

研究所:

证券分析师:

钟琪 S0350523080002  
zhongq@ghzq.com.cn

## 煤电业绩大幅改善，减值或影响风电业绩

### ——国电电力（600795）2023 年年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/04/18

表现	1M	3M	12M
国电电力	-2.5%	20.7%	34.1%
沪深 300	-0.9%	9.0%	-14.2%

#### 市场数据

2024/04/18

当前价格(元)	5.01
52 周价格区间(元)	3.30-5.39
总市值(百万)	89,356.45
流通市值(百万)	89,356.45
总股本(万股)	1,783,561.91
流通股本(万股)	1,783,561.91
日均成交额(百万)	1,392.28
近一月换手(%)	0.75

#### 相关报告

《国电电力（600795）2023 年三季报点评：煤价下降拉动 Q3 扣非后业绩环比+47%（买入）\*电力\*钟琪》——2023-10-27

《国电电力（600795）2023 年半年报点评：煤电业绩修复贡献利润主要增量，下半年绿电投产有望增加（买入）\*电力\*杨阳，钟琪》——2023-08-31

《国电电力（600795）2023 年一季报点评：投资收益减少影响业绩，经营稳中向好（买入）\*电力\*杨阳》——2023-04-28

《国电电力（600795）2022 年报点评：全年火电转盈，2023 年新能源规划投产 8GW（买入）\*电

#### 事件:

2024 年 4 月 15 日，国电电力发布 2023 年年报：2023 年公司实现收入 1810.0 亿元，同比-7.0%，实现归母净利润 56.1 亿元，同比+104%（调整后）；2023Q4 实现收入 432.9 亿元，同比-9.9%，实现归母净利润-0.2 亿元，上年同期为-22.5 亿元。

分红：2023 年公司拟派发现金红利 0.07 元/股（含税），合计 12.5 亿元，加上 2023 年年中分红，全年合计分红 21.4 亿元，占归母净利润比重 38.16%。

#### 投资要点:

■ **水电+火电业绩改善拉动公司 2023 年业绩大增。**2023 年公司收入同比-7.0%，一是 2022 年转让宁夏区域公司，2023 年不再纳入合并范围；二是煤炭板块收入同比-69%（或系国电建投公司停产）。2023 年公司归母净利润同比+104%，其中煤电/水电/风电/光伏分别为 30.7/18.5/10.1/7.4 亿元，分别同比变化+318%/+51%/-50%/+166%，煤电业绩大幅改善拉动公司业绩大增。煤电业绩改善，一是因为 2023 年煤电板块减值损失绝对额合计为 9.4 亿元，2022 年为 35 亿元；二是煤电业绩修复。若不考虑减值，2023 年公司煤电净利润（100%权益口径）94.7 亿元，同比+31%，**度电净利 2.6 分/KWh，同比+0.7 分/KWh**。此外，2023 年公司水电归母净利润同比+51.5%，或系上网电价同比+1 分/KWh（上网电量同比-1.8%）。

■ **参控股火电业绩修复+减值减少+营业外支出减少等，助力 2023Q4 业绩修复。**2023Q4 公司归母净利润大幅减亏，主要原因或有四：一是投资净收益为 4.8 亿元，同比增加 11.3 亿元，或是参股的火电公司等业绩改善；二是减值损失绝对额合计为 19.5 亿元，同比减少 17 亿元；三是营业外支出为 2.6 亿元，同比减少 21.5 亿元；四是公司主业业绩改善，如 2023Q4 煤电业务受益煤价下降，业绩或有修复。

■ **减值或影响风电业绩，2024 年规划新增风光装机 8.6GW。**2023 年公司风电/光伏归母净利润 10.1/7.4 亿元，同比-50%/+166%。我们认为 2023 年风电业绩同比下降主要是因为减值，2023 年新能源业务减值损失绝对额合计为 12.5 亿元，同比增加 12.9 亿元。电价上，2023 年风电/光伏分别为 0.502/0.481 元/KWh，同比-7%/-8%，我们

力\*杨阳》——2023-04-16

《国电电力（600795）2022 年业绩预告点评：减  
值和煤炭整治费用致 2022Q4 亏损（买入）\*电力\*  
杨阳》——2023-01-31

认为或是平价项目增加所致。2023 年底公司风电/光伏新增装机 1.8/5.4GW，合计 7.2GW，达到全年目标额的 91%。2023 年公司获取新能源资源量 16.7GW，核准备案 15.3GW，开工 8.5GW。2024 年公司规划获取新能源资源超过 14GW，核准 12GW，开工 8.3GW，投产 8.6GW。

- **拟转让国电建投公司，2024 年公司业绩确定性有望进一步提升。**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，提高公司资产质量及盈利能力，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。2023 年国电建投公司净利润-4.9 亿元，转让后有望增厚公司业绩。
- **盈利预测和投资评级：**根据公司最新业绩情况，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 78.1/86.9/95.6 亿元，对应 PE 分别为 11/10/9 倍。展望 2024 年，公司煤电业绩有望继续修复；水电来水有望修复，拉动业绩改善；国电建投公司若完成转让，公司煤炭业绩有望减亏，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；新增装机不及预期；煤炭价格大幅上涨；电价下降；行业竞争加剧；减值风险；国电建投公司转让进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	180999	186499	199453	211238
增长率(%)	-7	3	7	6
归母净利润（百万元）	5609	7813	8690	9555
增长率(%)	99	39	11	10
摊薄每股收益（元）	0.31	0.44	0.49	0.54
ROE(%)	12	15	15	15
P/E	15.96	11.44	10.28	9.35
P/B	1.83	1.70	1.52	1.36
P/S	0.49	0.48	0.45	0.42
EV/EBITDA	8.33	7.03	6.73	6.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：国电电力盈利预测表

证券代码:	600795				股价:	5.01				投资评级:	买入				日期:	2024/04/18			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	12%	15%	15%	15%	EPS	0.31	0.44	0.49	0.54										
毛利率	15%	17%	18%	19%	BVPS	2.73	2.94	3.30	3.69										
期间费率	5%	5%	5%	5%	<b>估值</b>														
销售净利率	3%	4%	4%	5%	P/E	15.96	11.44	10.28	9.35										
<b>成长能力</b>					P/B	1.83	1.70	1.52	1.36										
收入增长率	-7%	3%	7%	6%	P/S	0.49	0.48	0.45	0.42										
利润增长率	99%	39%	11%	10%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.40	0.38	0.37	0.37	营业收入	180999	186499	199453	211238										
应收账款周转率	8.21	9.76	8.90	9.79	营业成本	154540	153954	163365	171906										
存货周转率	36.38	35.27	35.60	36.06	营业税金及附加	1870	1927	2182	2226										
<b>偿债能力</b>					销售费用	32	38	37	40										
资产负债率	74%	73%	73%	71%	管理费用	2025	1916	2044	2233										
流动比	0.41	0.40	0.44	0.44	财务费用	6711	7464	8138	8716										
速动比	0.32	0.31	0.35	0.36	其他费用/(-收入)	741	673	764	812										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	15289	21333	23733	26099										
现金及现金等价物	19166	25081	29509	35712	营业外净收支	381	50	50	50										
应收款项	23451	19549	23943	22154	利润总额	15670	21383	23783	26149										
存货净额	4976	5288	5603	5857	所得税费用	3698	4704	5232	5753										
其他流动资产	11091	10906	11408	11414	净利润	11972	16679	18550	20396										
<b>流动资产合计</b>	<b>58684</b>	<b>60824</b>	<b>70462</b>	<b>75138</b>	少数股东损益	6364	8865	9860	10841										
固定资产	270808	300581	331347	356788	归属于母公司净利润	5609	7813	8690	9555										
在建工程	89309	94589	99389	104189	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	24094	24094	24094	24094	经营活动现金流	42584	51109	50370	56806										
长期股权投资	15005	15005	15005	15005	净利润	5609	7813	8690	9555										
<b>资产总计</b>	<b>457899</b>	<b>495093</b>	<b>540297</b>	<b>575213</b>	少数股东损益	6364	8865	9860	10841										
短期借款	48944	54518	60091	65771	折旧摊销	18730	21546	23434	24759										
应付款项	32210	32974	38010	38595	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	5	61	26	34	营运资金变动	4798	5521	225	2818										
其他流动负债	61861	63086	63822	64818	投资活动现金流	-46860	-54950	-57350	-53350										
<b>流动负债合计</b>	<b>143020</b>	<b>150639</b>	<b>161948</b>	<b>169218</b>	资本支出	-49609	-56450	-58850	-54850										
长期借款及应付债券	176835	193815	211515	221415	长期投资	2328	0	0	0										
其他长期负债	18618	18618	18618	18618	其他	421	1500	1500	1500										
<b>长期负债合计</b>	<b>195453</b>	<b>212433</b>	<b>230133</b>	<b>240033</b>	筹资活动现金流	4929	11772	11408	2747										
<b>负债合计</b>	<b>338473</b>	<b>363071</b>	<b>392080</b>	<b>409251</b>	债务融资	21467	22553	23273	15580										
股本	17836	17836	17836	17836	权益融资	1761	0	0	0										
股东权益	119427	132022	148217	165963	其它	-18299	-10781	-11865	-12833										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>457899</b>	<b>495093</b>	<b>540297</b>	<b>575213</b>	现金净增加额	654	7931	4428	6204										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【公共事业小组介绍】

钟琪，公用事业团队分析师，山东大学金融硕士，曾任职于方正证券、上海证券。

## 【分析师承诺】

钟琪，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。