

国电电力 (600795.SH)

火电、新能源稳健增长，电价上行促进水电板块盈利提升

买入

核心观点

营业收入有所下降，归母净利润实现大幅增长。2023年，公司实现营业收入1809.99亿元（-7.02%），归母净利润56.09亿元（+101.41%），扣非归母净利润48.70亿元（+97.78%）。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，2023年公司入炉标煤单价934.96元/吨，同比下降43.82元/吨，降幅4.48%。

火电盈利仍有改善空间，持续推进火电机组建设促进火电业绩进一步增长。煤炭消费增速有望放缓，政策保障下电煤中长期合同签约履约有望提升，煤价中枢将有所下移，同时电价趋稳以及容量电价政策执行，公司火电盈利将进一步改善。同时，公司持续推进火电机组建设，2023年火电控股装机容量增加95.90万千瓦，2024年资本性支出计划中用于火电机组建设的资本开支为165.75亿元（+20.80%）。

水电装机有望增加，电价上浮增强水电板块盈利弹性。2024年，公司资本性支出计划中用于水电机组建设的资本开支为110.50亿元（+15.16%），公司在大渡河流域的在建水电项目装机容量352万千瓦，同时2023年公司核准水电项目280.70万千瓦，未来项目投运将使得公司水电板块业绩进一步增长。水电电价及盈利方面，随着四川省用电需求增长和特高压外送通道建成，预计公司水电上网电价将有所上浮，同时弃水量下降使得利用小时数提升，公司水电盈利能力有所改善，2023年公司水电板块平均上网电价为245.7元/MWh，较2022年同期的235.9元/MWh增加9.8元/MWh，2023年国能大渡河流域水电开发有限公司净利率19.85%，同比增加2.01pct。

新能源建设持续推进，项目资源储备充足。2024年，公司新能源资本开支计划为312.27亿元（+2.70%），计划获取新能源资源超过1400万千瓦，核准1200万千瓦，开工830万千瓦，投产860万千瓦。

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：由于水电电价上浮，上调盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为89.56/102.31/113.11亿元（2024-2025年原预测值为88.24/102.11亿元），分别同比增长59.7%/14.2%/10.6%；EPS分别为0.50/0.57/0.63元，当前股价对应PE为10.6/9.3/8.4x。给予2024年公司11-12倍PE，对应合理市值为985-1075亿元，对应5.52-6.03元/股合理价值，较当前股价有3%-13%的溢价。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	192,681	180,999	187,469	196,964	206,029
(+/-%)	14.6%	-6.1%	3.6%	5.1%	4.6%
净利润(百万元)	2825	5609	8956	10231	11311
(+/-%)	-253.1%	98.6%	59.7%	14.2%	10.6%
每股收益(元)	0.16	0.31	0.50	0.57	0.63
EBIT Margin	11.0%	12.0%	17.5%	19.4%	20.6%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	11.5%	16.8%	17.5%	17.7%
市盈率 (PE)	33.7	17.0	10.6	9.3	8.4
EV/EBITDA	10.2	10.8	9.8	9.3	9.5
市净率 (PB)	2.11	1.95	1.79	1.63	1.49

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：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

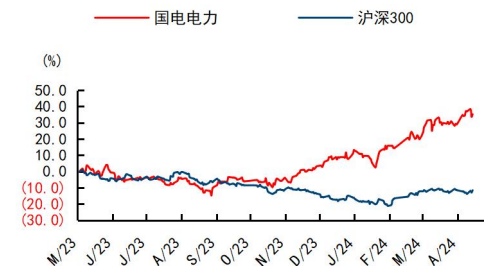
证券分析师：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

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	5.52 - 6.03元
收盘价	5.22元
总市值/流通市值	93102/93102百万元
52周最高价/最低价	5.39/3.30元
近3个月日均成交额	672.75百万元

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)-Q3扣非归母净利润显著增长，业绩持续稳健增长可期》——2023-10-27

《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

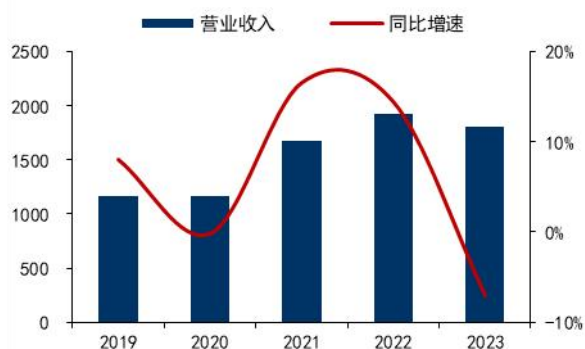
《国电电力(600795.SH)-净利润大幅增长，盈利能力显著提升》——2022-10-26

营业收入有所下降，归母净利润实现大幅增长。2023年，公司实现营收1809.99亿元（-7.02%），归母净利润56.09亿元（+101.41%），扣非归母净利润48.70亿元（+97.78%）。公司营业收入同比下降的原因在于：一是2022年9月转让宁夏区域公司，本期不再纳入合并范围所致；二是煤炭板块收入同比下降，2023年煤炭业务收入14.44亿元（-69.46%）。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，2023年公司入炉标煤单价934.96元/吨，同比下降43.82元/吨，降幅4.48%。

火电、水电、光伏板块归母净利润均大幅增长，风电板块归母净利润有所下降。分不同板块业绩来看，2023年公司火电板块归母净利润30.70亿元（+317.50%），其中煤电30.69亿元（+317.55%），气电0.01亿元（+200.00%），水电板块归母净利润18.54亿元（+51.47%），风电板块归母净利润10.06亿元（-49.88%），光伏板块归母净利润7.43亿元（+166.31%）。

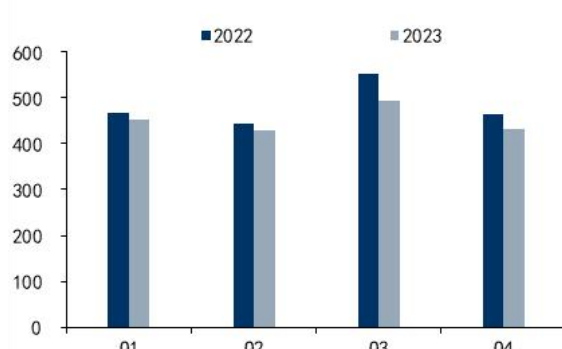
火电发电量小幅下降，光伏发电量大幅增加。2023年，公司累计完成发电量4526.36亿千瓦时（-2.31%），上网电量4298.38亿千瓦时（-2.43%），剔除2022年9月转让宁夏区域火电资产影响，同比分别增长3.67%、3.37%。分不同板块来看，火电发电量3729.26亿千瓦时（-3.97%），上网电量3512.16亿千瓦时（-4.17%）；水电发电量550.97亿千瓦时（-1.79%），上网电量546.60亿千瓦时（-1.82%）；风电发电量188.54亿千瓦时（+13.10%），上网电量182.14亿千瓦时（+12.54%）；光伏发电量57.60亿千瓦时（+155.74%），上网电量57.48亿千瓦时（+163.38%）。

图1：国电电力营业收入及增速（单位：亿元）



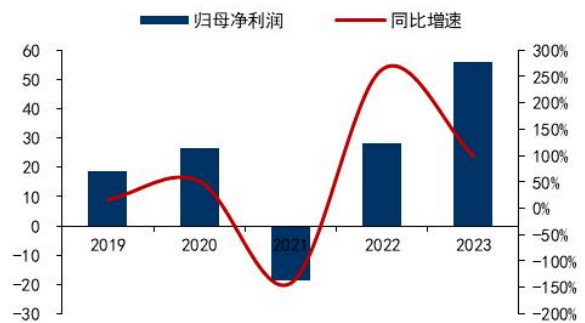
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国电电力单季度营业收入（单位：亿元）



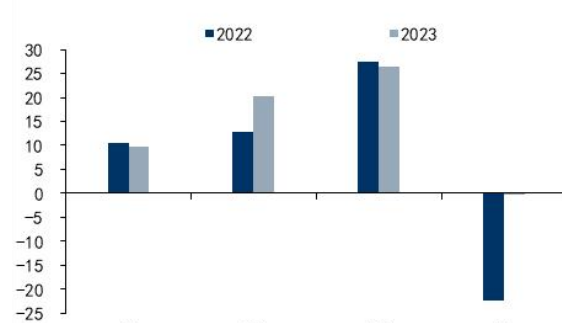
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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

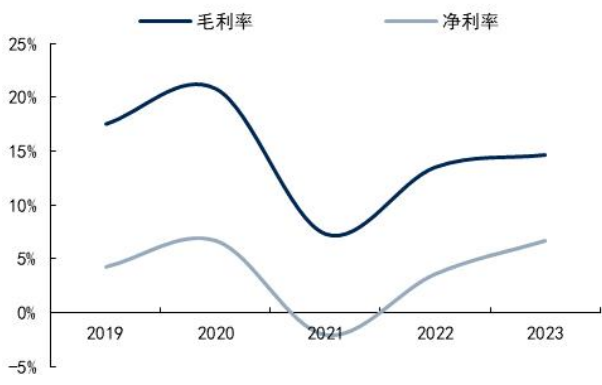
图4：国电电力单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

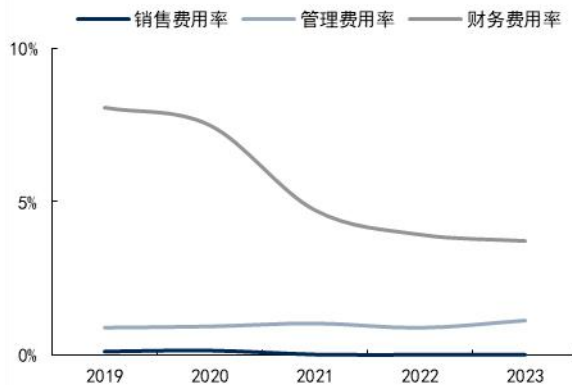
毛利率提升，费用率保持稳定，净利率水平上行。2023年，公司毛利率为14.62%，同比增加1.13pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降影响。费用率方面，2023年公司财务费用率、管理费用率分别为3.71%、1.12%，财务费用率同比减少0.21pct，管理费用率同比增加0.21pct，整体费用率水平保持文哥。同期内，受毛利率提升影响，公司净利率较2022年同期增加3.05pct至6.61%。

图5: 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6: 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

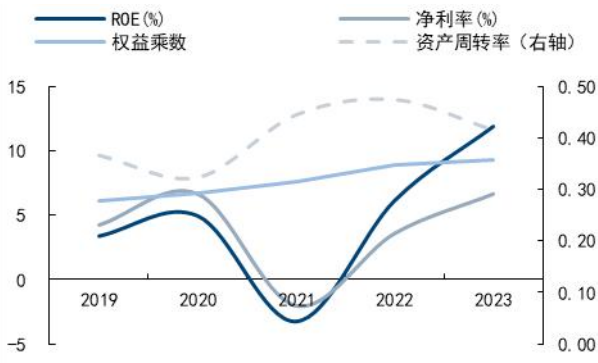
ROE 提升，经营性净现金流有所增长。2023年，受益于净利率上行，公司ROE提升，较2022年同期增加5.74pct至11.83%。现金流方面，2023年，公司经营性净现金流为425.84亿元，同比增加12.84%，主要系燃料购买成本下降所致；投资性净现金流流出468.60亿元，同比进一步增加，主要原因是2023年基建投资同比增加。

图7: 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8: 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

火电盈利仍有改善空间，持续推进火电机组建设促进火电业绩进一步增长。煤炭消费增速有望放缓，政策保障下电煤中长期合同签约履约有望提升，煤价中枢将有所下移，同时电价趋稳以及容量电价政策执行，公司火电盈利将进一步改善。同时，公司持续推进火电机组建设，2023年火电控股装机容量增加95.90万千瓦，2024年资本性支出计划中用于火电机组建设的资本开支为165.75亿元(+20.80%)，未来新建火电项目投运将驱动公司火电板块业绩进一步增长。

水电装机有望增加，电价上浮增强水电板块盈利弹性。2024年，公司资本性支出计划中用于水电机组建设的资本开支为110.50亿元(+15.16%)，公司在大渡河

流域的在建水电项目主要为双江口水电站、金川水电站、沙坪一级水电站、枕头坝二级水电站等项目，上述电站装机容量合计 352 万千瓦，同时 2023 年公司核准水电项目 280.70 万千瓦，未来项目投运将使得公司水电板块业绩进一步增长。水电电价及盈利方面，随着四川省用电需求增长和特高压外送通道建成，预计公司水电上网电价将有所上浮，同时弃水量下降使得利用小时数提升，公司水电盈利能力有所改善，2023 年公司水电板块平均上网电价为 245.7 元/MWh，较 2022 年同期的 235.9 元/MWh 增加 9.8 元/MWh，2023 年国能大渡河流域水电开发有限公司净利率 19.85%，同比增加 2.01pct。

新能源建设持续推进，项目资源储备充足。2023 年，公司新增新能源控股装机容量 724.57 万千瓦，其中风电增加 183.40 万千瓦，光伏增加 541.17 万千瓦；截至 2023 年，公司风光新能源合计控股装机容量为 1783.51 万千瓦，其中风电 929.33 万千瓦，光伏 854.18 万千瓦。2024 年，公司新能源资本开支计划为 312.27 亿元（+2.70%），计划获取新能源资源超过 1400 万千瓦，核准 1200 万千瓦，开工 830 万千瓦，投产 860 万千瓦，未来新能源项目逐步投运将成为公司业绩增长的重要驱动力之一。

公司拟向国家能源集团非公开协议转让国电建投 50%股权，促进公司资产质量和盈利能力提升。公司控股子公司国电建投所属察哈素煤矿，因正在办理采矿许可证，按照属地政府有关要求临时停产。为降低察哈素煤矿复产时间不确定性对公司带来的持续影响，公司拟向控股股东国家能源集团全资子公司西部能源公司非公开协议转让公司持有的国电建投 50%股权。以 2024 年 1 月 31 日为基准日，采用资产基础法评估，国电建投净资产账面值 47.04 亿元，净资产评估值 134.78 亿元，公司所持国电建投 50%股权对应的权益评估值为 67.39 亿元，拟为本次交易价格。

投资建议：由于水电电价上浮，上调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 89.56/102.31/113.11 亿元（2024-2025 年原预测值为 88.24/102.11 亿元），分别同比增长 59.7%/14.2%/10.6%；EPS 分别为 0.50/0.57/0.63 元，当前股价对应 PE 为 10.6/9.3/8.4x。给予 2024 年公司 11-12 倍 PE，对应合理市值为 985-1075 亿元，对应 5.52-6.03 元/股合理价值，较当前股价有 3%-13%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		EPS				PE				ROE (23A)	投资 评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600011.SH	华能国际	10.14	1,592	0.54	0.83	0.91	0.99	18.78	12.22	11.14	10.24	6.4%	买入	
001289.SZ	龙源电力	18.34	1,533	0.75	1.01	1.09	1.22	24.45	18.16	16.83	15.03	8.8%	增持	
600027.SH	华电国际	7.57	774	0.44	0.66	0.73	0.79	17.20	11.47	10.37	9.58	6.5%	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20968	19166	17300	19144	18537	营业收入	192681	180999	187469	196964	206029
应收款项	22809	24981	25874	25895	27986	营业成本	166699	154540	149525	153492	158172
存货净额	6096	4976	5825	5453	5562	营业税金及附加	2363	1870	1937	2035	2129
其他流动资产	8732	9561	10007	9948	10762	销售费用	31	32	33	34	36
流动资产合计	58617	58684	59006	60441	62848	管理费用	1753	2025	2329	2421	2509
固定资产	321153	360117	404377	445804	496679	研发费用	602	741	767	806	843
无形资产及其他	9695	10122	9616	9110	8603	财务费用	7551	6711	7923	9859	11004
投资性房地产	10466	13972	13972	13972	13972	投资收益	1400	1585	1585	1785	1785
长期股权投资	12921	15005	15305	15605	15905	资产减值及公允价值变动	(3646)	(1542)	(1542)	(1542)	(1542)
资产总计	412852	457899	502275	544931	598007	其他收入	259	(576)	(767)	(806)	(843)
短期借款及交易性金融负债	67529	88476	96120	121759	147425	营业利润	12296	15289	24997	28560	31578
应付款项	32073	32210	31850	32058	32884	营业外净收支	(2045)	381	25	25	25
其他流动负债	20262	22335	22098	22255	22835	利润总额	10251	15670	25022	28585	31603
流动负债合计	119864	143020	150068	176072	203145	所得税费用	3384	3698	5905	6745	7458
长期借款及应付债券	157268	176835	206835	236835	271835	少数股东损益	4042	6364	10162	11608	12834
其他长期负债	25448	18618	18419	17539	14903	归属于母公司净利润	2825	5609	8956	10231	11311
长期负债合计	182716	195453	225254	254374	286738	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	302580	338473	375322	430446	489882	净利润	2825	5609	8956	10231	11311
少数股东权益	65211	70664	73713	56129	44114	资产减值准备	1804	(2104)	675	22	99
股东权益	45061	48762	53240	58356	64012	折旧摊销	17848	18211	15053	18225	19446
负债和股东权益总计	412852	457899	502275	544931	598007	公允价值变动损失	3646	1542	1542	1542	1542
						财务费用	7551	6711	7923	9859	11004
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1868	(12148)	(2237)	(83)	(4146)
每股收益	0.16	0.31	0.50	0.57	0.63	其它	(14942)	(8038)	2373	(17606)	(12114)
每股红利	0.67	0.82	0.25	0.29	0.32	经营活动现金流	13049	3071	26363	12331	16138
每股净资产	2.53	2.73	2.99	3.27	3.59	资本开支	0	(53228)	(61096)	(60710)	(71456)
ROIC	2.99%	3.39%	5%	5%	5%	其它投资现金流	(13)	13	0	0	0
ROE	6.27%	11.5%	16.8%	17.5%	17.7%	投资活动现金流	668	(55300)	(61396)	(61010)	(71756)
毛利率	13%	15%	20%	22%	23%	权益性融资	10	1761	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	18%	19%	21%	负债净变化	17621	25498	30000	30000	35000
EBITDA Margin	20%	22%	26%	29%	30%	支付股利、利息	(12006)	(14548)	(4478)	(5115)	(5656)
收入增长	15%	-6%	4%	5%	5%	其它融资现金流	(15754)	26765	7644	25639	25666
净利润增长率	-253%	99%	60%	14%	11%	融资活动现金流	(4514)	50427	33166	50524	55010
资产负债率	89%	89%	89%	89%	89%	现金净变动	9203	(1802)	(1866)	1845	(608)
股息率	12.6%	15.3%	4.7%	5.4%	5.9%	货币资金的期初余额	11765	20968	19166	17300	19144
P/E	33.7	17.0	10.6	9.3	8.4	货币资金的期末余额	20968	19166	17300	19144	18537
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(30515)	(23160)	(13401)	(23808)
EV/EBITDA	10.2	10.8	9.8	9.3	9.5	权益自由现金流	0	21748	8431	34706	28451

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