

国电电力 (600795.SH)

24 年年报点评：火电盈利持续修复，水电减值影响扣非利润，相较预告区间略超预期

国电电力发布 2024 年报，全年实现营业收入 1791.82 亿元，同比-1%；归母净利润 98.31 亿元，同比+75.29%；扣非归母净利润 46.66 亿元，同比-4.2%。

□ 转让国电建投，业绩大幅增长。公司 2024 年实现营业收入 1791.82 亿元，同比-1%；归母净利润 98.31 亿元，同比+75.29%；扣非归母净利润 46.66 亿元，同比-4.2%，主要由于水电计提较多减值，但相较业绩预告区间仍略超预期。其中，4Q24 实现营业收入 453.2 亿元，同比+4.69%；归母净利润 6.4 亿元，同比+4182.16%；扣非归母净利润 0.1 亿元，同比+102.32%。公司 24 年年度拟派发现金红利 0.11 元/股，叠加中期分红 0.09 元/股，分红总额 35.67 亿元，分红比例 36.28%。

□ 火电业绩持续修复，低碳化转型加速。24 年煤炭供需形势宽松带动煤价中枢继续回落，公司 24 年入炉标煤单价 922.17 元/吨，同比-12.79 元/吨，降幅 1.37%。火电板块实现归母净利润 41.15 亿元，测算度电归母净利润 0.012 元/千瓦时，同比+0.003 元/千瓦时，业绩持续修复。公司积极推进煤电“三改联动”，多台机组实现 20% 负荷深调能力，且 24 年供电煤耗同比降低 0.79 克/千瓦时至 293.40 克/千瓦时，低碳化转型成效显著。

□ 水电减值影响扣非利润，双江口水电站即将投产进一步贡献增量。受大兴川电站计提减值 8.31 亿元影响，2024 年公司水电板块实现归母净利润 12.42 亿元，测算度电归母净利润 0.021 元/千瓦时，同比-0.013 元/千瓦时，水电电价下降也与丰水期抢发的电量结构变化有关。24 年底蓄水情况较好，预计 1Q25 水电电量同比有较高增长，此外公司大渡河流域水电站 2025 年计划投产 136.5 万千瓦，也将带动未来水电业绩进一步增长。

□ 新能源装机节奏有所放缓。风电/光伏板块 24 年分别实现归母净利润 7.77/6.03 亿元，测算度电归母净利润分别为 0.040/0.054 元/千瓦时，同比下滑 0.015/0.075 元/千瓦时，主要由于平价项目并网规模扩大拉低电价。公司 24 年新增风光装机 428.53 万千瓦，装机节奏有所放缓。25 年公司规划投产火电/新能源装机规模分别为 764/641.59 万千瓦，有望持续贡献业绩增量。

□ 成本控制良好，投资收益大幅增长。2024 年公司实现毛利率 14.24%，同比-0.38pct；净利率为 9.29%，同比+2.67pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.01%/1.24%/0.31%/3.66%，同比-0.01pct/+0.12pct/-0.1pct/-0.05pct。公司 24 年实现投资收益 73.33 亿元，同比+362.64%，主因转让国电建投增厚投资收益，其中实现对联营企业投资收益 22.85 亿元，同比+47.5%，亦贡献可观利润增量。

□ 盈利预测与估值。煤炭供需宽松格局下煤价仍有下降空间，将进一步对冲电价下行风险；25 年新投产火电和新能源装机也将持续贡献利润增量；川渝特高压投产有望缓解水电消纳问题，大渡河在建水电站投产后，装机增长和增发效应也有望增厚水电盈利，25 年水电减值规模有望大幅下降；预计公司扣非利润保持平稳。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 68.70、80.38、96.68 亿元，同比增长-30%、17%、20%；当前股价对应 PE 分别为 11.9x、10.2x、

强烈推荐（维持）

周期/环保及公用事业

目标估值：NA

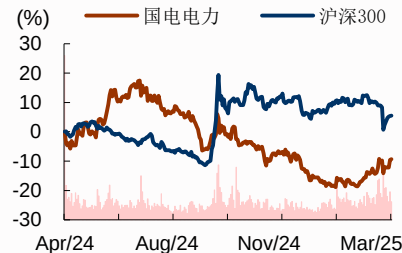
当前股价：4.59 元

基础数据

总股本（百万股）	17836
已上市流通股（百万股）	17836
总市值（十亿元）	81.9
流通市值（十亿元）	81.9
每股净资产（MRQ）	3.1
ROE（TTM）	17.5
资产负债率	73.4%
主要股东	国家能源投资集团有限责任公司
主要股东持股比例	50.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-11	-11
相对表现	15	-8	-17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《国电电力（600795）：火电电量同比增速修复，新能源装机提速》2024-10-25
- 2、《国电电力（600795）24 年中报点评：火电资产优化业绩更上一层楼，水绿齐头并进电量有望持续高增》2024-08-20
- 3、《国电电力（600795）24H1 业绩预告点评：股权转让完成增厚投资收益，水电电量修复新能源延续高增》2024-07-10

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

8.5x。预计公司 2025 年扣非归母净利润约为 46.79 亿元，同比+0.3%，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：燃料成本波动风险、上网电价波动、新能源扩容进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	180999	179182	194249	196149	205660
同比增长	-6%	-1%	8%	1%	5%
营业利润(百万元)	15289	20025	13829	16255	19622
同比增长	24%	31%	-31%	18%	21%
归母净利润(百万元)	5609	9831	6870	8038	9668
同比增长	99%	75%	-30%	17%	20%
每股收益(元)	0.31	0.55	0.39	0.45	0.54
PE	14.6	8.3	11.9	10.2	8.5
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	58684	62795	69788	67639	73150
现金	19166	15437	18215	15690	18828
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1406	1366	1481	1496	1568
应收款项	22045	28467	30861	31163	32674
其它应收款	2662	1193	1293	1306	1369
存货	4976	6148	6816	6799	7034
其他	8429	10184	11121	11185	11676
非流动资产	399215	431141	451045	469626	486967
长期股权投资	15005	16404	16404	16404	16404
固定资产	270808	293375	314376	333920	352109
无形资产商誉	11638	8510	7659	6893	6204
其他	101764	112853	112606	112409	112251
资产总计	457899	493936	520833	537265	560117
流动负债	143020	125901	144735	150033	159412
短期借款	48944	30413	78150	83579	91158
应付账款	32210	33717	37381	37287	38574
预收账款	819	869	964	961	994
其他	61046	60902	28241	28206	28686
长期负债	195453	236671	236671	236671	236671
长期借款	175138	209212	209212	209212	209212
其他	20315	27459	27459	27459	27459
负债合计	338473	362572	381406	386704	396083
股本	17836	17836	17836	17836	17836
资本公积金	980	934	934	934	934
留存收益	29946	37264	40567	46132	52906
少数股东权益	70664	75331	80091	85660	92359
归属于母公司所有者权益	48762	56034	59337	64901	71676
负债及权益合计	457899	493936	520833	537265	560117

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42584	55640	37700	39423	43322
净利润	11972	16643	11630	13607	16367
折旧摊销	18474	19242	21453	22776	24016
财务费用	6791	6521	6993	7061	7404
投资收益	(1585)	(7333)	(3285)	(3514)	(3891)
营运资金变动	7045	20753	910	(507)	(572)
其它	(113)	(188)	0	0	0
投资活动现金流	(46860)	(48745)	(38072)	(37842)	(37465)
资本支出	(49769)	(58096)	(41357)	(41357)	(41357)
其他投资	2910	9350	3285	3514	3891
筹资活动现金流	4929	(10242)	3150	(4106)	(2719)
借款变动	26679	(7098)	13710	5429	7579
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	437	(46)	0	0	0
股利分配	(2675)	(3745)	(3567)	(2473)	(2894)
其他	(19512)	647	(6993)	(7061)	(7404)
现金净增加额	653	(3347)	2778	(2525)	3138

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	180999	179182	194249	196149	205660
营业成本	154540	153674	170373	169946	175814
营业税金及附加	1870	1872	2030	2049	2149
营业费用	32	16	17	17	18
管理费用	2025	2218	2137	2158	2262
研发费用	741	555	602	608	637
财务费用	6711	6551	6993	7061	7404
资产减值损失	(1965)	(2126)	(1554)	(1569)	(1645)
公允价值变动收益	0	0	0	1	2
其他收益	588	522	566	571	599
投资收益	1585	7333	2719	2942	3291
营业利润	15289	20025	13829	16255	19622
营业外收入	896	850	921	930	975
营业外支出	515	426	462	466	489
利润总额	15670	20448	14289	16719	20109
所得税	3698	3805	2659	3111	3742
少数股东损益	6364	6812	4760	5570	6699
归属于母公司净利润	5609	9831	6870	8038	9668

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-6%	-1%	8%	1%	5%
营业利润	24%	31%	-31%	18%	21%
归母净利润	99%	75%	-30%	17%	20%
获利能力					
毛利率	14.6%	14.2%	12.3%	13.4%	14.5%
净利率	3.1%	5.5%	3.5%	4.1%	4.7%
ROE	12.0%	18.8%	11.9%	12.9%	14.2%
ROIC	4.6%	4.8%	4.1%	4.4%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	73.9%	73.4%	73.2%	72.0%	70.7%
净负债比率	57.6%	55.4%	55.2%	54.5%	53.6%
流动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	27.9	27.6	26.3	25.0	25.4
应收账款周转率	8.1	6.7	6.2	6.0	6.1
应付账款周转率	4.8	4.7	4.8	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.55	0.39	0.45	0.54
每股经营净现金	2.39	3.12	2.11	2.21	2.43
每股净资产	2.73	3.14	3.33	3.64	4.02
每股股利	0.12	0.20	0.14	0.16	0.20
估值比率					
PE	14.6	8.3	11.9	10.2	8.5
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.1	11.6	12.4	11.4	10.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。