

国电电力（600795.SH）

优于大市

煤电盈利大幅增长，电源项目建设持续推进

核心观点

营业收入小幅下降，归母净利润大幅增长。2024年，公司实现营业收入1791.82亿元（-1.00%），归母净利润98.31亿元（+75.28%），扣非归母净利润46.66亿元（-4.20%）。营业收入同比下降原因：一是电价同比下降，2024年公司平均上网电价429.82元/MWh（-1.8%）；二是公司转让国电建投股权，不再纳入合并范围，煤炭板块收入同比下降。归母净利润同比增长原因：一是公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加；二是联营企业投资收益增加。

火电、水电项目建设推进，推动业绩规模进一步增加。2024年公司稳步推进常规能源开发，全年火电新增装机183.50万千瓦，主要包括新投385万千瓦，转让国电建投减少132万千瓦，邯郸热电厂退城进郊项目减少22万千瓦；截至2024年公司在建火电项目835万千瓦，2025年计划火电核准备案200万千瓦，开工147万千瓦，投产764万千瓦；在建水电项目492.35万千瓦，2024年大渡河老鹰岩二级水电站、新疆和静抽水蓄能电站和滚哈布奇勒水电站、察汗乌苏生态电站等一批项目获批开工，大渡河流域水电站2025、2026年分别计划投产136.50、215.50万千瓦。

新能源稳步发展，装机规模持续增长。2024年，公司新增新能源装机428.53万千瓦，其中其中风电增加54.65万千瓦，光伏增加373.88万千瓦。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，为后续项目建设投产提供坚实保障。2025年，公司计划新能源核准备案1141.81万千瓦，开工519.62万千瓦，投产641.59万千瓦。

“136号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；项目投运不及预期；煤价上涨；来水情况较差；行业政策变化。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计2025-2027年公司归母净利润分别为74.97/83.22/90.73亿元（2025-2026年原预测值为93.08/99.76亿元），分别同比增长-23.7%/11.0%/9.0%；EPS分别为0.42/0.47/0.51元，当前股价对应PE为11.1/10.0/9.1x。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	180,999	179,182	185,802	191,416	190,070
(+/-%)	-6.1%	-1.0%	3.7%	3.0%	-0.7%
净利润(百万元)	5609	9831	7497	8322	9073
(+/-%)	98.6%	75.3%	-23.7%	11.0%	9.0%
每股收益(元)	0.31	0.55	0.42	0.47	0.51
EBIT Margin	12.0%	11.6%	11.6%	13.0%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	11.5%	17.5%	12.5%	13.0%	13.2%
市盈率 (PE)	14.8	8.4	11.1	10.0	9.1
EV/EBITDA	10.5	11.2	13.1	11.9	11.3
市净率 (PB)	1.70	1.48	1.39	1.30	1.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

联系人：崔佳诚 021-60375416
cncuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 4.61元
总市值/流通市值 82222/82222百万元
52周最高价/最低价 6.15/4.07元
近3个月日均成交额 703.30百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

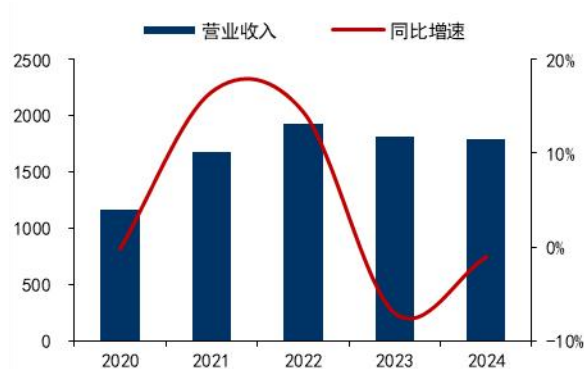
相关研究报告

《国电电力（600795.SH）-火电电量环比改善，新能源发展稳步推进》——2024-10-27
《国电电力（600795.SH）-资产转让使得投资收益增加，24Q2归母净利润大幅增长》——2024-08-21
《国电电力（600795.SH）-火电、新能源稳健增长，电价上行促进水电板块盈利提升》——2024-04-18
《国电电力（600795.SH）-Q3扣非归母净利润显著增长，业绩持续稳健增长可期》——2023-10-27
《国电电力（600795.SH）-火电盈利大幅提升，业绩有望进一步增长》——2023-09-01

营业收入小幅下降，归母净利润大幅增长。2024 年，公司实现营业收入 1791.82 亿元（-1.00%），归母净利润 98.31 亿元（+75.28%），扣非归母净利润 46.66 亿元（-4.20%）。营业收入同比下降原因：一是电价同比下降，2024 年公司平均上网电价 429.82 元/MWh（-1.8%）；二是公司转让国电建投内蒙古能源有限公司股权，不再纳入合并范围，煤炭板块收入同比下降。归母净利润同比增长原因：一是公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加；二是公司联营企业投资收益增加。

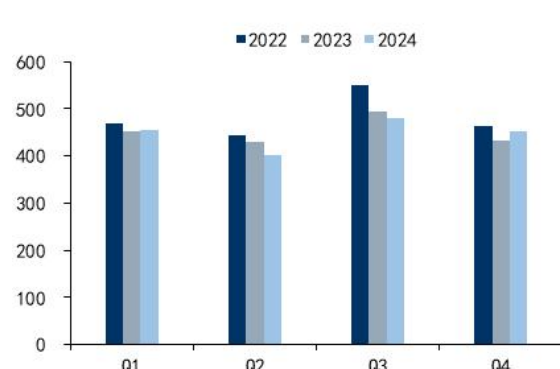
分板块来看，煤电板块归母净利润 41.15 亿元（+34.05%），气电板块归母净利润 0.01 亿元，水电板块归母净利润 12.42 亿元（-33.01%），风电板块归母净利润 7.77 亿元（-22.76%），光伏板块归母净利润 6.03 亿元（-18.84%）。

图1：国电电力营业收入及增速（单位：亿元）



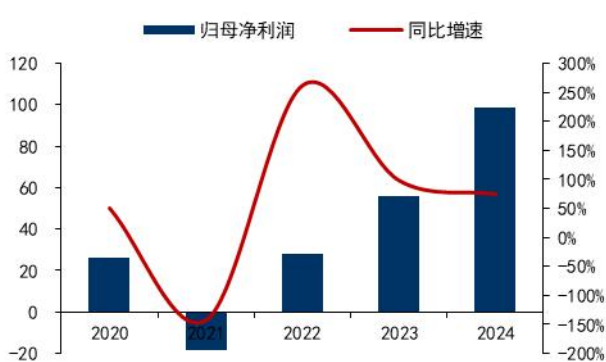
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国电电力单季营业收入（单位：亿元）



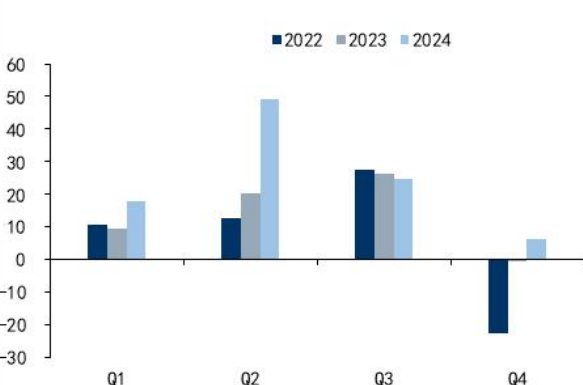
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：国电电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：国电电力单季归母净利润（单位：亿元）

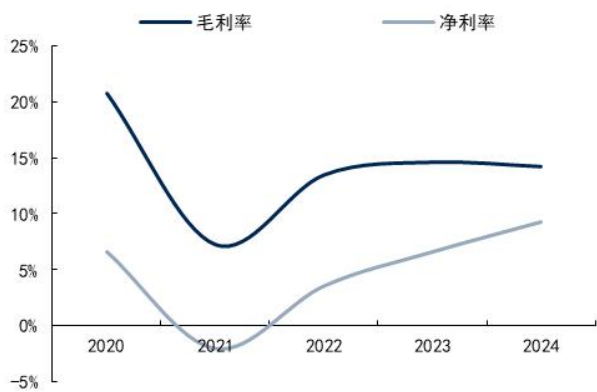


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

火电发电量同比下降，光伏发电量同比大幅增长。2024 年，公司累计完成发电量 4594.52 亿千瓦时（+1.51%），上网电量 4366.82 亿千瓦时（+1.59%）；剔除 2024 年 6 月转让国电建投 50%股权影响，同比分别增长 2.00%和 2.08%。火电发电量 3685.24 亿千瓦时（-1.18%），上网电量 3470.24 亿千瓦时（-1.19%）；水电发电量 594.68 亿千瓦时（+7.93%），上网电量 590.27 亿千瓦时（+7.99%）；风电发电量 201.75 亿千瓦时（+7.01%），上网电量 195.30 亿千瓦时（+7.23%）；光伏发电量 112.84 亿千瓦时（+95.89%），上网电量 111.01 亿千瓦时（+93.13%）。

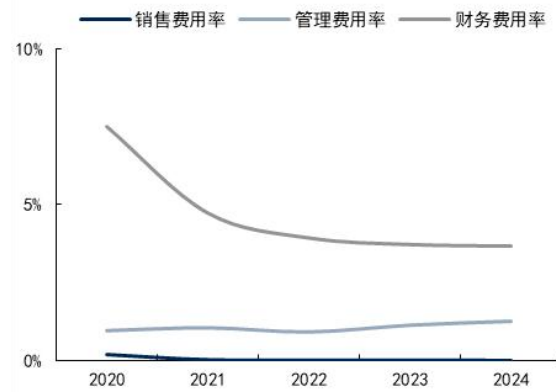
毛利率同比下降，费用率有所增加，投资收益增加使得净利率水平上行。2024 年，公司毛利率为 14.24%，同比减少 0.38pct，毛利率水平有所下降。费用率方面，2024 年，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.66%、1.24%，财务费用率同比减少 0.05pct，管理费用率同比增加 0.12pct。同期内，受资产处置损益增加影响，公司净利率较 2023 同期增加 2.67pct 至 9.29%。

图5: 国电电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 国电电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

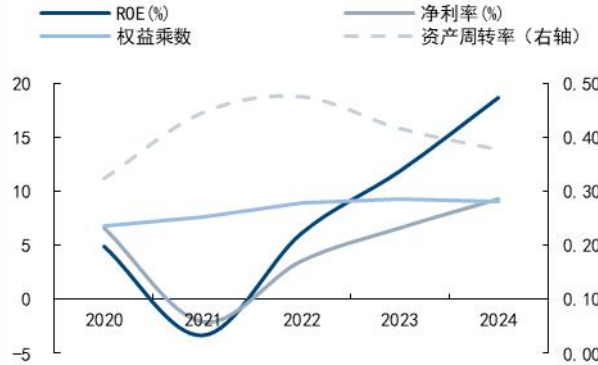
ROE 提升，经营性净现金流有所增加。2024 年，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2023 年同期增加 6.76pct 至 18.60%。现金流方面，2024 年，公司经营性净现金流为 556.40 亿元，同比增长 30.66%，主要系票据结算金额增长影响；投资性净现金流流出 487.45 亿元，同比有所增加，主要原因：一是本年基建投资增加，二是本期定期存款规模下降；融资性净现金流-102.42 亿元，同比显著下降，主要系偿还融资租赁款及保理款影响。

图7: 国电电力现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 国电电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

火电、水电项目建设推进，推动业绩规模进一步增长。2024 年公司稳步推进常规能源开发，全年火电新增装机 183.50 万千瓦，主要包括新投 385 万千瓦，转让国电建投减少 132 万千瓦，邯郸热电厂退城进郊项目减少 22 万千瓦；截至 2024 年末公司在建火电项目 835 万千瓦，2025 年计划火电核准备案 200 万千瓦，开工 147 万千瓦，投产 764 万千瓦；在建水电项目 492.35 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 42.65 万千瓦、滚哈布奇勒水电站 25.70 万千瓦，2024 年大渡河老鹰岩二级水电站、新疆和静抽水蓄能电站和滚哈布奇勒水电站、察汗乌苏生态电站等一批项目获批开工，大渡河流域水

电站 2025、2026 年分别计划投产 136.50、215.50 万千瓦。未来公司在建火电、水电等常规能源项目逐步投产，有望驱动公司业绩规模进一步扩张。

新能源稳步发展，装机规模持续增长。2024 年，公司新增新能源装机 428.53 万千瓦，其中其中风电增加 54.65 万千瓦，光伏增加 373.88 万千瓦。公司以精细化管理把控新能源发电项目风险，深入研究项目所在地机制电价实施方案和电力市场化交易细则，加强对电力供需、电力交易量价、电网消纳等对比分析，明确投资重点和策略；持续压降新能源项目开发建设成本，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，为后续项目建设投产提供坚实保障。2025 年，公司计划新能源核准备案 1141.81 万千瓦，开工 519.62 万千瓦，投产 641.59 万千瓦。“136 号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

现金分红金额增加，股东回报水平提升。2024 年公司每股派发现金红利 0.20 元（中期 0.09 元/股，末期 0.11 元/股），对应 2025 年 4 月 16 日收盘价的股息率为 4.3%，合计派发现金总额 35.67 亿元，同比增长 66.68%，占合并报表归母净利润的比例为 36.28%。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 74.97/83.22/90.73 亿元(2025-2026 年原预测值为 93.08/99.76 亿元)，分别同比增长-23.7%/11.0%/9.0%；EPS 分别为 0.42/0.47/0.51 元，当前股价对应 PE 为 11.1/10.0/9.1x。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)		
600011.SH	华能国际	7.11	1,116	0.65	0.76	0.81	0.85	10.9	9.4	8.8	8.4	7.4%	优于大市	
001289.SZ	龙源电力	16.75	1,400	0.76	0.85	0.89	0.94	22.0	19.7	18.8	17.8	8.7%	优于大市	
600027.SH	华电国际	5.64	577	0.56	0.62	0.65	0.68	10.1	9.1	8.7	8.3	8.5%	优于大市	

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19166	15437	22208	17709	32258	营业收入	180999	179182	185802	191416	190070
应收款项	24981	30944	32087	30844	32092	营业成本	154540	153674	159206	161448	158223
存货净额	4976	6148	5879	5850	5896	营业税金及附加	1870	1872	1941	2000	1986
其他流动资产	9561	10218	9610	10309	10302	销售费用	32	16	16	17	17
流动资产合计	58684	62795	69832	64760	80596	管理费用	2025	2218	2474	2442	2633
固定资产	360117	383684	426926	467353	453143	研发费用	741	555	575	593	589
无形资产及其他	10122	7034	6682	6330	5979	财务费用	6711	6551	8360	9972	10116
投资性房地产	13972	24020	24020	24020	24020	投资收益	1585	7333	3833	3883	3983
长期股权投资	15005	16404	16704	17004	17304	资产减值及公允价值变动	(1542)	(1394)	(1494)	(1544)	(1644)
资产总计	457899	493936	544164	579467	581041	其他收入	(576)	(765)	(575)	(593)	(589)
短期借款及交易性金融负债	88476	64440	73482	77380	71129	营业利润	15289	20025	15568	17284	18846
应付款项	32210	33717	35900	35680	34676	营业外净收支	381	424	25	25	25
其他流动负债	22335	27744	29548	29364	28587	利润总额	15670	20448	15593	17309	18871
流动负债合计	143020	125901	138929	142424	134392	所得税费用	3698	3805	2902	3221	3512
长期借款及应付债券	176835	209933	239933	269933	272933	少数股东损益	6364	6812	5195	5766	6287
其他长期负债	18618	26738	28630	29691	33382	归属于母公司净利润	5609	9831	7497	8322	9073
长期负债合计	195453	236671	268563	299624	306315	现金流量表（百万元）					
负债合计	338473	362572	407492	442048	440706	净利润	5609	9831	7497	8322	9073
少数股东权益	70664	75331	76889	73476	71854	资产减值准备	(2104)	(148)	564	14	(12)
股东权益	48762	56034	59783	63943	68480	折旧摊销	18211	19051	15888	19078	19914
负债和股东权益总计	457899	493936	544164	579467	581041	公允价值变动损失	1542	1394	1494	1544	1644
关键财务与估值指标						财务费用	6711	6551	8360	9972	10116
每股收益	0.31	0.55	0.42	0.47	0.51	营运资本变动	(12148)	(3053)	6449	1244	610
每股红利	0.82	0.82	0.21	0.23	0.25	其它	(8038)	(3134)	994	(3427)	(1609)
每股净资产	2.73	3.14	3.35	3.59	3.84	经营活动现金流	3071	23940	32885	26774	29619
ROIC	3.39%	3.12%	3%	3%	3%	资本开支	0	(40714)	(61107)	(60711)	(6983)
ROE	11.50%	17.5%	12.5%	13.0%	13.2%	其它投资现金流	13	(48)	0	0	0
毛利率	15%	14%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(2071)	(42161)	(61407)	(61011)	(7283)
EBIT Margin	12%	12%	12%	13%	14%	权益性融资	1	3375	0	0	0
EBITDA Margin	22%	22%	20%	23%	24%	负债净变化	25498	34074	30000	30000	3000
收入增长	-6%	-1%	4%	3%	-1%	支付股利、利息	(14548)	(14568)	(3748)	(4161)	(4536)
净利润增长率	99%	75%	-24%	11%	9%	其它融资现金流	(24702)	(27894)	9041	3898	(6251)
资产负债率	89%	89%	89%	89%	88%	融资活动现金流	(2802)	14492	35293	29738	(7787)
股息率	17.5%	17.6%	4.5%	5.0%	5.5%	现金净变动	(1802)	(3729)	6771	(4499)	14549
P/E	14.8	8.4	11.1	10.0	9.1	货币资金的期初余额	20968	19166	15437	22208	17709
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	19166	15437	22208	17709	32258
EV/EBITDA	10.5	11.2	13.1	11.9	11.3	企业自由现金流	0	(7749)	(21199)	(20110)	35210
						权益自由现金流	0	(1569)	11038	5672	23726

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032