

## 国电电力（600795）

证券研究报告  
2024年08月22日

## 火水经营情况向好，减值扰动业绩

**事件：**公司披露2024年中报。上半年公司实现营收858.28亿元，同比下降3.22%；实现归母净利润67.16亿元，同比增长127%；实现扣非归母净利润21.84亿元，同比下降18.83%。

## 点评

## 煤电：H1盈利能力同比提升，度电净利约0.03元/千瓦时

收入端，上半年煤机完成发电量1732.55亿千瓦时，同比降低1.65%；完成平均上网电价460.89元/兆瓦时，同比微降1.18%。成本端，公司共采购煤炭8975万吨，其中长协煤总量8356万吨，占比93%；入炉标煤量约5319.38万吨，入炉综合标煤单价918.94元/吨，同比下降25.46元/吨。综合来看，公司煤电板块上半年实现净利润51.42亿元，同比增长39.39%；实现归母净利润19.95亿元，同比增长51.48%。从度电盈利来看，上半年度电净利约0.03元/千瓦时，上年同期为0.021元/千瓦时。

## 水电：来水改善叠加大兴川电站减值影响，H1业绩为-0.26亿元

上半年公司来水较好，完成水电发电量244.44亿千瓦时，同比增长31.91%。公司水电上网电价上半年同比下滑至260.61元/兆瓦时。电量增、电价下行的综合影响下，上半年水电板块实现营收56.48亿元，同比增长10.87%。公司对大兴川电站计提资产减值准备8.42亿元。综合来看，公司水电板块归母净利为-0.26亿元；扣除大兴川电站减值影响后为8.16亿元，同比增长66.19%。

## 新能源：上半年新增装机1.8GW，实现归母净利12亿元

2024年上半年公司新增新能源装机177.03万千瓦，其中风电23万千瓦，光伏154.03万千瓦；获取新能源资源量842.47万千瓦，完成核准或备案新能源容量669.71万千瓦，其中风电97.4万千瓦，光伏572.31万千瓦；截至2024年6月末，公司在建风电项目225.00万千瓦，主要分布在内蒙、陕西、江西等区域，在建光伏发电项目683.17万千瓦，主要分布在内蒙、天津、四川等区域。装机增长叠加剧提信用减值，上半年风光共贡献业绩11.99亿元，同比下降16.74%。

**盈利预测与估值：**考虑到公司电量、电价、煤价水平及转让国电建投50%股权的贡献，上调24年业绩、下调25-26年业绩，预计公司2024-2026年归母净利润为111、90、110亿元（前值为85、99、117亿元），对应PE为9、11、9倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新增装机不及预期、补贴兑付节奏大幅放缓、行业竞争过于激烈的风险、行业技术进步放缓、煤炭价格大幅上升、电价下调的风险、下游需求低于预期等

| 财务数据和估值       | 2022       | 2023       | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)     | 192,680.64 | 180,998.88 | 183,232.32 | 194,653.09 | 208,313.93 |
| 增长率(%)        | 14.56      | (6.06)     | 1.23       | 6.23       | 7.02       |
| EBITDA(百万元)   | 44,728.74  | 43,870.82  | 50,921.37  | 50,229.75  | 55,094.91  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,824.66   | 5,608.59   | 11,138.65  | 9,002.07   | 10,978.93  |
| 增长率(%)        | (253.07)   | 98.56      | 98.60      | (19.18)    | 21.96      |
| EPS(元/股)      | 0.16       | 0.31       | 0.62       | 0.50       | 0.62       |
| 市盈率(P/E)      | 34.54      | 17.39      | 8.76       | 10.84      | 8.89       |
| 市净率(P/B)      | 2.17       | 2.00       | 1.74       | 1.60       | 1.44       |
| 市销率(P/S)      | 0.51       | 0.54       | 0.53       | 0.50       | 0.47       |
| EV/EBITDA     | 7.52       | 8.63       | 8.41       | 9.36       | 9.10       |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 公用事业/电力  |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格  | 5.47元    |
| 目标价格  | 元        |

## 基本数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| A股总股本(百万股)  | 17,835.62 |
| 流通A股股本(百万股) | 17,835.62 |
| A股总市值(百万元)  | 97,560.84 |
| 流通A股市值(百万元) | 97,560.84 |
| 每股净资产(元)    | 3.06      |
| 资产负债率(%)    | 72.87     |
| 一年内最高/最低(元) | 6.15/3.30 |

## 作者

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 郭丽丽                      | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110520030001 |     |
| guolili@tfzq.com         |     |
| 王钰舒                      | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110524070006 |     |
| wangyushu@tfzq.com       |     |

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《国电电力-季报点评：一季度业绩同比高增89%，装机持续扩张可期》2024-05-06
- 《国电电力-年报点评报告：业绩同比高增，火水绿装机有望持续扩张》2024-04-22
- 《国电电力-季报点评：多业务向好，扣非归母净利润同比高增》2023-11-03

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2022              | 2023              | 2024E             | 2025E             | 2026E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金             | 20,967.71         | 19,165.91         | 14,658.59         | 15,572.25         | 16,665.11         |
| 应收票据及应收账款        | 21,349.14         | 23,451.34         | 19,705.83         | 26,174.42         | 23,734.34         |
| 预付账款             | 4,472.50          | 3,327.26          | 3,622.22          | 4,179.27          | 3,940.70          |
| 存货               | 6,095.81          | 4,975.73          | 6,203.92          | 5,790.47          | 6,539.68          |
| 其他               | 5,732.03          | 7,389.68          | 7,257.37          | 6,991.96          | 7,849.60          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>58,617.18</b>  | <b>58,309.91</b>  | <b>51,447.91</b>  | <b>58,708.36</b>  | <b>58,729.43</b>  |
| 长期股权投资           | 12,920.56         | 15,004.89         | 15,004.89         | 15,004.89         | 15,004.89         |
| 固定资产             | 259,752.57        | 270,807.60        | 252,487.38        | 234,167.15        | 215,846.93        |
| 在建工程             | 61,400.55         | 89,309.19         | 149,309.19        | 209,309.19        | 269,309.19        |
| 无形资产             | 10,076.87         | 10,800.48         | 10,526.37         | 10,252.26         | 9,978.15          |
| 其他               | 10,084.15         | 13,293.09         | 10,801.60         | 10,864.93         | 11,109.16         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>354,234.70</b> | <b>399,215.25</b> | <b>438,129.43</b> | <b>479,598.43</b> | <b>521,248.32</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>412,851.89</b> | <b>457,899.35</b> | <b>489,577.34</b> | <b>538,306.79</b> | <b>579,977.75</b> |
| 短期借款             | 43,045.37         | 48,944.50         | 66,732.77         | 93,025.56         | 112,645.95        |
| 应付票据及应付账款        | 32,073.21         | 32,210.02         | 31,771.62         | 34,927.31         | 35,291.06         |
| 其他               | 44,042.51         | 61,050.85         | 55,755.63         | 53,823.15         | 59,406.77         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>119,161.09</b> | <b>142,205.37</b> | <b>154,260.03</b> | <b>181,776.02</b> | <b>207,343.77</b> |
| 长期借款             | 149,640.26        | 175,137.97        | 177,476.87        | 188,986.56        | 193,788.34        |
| 应付债券             | 7,628.19          | 1,696.73          | 5,916.89          | 5,080.60          | 4,231.40          |
| 其他               | 25,447.95         | 18,617.86         | 21,708.64         | 21,924.81         | 20,750.44         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>182,716.40</b> | <b>195,452.56</b> | <b>205,102.39</b> | <b>215,991.98</b> | <b>218,770.18</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>302,580.43</b> | <b>338,472.62</b> | <b>359,362.41</b> | <b>397,768.00</b> | <b>426,113.95</b> |
| 少数股东权益           | 65,210.72         | 70,664.45         | 74,263.09         | 79,664.34         | 86,251.70         |
| 股本               | 17,835.62         | 17,835.62         | 17,835.62         | 17,835.62         | 17,835.62         |
| 资本公积             | 543.19            | 980.20            | 980.20            | 980.20            | 980.20            |
| 留存收益             | 25,285.64         | 28,127.06         | 34,810.25         | 40,211.49         | 46,798.85         |
| 其他               | 1,396.28          | 1,819.41          | 2,325.77          | 1,847.15          | 1,997.44          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>110,271.45</b> | <b>119,426.73</b> | <b>130,214.93</b> | <b>140,538.79</b> | <b>153,863.80</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>412,851.89</b> | <b>457,899.35</b> | <b>489,577.34</b> | <b>538,306.79</b> | <b>579,977.75</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2022               | 2023               | 2024E              | 2025E              | 2026E              |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润            | 6,866.44           | 11,972.24          | 11,138.65          | 9,002.07           | 10,978.93          |
| 折旧摊销           | 18,125.01          | 18,474.22          | 18,594.33          | 18,594.33          | 18,594.33          |
| 财务费用           | 7,634.57           | 6,790.68           | 6,563.38           | 7,142.13           | 7,698.49           |
| 投资损失           | (1,299.41)         | (1,585.03)         | (6,400.00)         | (2,000.00)         | (2,000.00)         |
| 营运资金变动         | 7,457.48           | (4,108.30)         | 10,604.15          | (5,844.90)         | 3,236.22           |
| 其它             | 663.67             | 11,039.99          | 5,997.73           | 9,002.07           | 10,978.93          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>39,447.75</b>   | <b>42,583.80</b>   | <b>46,498.25</b>   | <b>35,895.71</b>   | <b>49,486.90</b>   |
| 资本支出           | 21,704.69          | 66,494.48          | 56,909.22          | 59,783.82          | 61,174.38          |
| 长期投资           | (680.47)           | 2,084.33           | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| 其他             | (60,389.24)        | (115,438.34)       | (110,513.56)       | (117,785.26)       | (119,171.97)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(39,365.03)</b> | <b>(46,859.53)</b> | <b>(53,604.34)</b> | <b>(58,001.44)</b> | <b>(57,997.59)</b> |
| 债权融资           | 10,935.60          | 33,801.91          | 8,946.95           | 30,699.66          | 18,236.41          |
| 股权融资           | (4,998.32)         | (1,280.15)         | (6,348.19)         | (7,680.27)         | (8,632.85)         |
| 其他             | (1,784.27)         | (27,592.92)        | 0.00               | 0.00               | (0.00)             |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>4,153.01</b>    | <b>4,928.84</b>    | <b>2,598.77</b>    | <b>23,019.39</b>   | <b>9,603.56</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>4,235.73</b>    | <b>653.11</b>      | <b>(4,507.32)</b>  | <b>913.66</b>      | <b>1,092.87</b>    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2022              | 2023              | 2024E             | 2025E             | 2026E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>192,680.64</b> | <b>180,998.88</b> | <b>183,232.32</b> | <b>194,653.09</b> | <b>208,313.93</b> |
| 营业成本             | 166,699.42        | 154,539.72        | 153,814.69        | 160,347.18        | 168,808.06        |
| 营业税金及附加          | 2,363.36          | 1,870.38          | 1,893.46          | 2,011.48          | 2,152.65          |
| 销售费用             | 30.60             | 31.50             | 31.89             | 33.88             | 36.26             |
| 管理费用             | 1,753.09          | 2,024.65          | 1,832.32          | 1,946.53          | 2,083.14          |
| 研发费用             | 601.78            | 740.71            | 732.93            | 778.61            | 833.26            |
| 财务费用             | 7,551.39          | 6,710.63          | 6,563.38          | 7,142.13          | 7,698.49          |
| 资产/信用减值损失        | (3,742.58)        | (2,033.48)        | (1,800.00)        | (400.00)          | (400.00)          |
| 公允价值变动收益         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 投资净收益            | 1,400.46          | 1,585.03          | 6,400.00          | 2,000.00          | 2,000.00          |
| 其他               | 3,727.34          | 240.77            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>营业利润</b>      | <b>12,295.78</b>  | <b>15,288.96</b>  | <b>22,963.65</b>  | <b>23,993.28</b>  | <b>28,302.08</b>  |
| 营业外收入            | 479.06            | 895.95            | 591.20            | 655.40            | 714.18            |
| 营业外支出            | 2,523.99          | 514.89            | 1,125.69          | 1,388.19          | 1,009.59          |
| <b>利润总额</b>      | <b>10,250.84</b>  | <b>15,670.01</b>  | <b>22,429.16</b>  | <b>23,260.49</b>  | <b>28,006.68</b>  |
| 所得税              | 3,384.41          | 3,697.77          | 5,292.78          | 5,256.35          | 6,048.81          |
| <b>净利润</b>       | <b>6,866.44</b>   | <b>11,972.24</b>  | <b>17,136.38</b>  | <b>18,004.14</b>  | <b>21,957.86</b>  |
| 少数股东损益           | 4,041.77          | 6,363.65          | 5,997.73          | 9,002.07          | 10,978.93         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2,824.66</b>   | <b>5,608.59</b>   | <b>11,138.65</b>  | <b>9,002.07</b>   | <b>10,978.93</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.16              | 0.31              | 0.62              | 0.50              | 0.62              |

| 主要财务比率         | 2022     | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 营业收入           | 14.56%   | -6.06%  | 1.23%   | 6.23%   | 7.02%   |
| 营业利润           | -876.70% | 24.34%  | 50.20%  | 4.48%   | 17.96%  |
| 归属于母公司净利润      | -253.07% | 98.56%  | 98.60%  | -19.18% | 21.96%  |
| <b>获利能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 毛利率            | 13.48%   | 14.62%  | 16.05%  | 17.62%  | 18.96%  |
| 净利率            | 1.47%    | 3.10%   | 6.08%   | 4.62%   | 5.27%   |
| ROE            | 6.27%    | 11.50%  | 19.91%  | 14.79%  | 16.24%  |
| ROIC           | 4.47%    | 5.51%   | 6.39%   | 6.24%   | 6.51%   |
| <b>偿债能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 73.29%   | 73.92%  | 73.40%  | 73.89%  | 73.47%  |
| 净负债率           | 184.84%  | 206.10% | 204.40% | 215.66% | 213.13% |
| 流动比率           | 0.49     | 0.41    | 0.33    | 0.32    | 0.28    |
| 速动比率           | 0.44     | 0.38    | 0.29    | 0.29    | 0.25    |
| <b>营运能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 8.93     | 8.08    | 8.49    | 8.49    | 8.35    |
| 存货周转率          | 28.87    | 32.70   | 32.78   | 32.46   | 33.79   |
| 总资产周转率         | 0.48     | 0.42    | 0.39    | 0.38    | 0.37    |
| <b>每股指标(元)</b> |          |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.16     | 0.31    | 0.62    | 0.50    | 0.62    |
| 每股经营现金流        | 2.21     | 2.39    | 2.61    | 2.01    | 2.77    |
| 每股净资产          | 2.53     | 2.73    | 3.14    | 3.41    | 3.79    |
| <b>估值比率</b>    |          |         |         |         |         |
| 市盈率            | 34.54    | 17.39   | 8.76    | 10.84   | 8.89    |
| 市净率            | 2.17     | 2.00    | 1.74    | 1.60    | 1.44    |
| EV/EBITDA      | 7.52     | 8.63    | 8.41    | 9.36    | 9.10    |
| EV/EBIT        | 12.51    | 14.75   | 13.24   | 14.87   | 13.74   |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |