

# 国电电力 (600795.SH)

## 常规电源盈利稳定，储备项目持续释放增长空间

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	180,999	179,182	188,405	195,558	200,103
增长率 yoy (%)	-7.0	-1.0	5.1	3.8	2.3
归母净利润(百万元)	5,609	9,831	7,480	8,705	10,031
增长率 yoy (%)	98.8	75.3	-23.9	16.4	15.2
ROE (%)	10.0	12.7	10.0	10.3	10.6
EPS 最新摊薄(元)	0.31	0.55	0.42	0.49	0.56
P/E(倍)	14.8	8.5	11.1	9.5	8.3
P/B(倍)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 公司发布 2024 年报。2024 年, 公司实现营业收入 1791.82 亿元, 同比下降 1%; 实现归母净利润 98.31 亿元, 同比增长 75.29%; 基本每股收益为 0.551 元/股, 同比增加 75.48%; 加权平均 ROE 为 18.60%, 同比增加 6.76 个 pct; 现金分红总额 35.67 亿元, 现金分红比例 36.28%; 投资收益 73.33 亿元, 同比增长 363%, 其中主要来自转让国电建投内蒙古公司 50% 股权获得 46.38 亿元投资收益。

**燃料价格持续下行叠加流域来水转好, 常规电源夯实盈利基本盘。** 经营数据方面, 2024 年, 公司煤机/燃机/水电发电量为 3661.71/23.5/594.68 亿千瓦时, 同比-1.30%/+22.49%/+7.93%; 上网电价为 457.52/860.83/240.59 元/兆瓦时, 同比-0.82%/-4.18%/-2.08%; 对应利用小时数为 5178/2307/3978h, 同比-32/+424/293h。盈利数据方面, 公司火电(发电部分)/水电板块归母净利润为 41.15/12.42 亿元, 占比 41.9%/12.6%, 主要火电/水电控股子公司: 北京国电电力、国能大渡河净利率分别为 7.89%和 22.52%, 同比+1.17 个 pct/+2.67 个 pct。2024 年公司入炉标煤单价 922.17 元/吨, 同比下降 12.79 元/吨 (yoy-1.37%), 对冲小时数与电价下降影响, 叠加流域来水较去年同期改善明显, 常规电源盈利能力稳中有升, 保障公司业绩基本盘。

**新能源行业面临阶段性调整, 但仍具备相对优势毛利率。** 经营数据方面, 2024 年, 公司风电/光伏发电量 201.75/112.84 亿千瓦时, 同比+7.01%/+95.9%; 对应上网电价为 474.2/408.22 元/兆瓦时, 分别同比-5.52%/-15.11%; 对应利用小时数为 2122/1061h, 同比-174/-100h。盈利数据方面, 公司风电/光伏板块归母净利润为 7.77/6.03 亿元, 占比 7.9%/6.1%, 总体毛利率为 36.61%, 同比下降 7.68 个 pct。现阶段, 行业整体处于供需结构优化、政策驱动的理性调整阶段, 公司与行业阶段性回调趋势相符, 导致“量增价减”与毛利率收窄, 但随着装机增长, 新能源板块收益有望稳步提升。

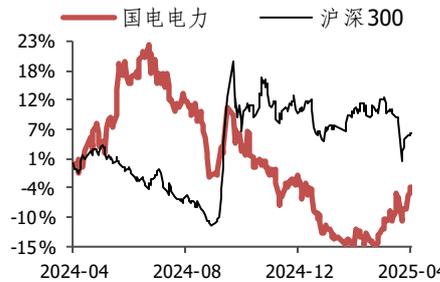
**各电源在建和储备项目丰富, 持续强化业绩增长确定性。** 截至 2024 年底, 公司在运装机 1.117 亿千瓦, 火电(煤机+燃机)占 66.8%、水电 13.4%、新能源(风光)占 19.8%; 公司新增煤机 183.5 万千瓦, 风电 54.65 万千瓦, 光伏 373.88 万千瓦, 新能源持续贡献业绩增量。此外, 公司具备常规电源明确的落地预期, 在建火电/水电项目 764/492.35 万千瓦, 其中, 大渡河流域

### 买入 (维持评级)

#### 股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 4 月 17 日收盘价(元)	4.66
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
流通股本(百万股)	17,835.62
近 3 月日均成交额(百万元)	701.06

#### 股价走势



#### 作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 何郭香池

执业证书编号: S1070523110002

邮箱: hgxc@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号: S1070521050001

邮箱: fycx@cgws.com

分析师 杨天放

执业证书编号: S1070524080003

邮箱: yangtianfang@cgws.com

#### 相关研究

- 《电量同环比增长, 单季度风光新增 1.54GW》2024-10-29
- 《24H1 水火盈利能力均提升, 煤矿资产转让获投资收益》2024-08-23
- 《煤电盈利能力领跑行业, 水风光高增量助力发展——公司深度报告(国电电力 600795.SH)》2024-06-14

在建 424 万千瓦水电机组，2025 年/2026 年预计分别投产 136.5/215.5 万千瓦，未来公司将深化流域统筹发展，推进“水风光储”一体化布局。新能源方面，公司积极应对行业政策与市场变化，持续压降开发建设成本，增强项目市场竞争力，2024 年公司境内获取新能源资源 1678.84 万千瓦，核准备案 1803.67 万千瓦。

**投资建议：**燃料成本持续下行致火电度电毛利修复，叠加流域来水改善水电利用小时数提升，常规电源业务保障公司业绩盈利基本盘。公司的水火风光各类电源均有丰富的在建和核准项目储备，将持续释放装机与业绩增长空间。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 1884.05、1955.58、2001.03 亿元，同比增长 5.1%、3.8%、2.3%；实现归母净利润 74.80、87.05、100.31 亿元，同比 -23.9%、+16.4%、+15.2%；对应 EPS 为 0.42、0.49、0.56 元，对应 PE 为 11.1X、9.5X、8.3X，维持“买入”评级。

**风险提示：**用电需求不及预期、煤价波动风险、来水不及预期风险、电价下降预期风险、政策推进不及预期风险、项目建设进度不及预期风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	58684	62795	62982	80379	106998
现金	19166	15437	22494	27981	66019
应收票据及应收账款	23451	29834	21409	34135	21465
其他应收款	2662	1193	2861	1347	2958
预付账款	3327	3301	3668	3565	3837
存货	4976	6148	5492	6445	5645
其他流动资产	5102	6883	7058	6907	7074
<b>非流动资产</b>	399215	431141	440052	441982	436750
长期股权投资	15005	16404	18904	20904	22904
固定资产	270843	293510	310607	320416	322416
无形资产	10800	7634	7207	6460	5672
其他非流动资产	102567	113593	103333	94201	85757
<b>资产总计</b>	457899	493936	503034	522361	543748
<b>流动负债</b>	143020	125901	118473	120699	124965
短期借款	48944	30413	30413	30413	30413
应付票据及应付账款	32210	33717	34619	35753	35361
其他流动负债	61866	61772	53441	54534	59191
<b>非流动负债</b>	195453	236671	238965	239893	238570
长期借款	176835	209933	212228	213155	211833
其他非流动负债	18618	26738	26738	26738	26738
<b>负债合计</b>	338473	362572	357438	360592	363535
少数股东权益	70664	75331	82225	89786	98349
股本	17836	17836	17836	17836	17836
资本公积	980	934	934	934	934
留存收益	28127	35245	46641	59577	74349
归属母公司股东权益	48762	56034	63371	71983	81864
<b>负债和股东权益</b>	457899	493936	503034	522361	543748

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	42584	55640	47371	29545	58117
净利润	11972	16643	14375	16266	18593
折旧摊销	18474	19242	18580	20481	22042
财务费用	6711	6551	7766	7630	6973
投资损失	-1585	-7333	-5000	-4000	-4000
营运资金变动	4798	18300	9320	-13035	12276
其他经营现金流	2214	2236	2330	2203	2232
<b>投资活动现金流</b>	-46860	-48745	-22433	-18356	-12755
资本支出	49769	58096	24990	20411	14811
长期投资	2851	987	-2500	-2000	-2000
其他投资现金流	59	8363	5057	4055	4056
<b>筹资活动现金流</b>	4929	-10242	-17880	-5703	-7323
短期借款	5895	-18532	0	0	0
长期借款	19566	33098	2294	927	-1322
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	296	-46	0	0	0
其他筹资现金流	-20829	-24762	-20175	-6631	-6000
<b>现金净增加额</b>	654	-3348	7058	5486	38039

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	180999	179182	188405	195558	200103
营业成本	154540	153674	160803	164900	167013
营业税金及附加	1870	1872	1961	2038	2085
销售费用	32	16	22	21	22
管理费用	2025	2218	2257	2369	2415
研发费用	741	555	646	649	671
财务费用	6711	6551	7766	7630	6973
资产和信用减值损失	-2033	-2177	-2387	-2258	-2288
其他收益	588	522	562	553	551
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1585	7333	5000	4000	4000
资产处置收益	68	51	57	55	56
<b>营业利润</b>	15289	20025	18181	20300	23242
营业外收入	896	850	865	860	862
营业外支出	515	426	455	446	449
<b>利润总额</b>	15670	20448	18590	20714	23654
所得税	3698	3805	4215	4448	5061
<b>净利润</b>	11972	16643	14375	16266	18593
少数股东损益	6364	6812	6895	7561	8562
<b>归属母公司净利润</b>	5609	9831	7480	8705	10031
EBITDA	40780	46134	44834	48715	52559
EPS (元/股)	0.31	0.55	0.42	0.49	0.56

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-7.0	-1.0	5.1	3.8	2.3
营业利润 (%)	24.9	31.0	-9.2	11.7	14.5
归属母公司净利润 (%)	98.8	75.3	-23.9	16.4	15.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	14.6	14.2	14.7	15.7	16.5
净利率 (%)	6.6	9.3	7.6	8.3	9.3
ROE (%)	10.0	12.7	10.0	10.3	10.6
ROIC (%)	5.2	6.2	5.8	6.1	6.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	73.9	73.4	71.1	69.0	66.9
净负债比率 (%)	218.5	214.8	185.7	167.5	130.5
流动比率	0.4	0.5	0.5	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.3	7.1	7.7	7.4	7.5
应付账款周转率	6.2	5.8	6.0	5.9	5.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.55	0.42	0.49	0.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.39	3.12	2.66	1.66	3.26
每股净资产 (最新摊薄)	2.73	3.14	3.45	3.84	4.30
<b>估值比率</b>					
P/E	14.8	8.5	11.1	9.5	8.3
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.2	9.6	9.6	9.0	7.8

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686