

公用事业

2025 年 04 月 16 日

国电电力 (600795)

——火电盈利稳步提升 清洁能源贡献增长可期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 15 日

收盘价 (元)	4.59
一年内最高/最低 (元)	6.15/4.07
市净率	1.4
息率 (分红/股价)	3.49
流通 A 股市值 (百万元)	81,865
上证指数/深证成指	3,267.66/9,858.10

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	3.14
资产负债率%	73.40
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

投资要点：

- **事件：**1) 公司发布 2024 年年报，全年实现归母净利润 98.31 亿元，同比增加 75.3%，贴近业绩预告中业绩范围的上限，略低于我们此前的预期。2) 公司发布 2024 年年度利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 1.10 元 (含税)，预计分红金额 19.62 亿元。与中期 0.09 元/股合并计算，2024 年全年公司拟派发股利 0.20 元/股，占合并报表归属于上市公司股东净利润比例为 36.28%。以 4 月 15 日收盘价计算，公司全年股息率为 4.36%。
- **分板块看，**公司全年火电、水电、风光净利润分别为 100.51、19.94、19.23 亿元，分别同比变动 17.9%、-20.8%、-13.7%。公司控股装机容量为 11170 万千瓦，其中火电、水电、风电光伏装机容量分别为 7462.9、1495.06、2212.04 万千瓦。全年公司平均上网电价 429.82 元/兆瓦时，同比降低 1.82%。公司全年实现发电量 4594.52 亿度，同比增长 1.5%，剔除 2024 年 6 月转让国电建投股权影响，公司发电量同比增长 2.0%。
- **煤电成本优势突出，火电盈利能力进一步提升修复。**公司存量火电机组效率较高，燃煤成本低于行业平均水平。2024 年公司采购原煤 1.88 亿吨，其中长协煤总量 1.76 亿吨，占比 94%。2024 年公司燃料成本同比进一步下降，入炉标煤单价 922.17 元/吨，同比下降 12.79 元/吨，降幅 1.37%。火力发电机组平均供电煤耗为 293.40 克/度，同比下降 0.79 克/度。2025 年全国煤炭供需格局宽松，动力煤价格持续下降，公司燃料成本有望进一步下降。公司火电机组主要位于东部沿海地区、大型煤电基地和外送电通道附近，火电发电效率与上网电价有强支撑。成本端持续改善，叠加新机组持续投产，看好公司火电盈利进一步提升。
- **新能源资源再创新高，低基数下盈利有望回升。**2024 年公司获取新能源建设指标 1678.84 万千瓦，新增装机 428.53 万千瓦，其中风电增加 54.65 万千瓦，太阳能光伏增加 373.88 万千瓦。新机组投产运营带动新能源电量持续提升，2024 年公司风电发电量 201.75 亿度，同比增长 7.01%；光伏发电量 112.84 亿度，同比高增 95.89%。受新能源平价项目占比提升，风电、光伏上网电量同比有所下降。2024 年风电、光伏上网电价为 474.20、408.22 元/兆瓦时，同比下降 5.5% 及 15.1%。2024 年全国来风及光照资源不佳，公司风电、光伏平均利用小时分别同比下降 173、100 小时。量价均有压力，导致公司新能源盈利能力有所下滑。考虑到公司计划十四五期间新增 35GW 新能源装机，2025 年公司新能源发展有望加速，如来风及光照资源在低基数下有所改善，装机规模发电效率共同提升，公司新能源盈利规模将重新增长。
- **水电即将迎来投产高峰，贡献增量业绩可期。**2024 年公司水电利用小时数为 3978 小时，同比增长 292 小时，全年水电发电量 594.68 亿度，同比增长 7.93%。截至 2024 年末，公司核心水电资产大渡河约 424 万千瓦水电机组在建，2025-2026 年分别有望投产 136.50、215.50 万千瓦，其中双江口水电站计划于 2025 年底投产，可提高大渡河下游梯级电站枯期发电量。川渝特高压线路的打通将打开省内消纳空间，大渡河弃水现象有望改善。2024 年公司水电板块利润下降主因系计提大兴川电站在建工程减值，2025 年起随着金川、枕头坝二级、沙坪一级、双江口等水电站的陆续投产，公司水电中枢有望快速提升，持续为公司贡献增量业绩。
- **盈利预测与评级：**考虑到公司 2024 年新能源新增装机规模低于此前的预期，以及公司水电投产进度不及预期，我们下调公司 2025-2026 年公司清洁能源装机整体规模。我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 82.34、89.82 亿元 (前值为 93.00、98.31 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 98.14 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10、9、8 倍。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	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	180,999	179,182	183,328	189,770	199,557
同比增长率 (%)	-7.0	-1.0	2.3	3.5	5.2
归母净利润 (百万元)	5,609	9,831	8,234	8,982	9,814
同比增长率 (%)	98.8	75.3	-16.2	9.1	9.3
每股收益 (元/股)	0.31	0.55	0.46	0.50	0.55
毛利率 (%)	14.6	14.2	17.9	18.5	19.0
ROE (%)					
市盈率	15	8	10	9	8

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



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	180,999	179,182	183,328	189,770	199,557
其中: 营业收入	180,999	179,182	183,328	189,770	199,557
减: 营业成本	154,540	153,674	150,554	154,737	161,585
减: 税金及附加	1,870	1,872	1,915	1,983	2,085
主营业务利润	24,589	23,636	30,859	33,050	35,887
减: 销售费用	32	16	16	17	18
减: 管理费用	2,025	2,218	2,269	2,349	2,470
减: 研发费用	741	555	568	588	618
减: 财务费用	6,711	6,551	6,360	6,817	7,172
经营性利润	15,080	14,296	21,646	23,279	25,609
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-492	-783	-450	-450	-450
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1,542	-1,394	-1,500	-1,500	-1,500
加: 投资收益及其他	2,173	7,855	2,522	2,522	2,522
营业利润	15,289	20,025	22,268	23,902	26,232
加: 营业外净收入	381	424	400	400	400
利润总额	15,670	20,448	22,668	24,302	26,632
减: 所得税	3,698	3,805	6,200	6,691	7,390
净利润	11,972	16,643	16,467	17,612	19,242
少数股东损益	6,364	6,812	8,234	8,630	9,429
归属于母公司所有者的净利润	5,609	9,831	8,234	8,982	9,814

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@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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，可以向我们的销售员索取。

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。

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。