公用事业 | 电力

非金融|公司点评报告

2025 年 04 月 18 日

国电电力(600795.SH)

——业绩符合预期 水火进入投产期

投资评级： 增持（维持）

证券分析师

查浩

SAC：S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC：S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

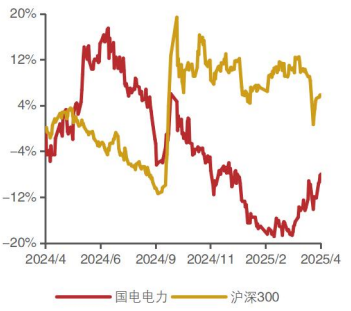
邓思平

SAC：S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 04 月 17 日
收盘价（元）	4.66
一年内最高/最低（元）	6.15/4.07
总市值（百万元）	83,113.98
流通市值（百万元）	83,113.98
总股本（百万股）	17,835.62
资产负债率（%）	73.40
每股净资产（元/股）	3.14

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：1）公司发布 2024 年度报告，**2024 年全年实现营收 1791.82 亿元，同比减少 1.00%；归母净利润 98.31 亿元，同比增长 75.29%；扣非后归母净利润 46.66 亿元，同比下降 4.2%。单四季度实现营收 453.2 亿元，同比增长 4.69%；归母净利润 6.4 亿元，2023 年同期亏损 0.16 亿元；扣非后归母净利润 0.1 亿元，2023 年同期亏损 4.49 亿元。**公司 2024 年归母净利润处于业绩预告上限。2）公司发布 2024 年利润分配方案，**拟每股派息 0.11 元（含税），考虑 2024 年中期每股派息 0.09 元（含税）后，2024 年累计分红占归母净利润 36.28%。

- **2024 年业绩大增系转让资产，扣非业绩下滑系减值。**公司 2024 年归母净利润业绩大幅增长 75%主要系转让国电建投 50%股权，获得一次性投资收益约 46 亿元。扣非后归母净利润下滑 2.04 亿元，主要系 2024 年减值 21.77 亿元，较 2023 年增加 1.43 亿元减值，另外 2024 年上半年国电建投几乎无煤矿业务收入，导致公司煤炭板块全年亏损 7.94 亿元，拖累全年业绩。2024 年单四季度业绩大幅增长主要系公司在二季度计提资产减值，减轻四季度利润压力，剔除减值影响后，2024 与 2023 年单四季度利润总额无明显差异。

- 分电源看，公司火电、水电、风电、光伏净利润分别为 100.5、19.94、10.56、8.67 亿元，较 2023 年分别变动+15.26、-4.95、-2.78、-0.29 亿元。火电利润增长主要受益于煤价下跌，公司 2024 年全年入炉标煤 922.17 元/吨，同比下降 12.79 元/吨，测算公司 2024 年火电度电净利润为 2.9 分/千瓦时，较 2023 年增加 0.47 分/千瓦时。水电利润下滑主要系大兴川水电站计提 8.31 亿减值。风电利润下滑或主要系 2024 年小风年影响，光伏利润下滑主要系计提 3.5 亿固定资产减值。值得注意的是，公司在年报中披露 2024 年风能利用率 90.82%、光伏利用率 88.3%，新能源利用率下降或与入市比例提升有关。

- 装机方面，截至 2024 年底，公司控股装机 11170 万千瓦，其中火电、水电、风电、光伏分别为 7463、1495、984、1228 万千瓦，较 2023 年分别变动+184、0、+55、+374 万千瓦。电量方面，公司 2024 年完成上网电量 4367 亿千瓦时，同比增长 1.59%，其中火电、水电、风电、光伏分别为 3470、590、195、111 亿千瓦时，公司电量增长主要受益于大渡河来水改善以及光伏装机增长。电价方面，公司 2024 年上网电价为 429.82 元/兆瓦时，较 2023 年下降 7.97 元/兆瓦时，其中火电（煤电）、水电、风电、光伏分别为 457.52、240.59、474.2、408.22 元/兆瓦时，分别较 2023 年下降 3.76、5.11、27.73、72.66 元/兆瓦时。

- **国能集团常规能源整合平台，预计 2025-2026 年投产 8GW 火电、4GW 水电。**公司为国家能源集团常规能源整合平台，享受集团内火电、水电项目的优先发展权以及收并购权。截至 2023 年底，集团已投产未上市火电约 80GW、水电 8GW（含在建）。目前公司在建 8.4GW 火电、4.9GW 水电，预计将在 2025-2026 年投产 8GW 火电与 4GW 水电，新增火电资产为发达城市的大功率机组，水电主要为四川大渡河流域机组（3.5GW）。公司计划 2025 年资本性支出 741 亿，与 2024 年基本相当，但 2025 年新能源资本性支出计划约 280 亿，较 2024 年减少 37 亿元。公司计划 2025 年新开工新能源 5.2GW，较 2024 年减少 3.4GW。在新能源全面入市前夕，公司对新能源态度的谨慎或体现其对项目回报率与股东利益的重视。另外，公司已于 4 月 14 日的董事会通过《关于制定<市值管理制度>的议案》。

- **盈利预测与评级：**预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 63.89、70.71、72.47 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 13、12、11 倍，**2024 年分红对应股息率 4.3%，维持“增持”评级。**

- **风险提示：电价不及预期，来水不及预期，煤价上涨超预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	180,999	179,182	171,384	174,539	173,445
同比增长率（%）	-7.02%	-1.00%	-4.35%	1.84%	-0.63%
归母净利润（百万元）	5,609	9,831	6,389	7,071	7,247
同比增长率（%）	98.80%	75.28%	-35.02%	10.69%	2.49%
每股收益（元/股）	0.31	0.55	0.36	0.40	0.41
ROE（%）	11.50%	17.54%	10.61%	10.92%	10.43%
市盈率（P/E）	14.82	8.45	13.01	11.75	11.47

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,437	7,125	5,031	5,364
应收票据及账款	30,181	23,688	24,124	23,972
预付账款	3,301	3,500	3,564	3,542
其他应收款	1,193	2,047	2,085	2,072
存货	6,148	5,410	5,478	5,421
其他流动资产	6,536	4,493	4,575	4,547
流动资产总计	**62,795**	**46,262**	**44,856**	**44,918**
长期股权投资	16,404	18,689	20,975	23,260
固定资产	298,416	324,383	357,194	395,560
在建工程	90,309	105,926	86,233	54,841
无形资产	7,034	6,897	6,756	6,613
长期待摊费用	1,232	986	739	493
其他非流动资产	17,745	17,698	17,548	17,399
非流动资产合计	**431,141**	**474,579**	**489,446**	**498,166**
资产总计	**493,936**	**520,841**	**534,302**	**543,084**
短期借款	30,413	31,413	30,413	28,413
应付票据及账款	33,717	31,107	31,498	31,175
其他流动负债	61,772	53,467	54,156	53,621
流动负债合计	**125,901**	**115,987**	**116,067**	**113,208**
长期借款	212,875	239,875	242,875	243,875
其他非流动负债	23,795	23,795	23,795	23,795
非流动负债合计	**236,671**	**263,671**	**266,671**	**267,671**
负债合计	**362,572**	**379,658**	**382,737**	**380,879**
股本	17,836	17,836	17,836	17,836
资本公积	934	934	934	934
留存收益	37,264	41,417	46,013	50,724
归属母公司权益	56,034	60,187	64,783	69,494
少数股东权益	75,331	80,996	86,782	92,711
股东权益合计	**131,365**	**141,183**	**151,565**	**162,205**
负债和股东权益合计	**493,936**	**520,841**	**534,302**	**543,084**

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	16,643	7,703	8,615	8,935
折旧与摊销	19,524	19,909	21,619	23,566
财务费用	6,551	6,691	7,114	7,141
投资损失	-7,333	-4,285	-4,285	-4,285
营运资金变动	18,300	-2,692	391	-587
其他经营现金流	1,955	5,187	5,289	5,289
经营性现金净流量	**55,640**	**32,513**	**38,742**	**40,059**
投资性现金净流量	**-48,745**	**-59,898**	**-33,247**	**-29,048**
筹资性现金净流量	**-10,242**	**19,073**	**-7,589**	**-10,678**
现金流量净额	**-3,348**	**-8,312**	**-2,094**	**333**

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**179,182**	**171,384**	**174,539**	**173,445**
营业成本	**153,674**	**149,461**	**151,337**	**149,785**
税金及附加	1,872	1,791	1,824	1,812
销售费用	16	25	26	25
管理费用	2,218	2,228	2,304	2,342
研发费用	555	531	541	537
财务费用	6,551	6,691	7,114	7,141
资产减值损失	-1,394	-514	-175	-173
信用减值损失	-783	-514	-175	-173
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	7,333	4,285	4,285	4,285
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	51	149	149	149
其他收益	522	579	579	579
营业利润	**20,025**	**14,644**	**16,060**	**16,469**
营业外收入	850	850	850	850
营业外支出	426	426	426	426
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**20,448**	**15,067**	**16,483**	**16,893**
所得税	3,805	3,013	3,626	3,717
净利润	**16,643**	**12,054**	**12,857**	**13,177**
少数股东损益	6,812	5,665	5,786	5,930
归属母公司股东净利润	**9,831**	**6,389**	**7,071**	**7,247**
EPS(元)	0.55	0.36	0.40	0.41

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-1.00%	-4.35%	1.84%	-0.63%
营业利润增长率	30.97%	-26.87%	9.67%	2.55%
归母净利润增长率	75.28%	-35.02%	10.69%	2.49%
经营现金流增长率	30.66%	-41.56%	19.16%	3.40%
盈利能力				
毛利率	14.24%	12.79%	13.29%	13.64%
净利率	9.29%	7.03%	7.37%	7.60%
ROE	17.54%	10.61%	10.92%	10.43%
ROA	1.99%	1.23%	1.32%	1.33%
估值倍数				
P/E	8.45	13.01	11.75	11.47
P/S	0.46	0.48	0.48	0.48
P/B	1.48	1.38	1.28	1.20
股息率	1.93%	2.69%	2.98%	3.05%
EV/EBITDA	9	10	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。