

公用事业

2024 年 10 月 25 日

国电电力 (600795)

——火电增速环比回升 川内水电增速放缓

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 10 月 24 日

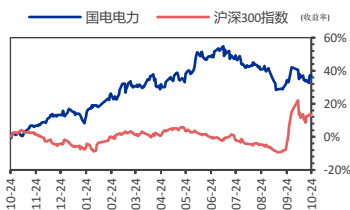
收盘价 (元)	5.24
一年内最高/最低 (元)	6.15/3.50
市净率	1.7
息率 (分红/股价)	1.34
流通 A 股市值 (百万元)	93,459
上证指数/深证成指	3,280.26/10,441.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.22
资产负债率%	72.73
总股本/流通 A 股 (百万)	17,836/17,836
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：公司发布 2024 年三季报。**1-9 月公司实现营业收入 1338.62 亿元，同比减少 2.79%。归属于上市公司股东的净利润 91.91 亿元，同比增长 63.41%，扣非归母净利润 46.55 亿元，同比减少 12.49%，下降原因主要系计提大兴川水电站等资产减值 8.81 亿元及信用减值 4.35 亿元。公司三季度归母净利润 24.75 亿元，同比下降 6.47%，业绩略低于我们的预期。
- **火电发电量增速降幅收窄，煤价回落带来盈利能力提升。**3Q24 平均上网电价 410.48 元/兆瓦时，同比去年 410.84 元/兆瓦时基本持平。电量方面，3Q24 公司上网电量达 1267.26 亿千瓦时，同比增长 1.24%，发电增速环比上半年出现回落。其中火电上网电量 964.13 亿千瓦时，同比微降 0.57%，迎峰度夏期间火电肩负保供重任，Q3 公司火电发电增速降幅较上半年有所收窄。成本端，3Q24 秦皇岛 5500 大卡动力煤现货均价为 848 元/吨，同比 3Q23 下降 18 元/吨。在燃煤成本端持续下降，火电发电量发电增速环比回升的背景下，三季度火电边际持续改善。
- **三季度水电增速放缓，双江口投产在即有望增厚收益。**3Q24 公司水电上网电量为 227.81 亿千瓦时，同比增长 1.80%，增速环比上半年迅速收窄，主要系三季度四川省来水量较常年同期均有所减少，导致 Q3 公司在四川的水电上网电量仅同比增长 0.29%至 186.79 亿千瓦时。展望未来，双江口水电站计划于 2024 年 11 月开闸蓄水，首批机组有望于明年投产发电，有望带动明年水电电量实现阶梯式提升。公司年内宣布投资建设大渡河老鹰岩二级水电站、霍山抽水蓄能电站项目。看好公司优质项目建设投产后驱动公司盈利规模稳定成长。
- **Q3 新能源装机加速，能源结构持续优化。**3Q24 公司风电上网电量为 41.63 亿千瓦时，同比增长 5.44%，增速环比较慢的原因主要系 7-8 月来风情况延续上半年整体不佳趋势。9 月起来风情况好转，全国风电发电增速同比增长 31.6%。如 4Q24 风电旺季的来风情况好转，有望带动公司风电上网电量快速回升。光伏上网电量为 33.68 亿千瓦时，同比高增 78.62%，装机量高增带动上网电量快速增长。2024-2025 年公司新能源发展迎来提质加速阶段，3Q24 公司新能源控股装机容量增加 153.83 万千瓦，总装机量达到 2114.37 万千瓦，风光装机占公司总装机量比例达到 19.6%。公司新能源项目储备丰富，有望长期支撑公司业绩增长。
- **利率下降财务费用降低，增厚公司业绩。**国内利率水平持续下降，五年期 LPR 于 2 月、7 月及 10 月分别下调 25、10、25 个 BP，年内共下调 60BP。公司在建工程规模持续提升，资产负债率较高，利率水平下降有利于公司减轻财务压力。1-9 月公司财务费用 47.28 亿元，同比减少 2.87 亿元，利息支出下降对公司业绩形成显著增厚。
- **盈利预测与评级：**我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 109.91、93.00、98.31 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9、10、10 倍。公司火电成本优势显著，充沛的现金流保障公司 2024-2025 年新能源装机放量及长期水电项目的投资建设，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价高波动、来水不及预期、新能源装机不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	180,999	133,862	183,573	190,848	202,250
同比增长率 (%)	-7.0	-2.8	1.4	4.0	6.0
归母净利润 (百万元)	5,609	9,191	10,991	9,300	9,831
同比增长率 (%)	98.8	63.4	96.0	-15.4	5.7
每股收益 (元/股)	0.31	0.52	0.62	0.52	0.55
毛利率 (%)	14.6	14.8	19.4	19.6	19.9
ROE (%)	11.5	16.0	18.5	14.7	14.4
市盈率	17		9	10	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	192,681	180,999	183,573	190,848	202,250
其中: 营业收入	192,681	180,999	183,573	190,848	202,250
减: 营业成本	166,699	154,540	148,023	153,503	162,014
减: 税金及附加	2,363	1,870	1,897	1,972	2,090
主营业务利润	23,619	24,589	33,653	35,373	38,146
减: 销售费用	31	32	32	33	35
减: 管理费用	1,753	2,025	2,053	2,135	2,262
减: 研发费用	602	741	751	781	828
减: 财务费用	7,551	6,711	6,424	6,407	6,601
经营性利润	13,682	15,080	24,393	26,017	28,420
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-96	-492	-450	-450	-450
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-3,646	-1,542	-1,642	-958	-1,000
加: 投资收益及其他	2,028	2,173	7,588	2,588	2,588
营业利润	12,296	15,289	29,956	27,265	29,626
加: 营业外净收入	-2,045	381	450	450	450
利润总额	10,251	15,670	30,406	27,715	30,076
减: 所得税	3,384	3,698	7,022	7,715	8,704
净利润	6,866	11,972	23,384	20,001	21,373
少数股东损益	4,042	6,364	12,394	10,700	11,541
归属于母公司所有者的净利润	2,825	5,609	10,991	9,300	9,831
全面摊薄总股本	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836
每股收益 (元)	0.16	0.31	0.62	0.52	0.55

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。