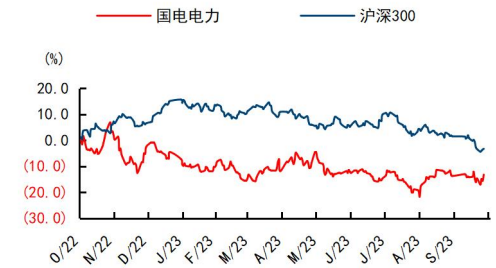
证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.06 - 4.46 元
收盘价	3.65 元
总市值/流通市值	65100/65100 百万元
52 周最高价/最低价	4.97/3.30 元
近 3 个月日均成交额	294.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

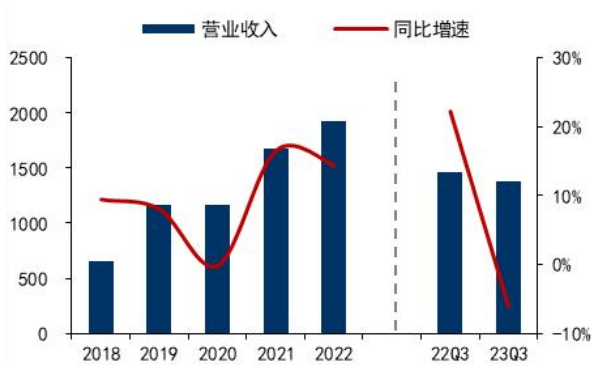
相关研究报告

- 《国电电力 (600795.SH) - 火电盈利大幅提升，业绩有望进一步增长》——2023-09-01
- 《国电电力 (600795.SH) - 业绩显著改善，加快推进新能源发展》——2023-04-16
- 《国电电力 (600795.SH) - 净利润大幅增长，盈利能力显著提升》——2022-10-26

Q3 营业收入有所下降，扣非归母净利润实现增长。2023 年前三季度，公司实现营业收入 1377.10 亿元（-6.08%），归母净利润 56.24 亿元（+12.88%），扣非归母净利润 53.20 亿元（+35.48%）。其中，第三季度单季营收 490.56 亿元（-11.27%），归母净利润 26.46 亿元（-1.76%），扣非归母净利润为 26.03 亿元（+40.59%）。公司营业收入同比下降的原因主要在于去年 9 月转让的宁夏区域公司不再纳入合并范围。公司归母净利润实现增长的主要原因在于燃料价格同比下降。

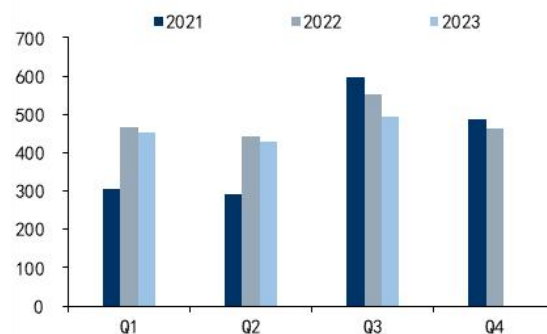
前三季度火电上网电量小幅增长，光伏上网电量大幅增加。2023 年前三季度，公司合并报表口径完成发电量 3387.82 亿千瓦时，上网电量 3215.75 亿千瓦时，分别同比下降 4.58%和 4.67%，按照可比口径分别同比增长 3.19%和 2.87%。其中，火电上网电量 2635.10 亿千瓦时（+1.93%），水电上网电量 407.32 亿千瓦时（-0.36%），风电上网电量 133.61 亿千瓦时（+14.75%），光伏上网电量 39.71 亿千瓦时（+157.48%）。2023 年第三季度，公司合并报表口径完成发电量 1316.39 亿千瓦时，上网电量 1251.77 亿千瓦时，分别同比下降 5.63%和 5.57%，按照可比口径分别同比增长 1.26%和 1.12%。火电上网电量 969.67 亿千瓦时（-4.60%），水电上网电量 223.78 亿千瓦时（+25.15%），风电上网电量 39.48 亿千瓦时（+15.88%），光伏上网电量 18.85 亿千瓦时（+119.93%）。

。国电电力营业收入及增速（单位：亿元）



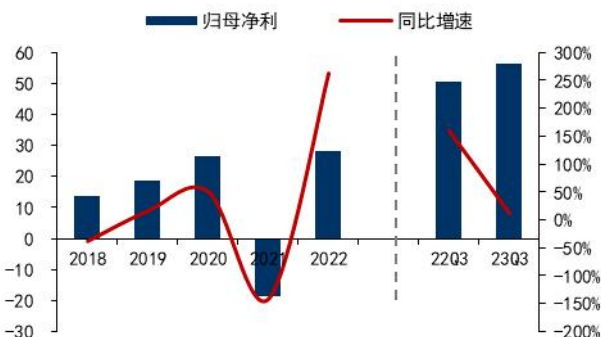
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 国电电力单季营业收入（单位：亿元）



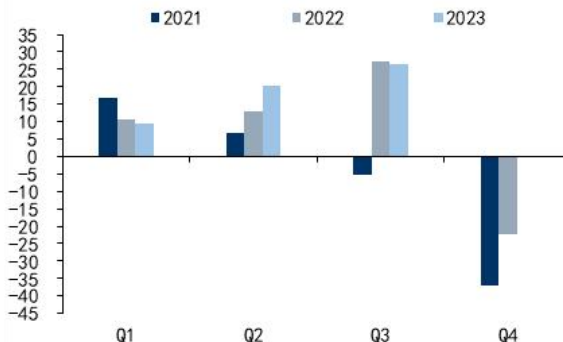
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 国电电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

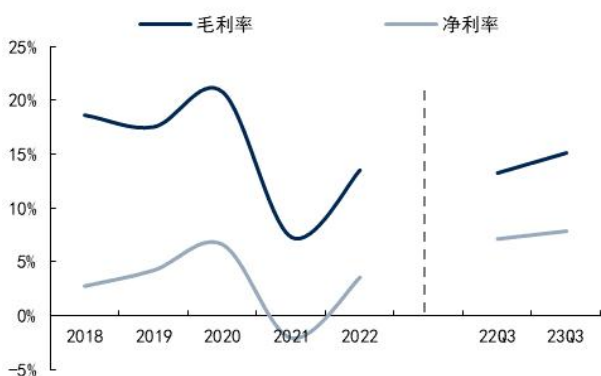
图3: 国电电力单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

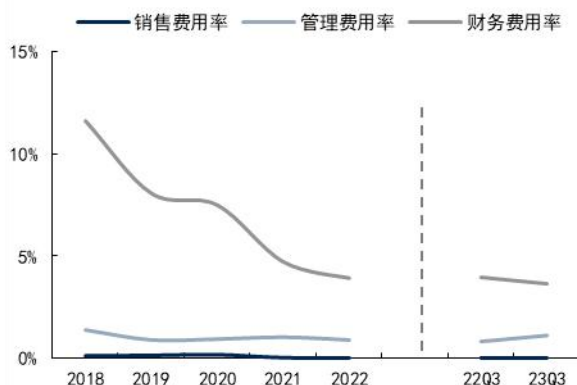
毛利率提升及费用率微降，净利率水平上行。2023 年前三季度，公司毛利率为 15.09%，同比增加 1.87pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降影响。费用率方面，2023 年前三季度，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.64%、1.12%，财务费用率同比减少 0.32pct，管理费用率同比增加 0.28pct，整体费用率水平略有下降。同期内，受毛利率提升及费用率水平微降影响，公司净利率较 2022 年同期增加 0.72pct 至 7.85%。

图4：国电电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

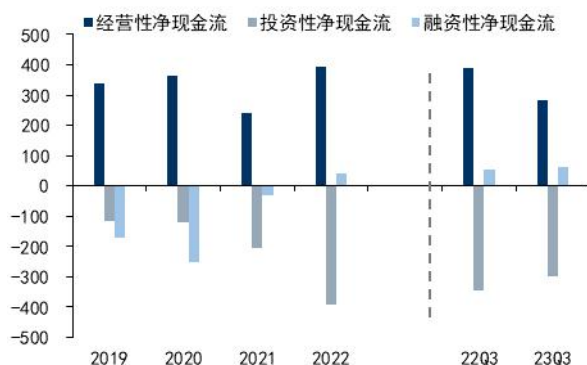
图5：国电电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

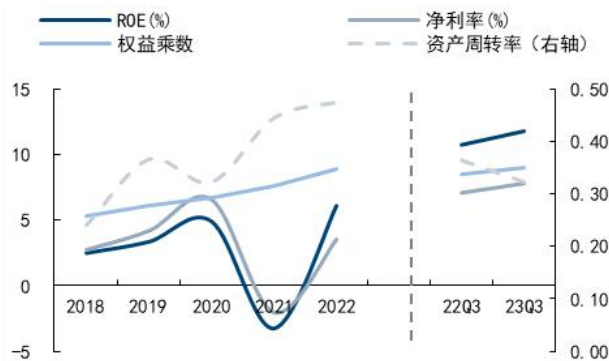
ROE 提升，经营性净现金流有所下降。2023 年前三季度，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 1.04pct 至 11.80%。现金流方面，2023 年前三季度，公司经营性净现金流为 283.39 亿元，同比下降 27.34%，主要系收入同比减少以及收到的税费返还同比减少影响；投资性净现金流流出 296.97 亿元，同比有所下降，但整体维持在较高投入水平。

图6：国电电力现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：国电电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电力市场化改革推进，有助于火电盈利保持稳定。2023 年 7 月，中央深改委第二次会议召开，审议通过《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》等文件，这意味着新一轮电改启动，主要方向为新型电力系统建设。随着新型电力系统建设推进，火电由主体电源逐步转化为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价等收入增加，火电盈利有望趋于稳定。

新能源项目资源储备较为充足，保障公司未来业绩增长。截至 2023 年 6 月，公司新能源在建项目容量为 620.01 万千瓦，其中风电 102.63 万千瓦，光伏 517.38

万千瓦。公司持续拓展新能源项目资源，截至 2023 年 6 月，公司累计获取新能源资源量 1500.95 万千瓦，完成核准或备案新能源容量 1175.16 万千瓦，其中风电 200.63 万千瓦，光伏 974.54 万千瓦。公司在建项目规模较大，且新能源项目资源储备较为充足，未来在建项目及储备项目逐步投运将驱动公司业绩稳步增长。

控股股东计划增持公司股份，彰显未来发展信心。2023 年 10 月 19 日，公司发布公告，公司控股股东国家能源集团计划在未来 12 个月内，通过其全资子公司国家能源集团资本控股有限公司增持公司 A 股股份，增持金额 3-4 亿元，增持价格不超过 4.87 元/股，资金来源为国家能源集团资本控股有限公司自有资金。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 72.33/88.24/102.11 亿元，分别同比增长 156.1%/22.0%/15.7%；EPS 分别为 0.41/0.49/0.57 元，当前股价对应 PE 为 9.0/7.4/6.4x。给予 2023 年公司 10-11 倍 PE，对应合理市值为 723-796 亿元，对应 4.06-4.46 元/股合理价值，较当前股价有 11%-22%的溢价。维持“买入”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 (22A)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600011.SH	华能国际	7.41	1,163	-0.47	1.01	0.90	1.04	-15.77	7.34	8.23	7.13	-6.8%	买入
001289.SZ	上海电力	20.24	1,697	0.61	1.01	1.09	1.18	33.18	20.04	18.57	17.15	7.4%	增持
600483.SH	福能股份	8.53	217	1.02	1.03	1.17	1.23	8.36	8.28	7.29	6.93	13.0%	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11765	20968	14053	15732	16872	营业收入	168185	192681	189263	198646	212529
应收款项	23271	22809	22405	24839	25631	营业成本	155992	166699	157516	161602	171332
存货净额	7254	6096	6407	6674	6740	营业税金及附加	2313	2363	2321	2437	2607
其他流动资产	10428	8732	8874	10211	10173	销售费用	44	31	30	32	34
流动资产合计	52719	58617	51752	57469	59429	管理费用	1744	1753	1900	1970	2074
固定资产	312339	321153	363247	403835	453808	研发费用	497	602	591	620	664
无形资产及其他	9395	9695	9210	8726	8241	财务费用	7936	7551	6855	8065	8525
投资性房地产	9855	10466	10466	10466	10466	投资收益	3256	1400	1500	1550	1595
长期股权投资	13601	12921	13221	13521	13821	资产减值及公允价值变动	(1842)	(3646)	(3746)	(3746)	(3746)
资产总计	397909	412852	447895	494016	545764	其他收入	(3155)	259	(591)	(620)	(664)
短期借款及交易性金融负债	65866	67529	70776	66280	78840	营业利润	(1583)	12296	17804	21725	25143
应付款项	28924	32073	30943	31272	33116	营业外净收支	60	(2045)	25	25	25
其他流动负债	30441	20262	19551	19766	20934	利润总额	(1523)	10251	17829	21750	25168
流动负债合计	125231	119864	121270	117318	132890	所得税费用	1895	3384	3566	4350	5034
长期借款及应付债券	140445	157268	187268	217268	252268	少数股东损益	(1572)	4042	7030	8576	9923
其他长期负债	21060	25448	24807	26671	28542	归属于母公司净利润	(1845)	2825	7233	8824	10211
长期负债合计	161505	182716	212075	243940	280810	现金流量表 (百万元)					
负债合计	286736	302580	333345	361258	413700	净利润	(1845)	2825	7233	8824	10211
少数股东权益	65370	65211	67320	82880	79122	资产减值准备	234	1804	1282	30	221
股东权益	45802	45061	47231	49878	52941	折旧摊销	17598	17848	14136	16780	17968
负债和股东权益总计	397909	412852	447895	494016	545764	公允价值变动损失	1842	3646	3746	3746	3746
关键财务与估值指标						财务费用	7936	7551	6855	8065	8525
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	8351	1868	(1250)	(1599)	4283
每股收益	(0.10)	0.16	0.41	0.49	0.57	其它	(13433)	(14942)	827	15530	(3978)
每股红利	0.76	0.67	0.28	0.35	0.40	经营活动现金流	12746	13049	25975	43312	32451
每股净资产	2.57	2.53	2.65	2.80	2.97	资本开支	0	(24507)	(60773)	(60660)	(71423)
ROIC	-0.07%	2.99%	5%	5%	5%	其它投资现金流	28	(13)	0	0	0
ROE	-4.03%	6.3%	15.3%	17.7%	19.3%	投资活动现金流	6740	(23840)	(61073)	(60960)	(71723)
毛利率	7%	13%	17%	19%	19%	权益性融资	(1)	1380	0	0	0
EBIT Margin	5%	11%	14%	16%	17%	负债净变化	14818	17621	30000	30000	35000
EBITDA Margin	15%	20%	22%	25%	25%	支付股利、利息	(13644)	(12006)	(5063)	(6177)	(7148)
收入增长	44%	15%	-2%	5%	7%	其它融资现金流	(19496)	7384	3247	(4496)	12560
净利润增长率	-170%	-253%	156%	22%	16%	融资活动现金流	(17149)	19993	28184	19327	40412
资产负债率	88%	89%	89%	90%	90%	现金净变动	2338	9203	(6914)	1679	1140
股息率	21.0%	18.4%	7.8%	9.5%	11.0%	货币资金的期初余额	9427	11765	20968	14053	15732
P/E	(35.3)	23.0	9.0	7.4	6.4	货币资金的期末余额	11765	20968	14053	15732	16872
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	9430	(26363)	(19890)	(20517)
EV/EBITDA	14.0	9.4	9.7	8.7	8.9	权益自由现金流	0	34435	1400	(838)	20223

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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所提及的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