

火电盈利向好，静待水电投产

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，实现营收 1791.8 亿元，同比减少 1.0%；实现归母净利润 98.3 亿元，同比增加 75.3%。Q4 单季度实现营收 453.2 亿元，环比减少 5.7%，归母净利润 6.4 亿元，环比减少 74.1%。
- **2024 年火电度电净利润达 2.9 分（同比+0.5 分）。**报告期内，公司火电板块实现净利润 100.5 亿元，实现归母净利润 41.1 亿元，公司火电控股装机新增 183.5 万千瓦；煤机利用小时数较去年同期下降 32 小时，煤电完成发电量 3661.7 亿千瓦时，同比下降 1.3%；电价方面，煤机平均上网电价达 457.5 元/兆瓦时，较去年下降 0.8%；燃料成本方面，随着煤炭市场供求关系改善，煤炭价格整体下行，公司长协煤总量 1.76 亿吨，约占 94%，入炉标煤量 1.2 亿吨，入炉标煤单价 922.2 元/吨，较上年下降 12.8 元/吨，降幅 1.4%；2024 年公司火电度电净利润为 2.9 分，同比增长 0.5 分。
- **新能源电价偏弱，业绩承压。**报告期内，公司风光实现净利润 19.2 亿元，实现归母净利润 13.8 亿元，同比下降 21.1%，主要系公司计提坏账准备及减值损失；新能源控股装机增加 428.5 万千瓦，其中风电增加 54.7 万千瓦，太阳能光伏增加 373.9 万千瓦，受新能源装机增加影响，报告期内公司风电发电量/上网电量同比分别+7.0%/+7.2%，光伏同比分别+95.6%/+93.1%；电价方面，公司风电板块平均上网电价 474.2 元/兆瓦时，同比下降 5.5%；光伏板块平均上网电价 408.2 元/兆瓦时，同比下降 15.1%。
- **减值影响水电净利润，在建装机 492 万千瓦。**报告期内，公司水电板块实现净利润 19.9 亿元，实现归母净利润 12.4 亿元，同比下降 33.3%，主要系公司对大兴川电站计提在建工程减值 8.3 亿元；报告期内发电量/上网电量同比分别+7.9%/+8.0%；电价方面，水电平均上网电价 240.6 元/千瓦时，同比下降 2.1%；截至 2024 年末公司在建水电项目 492.4 万千瓦，主要分布在四川、新疆等省份，包括大渡河流域 424 万千瓦、霍尔古吐水电站 42.7 万千瓦、滚哈布奇勒水电站 25.7 万千瓦。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 75.7/87.7/95.4 亿元，给予公司 25 年火电/水电/风光 1.2PB/20.0PE/16.0PE，预计总市值为 1091.0 亿元，目标价为 6.12 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价上行风险，新能源发展或不及预期，水电投产或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	179182.01	192196.87	198872.73	206976.20
增长率	-7.96%	7.26%	3.47%	4.07%
归属母公司净利润（百万元）	9831.02	7569.17	8771.97	9542.33
增长率	258.31%	-23.01%	15.89%	8.78%
每股收益 EPS（元）	0.55	0.42	0.49	0.54
净资产收益率 ROE	12.67%	11.29%	11.30%	11.41%
PE	8.3	10.8	9.3	8.6
PB	0.62	0.57	0.52	0.48

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：巢语欢
执业证号：S1250524090002
电话：021-58351923
邮箱：cyh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	178.36
流通 A 股(亿股)	178.36
52 周内股价区间(元)	4.11-6.07
总市值(亿元)	829.36
总资产(亿元)	4,939.36
每股净资产(元)	3.14

相关研究

1. 国电电力（600795）：水火业绩稳健，风光打开成长空间（2024-08-26）

盈利预测

火电业务关键假设：

假设 1：受公司新能源装高增影响，预计 2025-2027 年火电发电利用小时逐年下降，分别为 5078/5028/4978 小时；

假设 2：受市场化电价和容量电价影响，预计 2025-2027 年煤机平均上网电价略微下降，维持在 0.4529 元/千瓦时；

假设 3：预计 2025-2027 年煤机装机容量分别为 76/78/81GW。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
火电	收入	151438	162632	165735	169814
	增速	-1.4%	7.4%	1.9%	2.5%
	毛利率	9.5%	13.9%	14.6%	15.4%
水电	收入	12650	13435	14268	15153
	增速	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
	毛利率	49.4%	48.6%	49.0%	48.8%
风光	收入	12348	14807	17546	20686
	增速	15.3%	19.9%	18.5%	17.9%
	毛利率	36.6%	35.6%	34.6%	33.6%
科技环保	收入	1421	1493	1568	1646
	增速	4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	3.9%	5.1%	4.5%	4.8%
其他	收入	1323	1323	1323	1323
	增速	-32.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-83.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	179182	192197	198873	206976
	增速	-1.0%	7.3%	3.5%	4.1%
	毛利率	14.2%	18.0%	18.9%	19.7%

数据来源：Wind，西南证券

分部估值

对于公司火电业务，我们整体给予 25 年 1.2 倍 PB，得到火电板块目标市值 359.4 亿元。根据公司 2024 年年报披露的数据，考虑分部间抵销和权益占比，可测算出公司火电板块归母净资产合计约为 299.5 亿元，三家火电可比公司平均 PB 为 1.18 倍，出于保守，我们整体给予公司火电板块 2025 年 1.2 倍 PB，得到板块目标市值 359.4 亿元。

对于公司水电业务，我们给予 25 年 20.0 倍 PE，得到水电板块目标市值 376.2 亿元。根据我们对未来公司各业务板块分部利润的预测拆分，预计 2025 年公司水电业务归母净利润

润约为 18.8 亿元。三家水电可比公司 2025 年平均 PE 为 18.8 倍，考虑到公司水电在建装机 492 万千瓦，核心资产国能大渡河 2025 年将迈入新一轮投产周期，我们给予公司水电板块 2025 年 20.0 倍 PE，得到板块目标市值 376.2 亿元。

对于公司风光业务，我们给予 25 年 16.0 倍 PE，得到风光板块目标市值 355.4 亿元。根据我们对未来公司各业务板块分部利润的预测拆分，预计 2025 年公司风光业务归母净利润约为 22.2 亿元，三家风光可比公司 2025 年平均 PE 为 16.1 倍，考虑到公司新能源装机规划，我们给予公司风光板块 16.0 倍 PE，得到板块目标市值 355.4 亿元。

综合公司三大业务板块，我们预计公司 2025 年总市值为 1091.0 亿元，对应目标价 6.12 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB（倍）
			24A/E	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E	
600027.SH	华电国际	5.64	0.56	0.65	0.70	0.74	10.06	8.72	8.03	7.63	1.36
600023.SH	浙能电力	5.69	0.58	0.63	0.69	-	9.87	9.06	8.30	-	1.06
000543.SZ	皖能电力	7.54	0.86	1.01	1.08	-	8.79	7.46	6.98	-	1.11
平均							9.57	8.41	7.77	7.63	1.18
600900.SH	长江电力	29.4	1.43	1.49	1.80	-	20.57	19.69	16.31	-	3.49
600025.SH	华能水电	9.35	0.46	0.52	0.56	-	20.16	18.14	16.80	-	2.90
600236.SH	桂冠电力	6.52	0.31	0.35	0.38	-	21.11	18.59	17.31	-	3.15
平均							20.61	18.81	16.81	-	3.18
600905.SH	三峡能源	4.32	0.25	0.28	0.31	-	17.39	15.28	13.77	-	1.44
001289.SZ	龙源电力	16.75	0.76	0.82	0.89	0.96	20.70	20.46	18.72	17.36	1.91
601016.SH	节能风电	2.88	0.21	0.23	0.25	0.25	15.43	12.53	11.58	11.69	1.08
平均							17.84	16.09	14.69	14.53	1.48
600795.SH	国电电力	4.65	0.31	0.42	0.49	0.54	13.23	10.96	9.45	8.69	1.48

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 4 月 16 日收盘数据）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	179182.01	192196.87	198872.73	206976.20	净利润	16643.03	16090.26	17679.19	19576.97
营业成本	153674.14	157600.07	161355.52	166260.12	折旧与摊销	19242.50	27496.21	29259.67	31265.08
营业税金及附加	1872.17	2012.51	2052.30	2150.81	财务费用	6551.29	7922.76	8610.82	9363.32
销售费用	15.85	26.21	25.63	24.40	资产减值损失	-1393.71	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	2218.12	2147.36	2276.32	2382.39	经营营运资本变动	2977.17	1520.87	-1007.92	-575.44
财务费用	6551.29	7922.76	8610.82	9363.32	其他	11619.34	-540.34	440.14	-857.24
资产减值损失	-1393.71	-1000.00	-1000.00	-1000.00	经营活动现金流净额	55639.61	51489.75	53981.89	57772.69
投资收益	7332.99	1500.00	1500.00	2000.00	资本支出	-29211.79	-50000.00	-55000.00	-60000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-19533.50	1575.52	1490.76	2003.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-48745.29	-48424.48	-53509.24	-57996.92
营业利润	20024.51	22987.97	25052.14	27795.16	短期借款	-18531.96	-2097.23	-8142.00	-2843.50
其他非经营损益	423.84	-1.89	203.84	171.93	长期借款	34073.72	17000.00	18000.00	19000.00
利润总额	20448.35	22986.08	25255.99	27967.09	股权融资	-45.86	0.00	0.00	0.00
所得税	3805.32	6895.83	7576.80	8390.13	支付股利	0.00	-4915.51	-3784.58	-4385.98
净利润	16643.03	16090.26	17679.19	19576.97	其他	-25737.55	-9269.58	-5878.49	-10735.93
少数股东损益	6812.01	8521.09	8907.23	10034.64	筹资活动现金流净额	-10241.65	717.68	194.93	1034.58
归属母公司股东净利润	9831.02	7569.17	8771.97	9542.33	现金流量净额	-3347.61	3782.95	667.59	810.35
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15436.73	19219.69	19887.27	20697.62	成长能力				
应收和预付款项	34244.89	33202.29	34497.77	36365.24	销售收入增长率	-7.96%	7.26%	3.47%	4.07%
存货	6148.36	5806.13	5994.94	6245.24	营业利润增长率	30.97%	14.80%	8.98%	10.95%
其他流动资产	6965.29	6123.88	6596.89	6896.09	净利润增长率	39.01%	-3.32%	9.88%	10.73%
长期股权投资	16403.93	16403.93	16403.93	16403.93	EBITDA 增长率	13.20%	27.48%	7.73%	8.74%
投资性房地产	186.53	158.80	168.05	164.97	获利能力				
固定资产和在建工程	381527.59	404279.90	430268.75	459252.18	毛利率	14.24%	18.00%	18.86%	19.67%
无形资产和开发支出	8509.64	8322.74	8135.84	7948.94	三费率	4.90%	5.25%	5.49%	5.69%
其他非流动资产	24513.34	24451.71	24390.09	24328.47	净利率	9.29%	8.37%	8.89%	9.46%
资产总计	493936.29	517969.09	546343.54	578302.69	ROE	12.67%	11.29%	11.30%	11.41%
短期借款	30412.54	28315.30	20173.30	17329.80	ROA	3.37%	3.11%	3.24%	3.39%
应付和预收款项	37606.16	37186.28	38513.99	39764.57	ROIC	6.01%	5.70%	5.83%	6.02%
长期借款	209211.69	226211.69	244211.69	263211.69	EBITDA/销售收入	25.57%	30.39%	31.64%	33.06%
其他负债	85341.15	83716.31	87010.44	86371.54	营运能力				
负债合计	362571.55	375429.59	389909.43	406677.60	总资产周转率	0.38	0.38	0.37	0.37
股本	17835.62	17835.62	17835.62	17835.62	固定资产周转率	0.64	0.65	0.65	0.65
资本公积	934.33	934.33	934.33	934.33	应收账款周转率	6.86	6.97	7.22	7.11
留存收益	35244.74	37898.40	42885.79	48042.13	存货周转率	26.91	25.81	26.71	26.57
归属母公司股东权益	56034.22	58687.88	63675.26	68831.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.66%	—	—	—
少数股东权益	75330.53	83851.62	92758.85	102793.49	资本结构				
股东权益合计	131364.75	142539.50	156434.11	171625.09	资产负债率	73.40%	72.48%	71.37%	70.32%
负债和股东权益合计	493936.29	517969.09	546343.54	578302.69	带息债务/总负债	66.29%	67.99%	67.99%	69.16%
					流动比率	0.50	0.53	0.57	0.61
					速动比率	0.45	0.48	0.52	0.55
					股利支付率	0.00%	64.94%	43.14%	45.96%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	45818.30	58406.94	62922.63	68423.56	每股收益	0.55	0.42	0.49	0.54
PE	8.33	10.82	9.33	8.58	每股净资产	7.37	7.99	8.77	9.62
PB	0.62	0.57	0.52	0.48	每股经营现金	3.12	2.89	3.03	3.24
PS	0.46	0.43	0.41	0.40	每股股利	0.00	0.28	0.21	0.25
EV/EBITDA	6.92	5.60	5.38	5.15					
股息率	0.00%	6.00%	4.62%	5.36%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn