

公司研究 | 点评报告 | 国电电力（600795.SH）

清洁能源偏弱限制业绩，着眼水电扩产周期开启

报告要点

四季度公司火电上网电量同比减少 1.45%，但得益于成本端煤价回落，四季度火电经营业绩或维持稳健表现。四季度水电电量偏弱或使得水电业绩或存在较大压力。新能源方面，公司四季度风电和光伏上网电量分别同比增长 9.78%和 84.57%，上网电价预计延续回落，新能源业绩或同样承压。综合影响下，公司四季度预计实现归母净利润 3.09 亿元至 6.59 亿元，较上年同期亏损 0.16 亿元扭亏为盈。考虑到 2023 年四季度单季减值 19.53 亿元，四季度经营性业绩依然同比有所承压。预计全年归母净利润 95 亿元至 98.5 亿元，同比增长 69.38%至 75.62%。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

国电电力（600795.SH）

清洁能源偏弱限制业绩，着眼水电扩产周期开启

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2024 年年度业绩预告公告：公司预计 2024 年实现归母净利润 95 亿元至 98.5 亿元，同比增长（法定披露数据）69.38%至 75.62%；扣非归母净利润 39 亿元至 42.5 亿元，同比减少（法定披露数据）12.73%至 19.92%。

事件评论

- **火电电量表现偏弱，成本护航火电业绩。**四季度公司火电完成上网电量 864.35 亿千瓦时，同比减少 1.45%。电价方面，四季度公司平均上网电价为 435.65 元/兆瓦时，同比微降 0.16%。在电量、电价均偏弱的影响下，预计四季度公司火电业务收入或略有承压。成本方面，四季度秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值为 822.60 元/吨，较去年同期下降约 135.10 元/吨，同比降幅 14.11%。但公司作为国家能源集团最大的优势在于高比例的长协煤，因此公司成本降幅相对较窄。**整体来看，虽然公司火电电量有所回落，但成本端降低或将依然可以缓解电量压力，公司四季度火电板块业绩或维持稳健表现。**
- **来水及风能出力偏弱，清洁能源业绩承压。**四季度来水丰枯急转，公司四季度完成水电上网电量 119.99 亿千瓦时，同比减少 13.85%。**在电量显著偏弱的影响下，公司四季度水电业务业绩存在较大经营业绩压力。**新能源方面，今年以来，公司新增新能源装机 431.92 万千瓦，截至 2024 年末，公司控股新能源装机 2215.43 万千瓦，同比增长 23.83%，其中风电装机达到 983.98 万千瓦，同比增长 5.88%，光伏装机达到 1231.45 万千瓦，同比增长 43.20%。单四季度，公司风电和光伏分别新增装机 30.75 万千瓦和 70.31 万千瓦，但由于单季度来风依然偏弱，公司四季度风电完成上网电量 54.05 亿千瓦时，同比增长 9.78%，增速弱于装机增速，即风电利用小时数或有明显回落；光伏完成上网电量 31.53 亿千瓦时，同比增长 84.57%。电价方面，受平价项目大幅增长叠加市场化持续推进影响，公司新能源平均上网电价预计将延续回落，市场化电价较基准价折价幅度或将也有增加。**整体来看，由于公司新能源电量主力的风电来风偏弱，叠加市场化电价承压，因此公司四季度新能源业绩或同样存在一定经营业绩压力。**
- 受清洁能源表现偏弱的影响，公司四季度预计实现归母净利润 3.09 亿元至 6.59 亿元，较上年同期亏损 0.16 亿元扭亏为盈；扣非归母净利润为-7.55 亿元至-4.05 亿元，上年同期则为-4.49 亿元。考虑到 2023 年四季度单季减值 19.53 亿元，若将其加回，则公司 2024 年四季度业绩表现同比依然有所承压，单季度表现偏弱或同样存在非经营因素（减值、额外成本费用计提等）影响。但得益于公司二季度完成国电建投的出售，公司预计全年实现归母净利润 95 亿元至 98.5 亿元，同比增长 69.38%至 75.62%。
- **投资建议：**公司 352 万千瓦水电机组将于 2025 年下半年开启投产周期，中期展望来看公司业绩展望依然趋势性向好，公司仍是行业内水火并举、稳健增长的价值资产，建议淡化短期着眼长期成长。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.54 元、0.40 元和 0.44 元，对应 PE 分别为 7.78 倍、10.62 倍和 9.61 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.20
总股本(万股)	1,783,562
流通A股/B股(万股)	1,783,562/0
每股净资产(元)	3.22
近12月最高/最低价(元)	6.15/3.88

注：股价为 2025 年 1 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《成本提升限制单季业绩，着眼水电扩产周期开启》2024-10-27
- 《经营性收益表现优异，淡化短期着眼稳健成长》2024-08-20
- 《减值前置限制业绩表现，着眼长期水电成长价值》2024-07-10



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险：若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：2024 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	180999	176579	180961	190739	货币资金	19166	19187	19369	19711
营业成本	154540	151753	160065	167823	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	26459	24826	20895	22916	应收账款	22045	24061	26205	26778
%营业收入	15%	14%	12%	12%	存货	4976	5563	5553	6101
营业税金及附加	1870	1825	1870	1971	预付账款	3327	4553	4802	5035
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	9170	9456	10645	10029
销售费用	32	31	41	43	流动资产合计	58684	62819	66574	67654
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	15005	17005	17005	17005
管理费用	2025	2296	2352	2480	投资性房地产	103	103	103	103
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	270808	262358	315740	368635
研发费用	741	723	741	781	无形资产	10122	6399	6399	6399
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	838	838	838	838
财务费用	6711	6501	6385	6407	递延所得税资产	858	858	858	858
%营业收入	4%	4%	4%	3%	其他非流动资产	101481	119517	101575	74387
加: 资产减值损失	-1542	-1550	0	0	资产总计	457899	469898	509092	535879
信用减值损失	-492	-750	0	0	短期贷款	48944	46944	58444	64944
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	25974	27139	28884	29854
投资收益	1585	6859	2262	2384	预收账款	5	5	5	5
营业利润	15289	18568	12312	14191	应付职工薪酬	1274	1251	1319	1383
%营业收入	8%	11%	7%	7%	应交税费	2482	2421	2482	2616
营业外收支	381	200	200	200	其他流动负债	64341	57570	58748	60333
利润总额	15670	18768	12512	14391	流动负债合计	143020	135330	149882	159135
%营业收入	9%	11%	7%	8%	长期借款	175138	175456	194443	203860
所得税费用	3698	3451	3003	3454	应付债券	1697	1697	1697	1697
净利润	11972	15316	9509	10937	递延所得税负债	529	529	529	529
归属于母公司所有者的净利润	5609	9633	7050	7793	其他非流动负债	18088	21794	21794	21794
少数股东损益	6364	5683	2458	3144	负债合计	338473	334806	368345	387015
EPS (元)	0.31	0.54	0.40	0.44	归属于母公司所有者权益	48762	58744	61941	66914
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	70664	76348	78806	81950
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	119427	135091	140747	148864
经营活动现金流净额	42584	31554	31859	39153	负债及股东权益	457899	469898	509092	535879
取得投资收益收回现金	546	6859	2262	2384	基本指标				
长期股权投资	-2084	-2000	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-49609	-24841	-54300	-47395	每股收益	0.31	0.54	0.40	0.44
其他	4287	1863	0	0	每股经营现金流	2.39	1.77	1.79	2.20
投资活动现金流净额	-46860	-18118	-52037	-45011	市盈率	13.38	7.78	10.62	9.61
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.54	1.28	1.21	1.12
股权融资	1761	0	0	0	EV/EBITDA	7.98	8.14	9.70	8.97
银行贷款增加 (减少)	189953	-1682	30487	15917	总资产收益率	1.2%	2.1%	1.4%	1.5%
筹资成本	-14548	-8029	-10126	-9718	净资产收益率	11.5%	16.4%	11.4%	11.6%
其他	-172238	-3705	0	0	净利率	3.1%	5.5%	3.9%	4.1%
筹资活动现金流净额	4929	-13415	20361	6199	资产负债率	73.9%	71.3%	72.4%	72.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	654	21	183	342	总资产周转率	0.41	0.38	0.37	0.37

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。