

## 公司研究 | 点评报告 | 国电电力 (600795.SH)

# 水火承压限制营收表现, 成本回落护航业绩稳增

### 报告要点

受需求偏弱叠加绿电挤压影响, 2025 年一季度公司完成上网电量 949.35 亿千瓦时, 同比下降 5.72%, 剔除国电建投按可比口径同比下降 4.42%。电价方面, 一季度公司完成平均上网电价 0.42541 元/千瓦时, 同比降低 0.030 元/千瓦时。在量价双弱的影响下, 公司一季度营业收入同比减少 12.61%。但在成本端煤价下降以及公司严控费用支出的影响下, 公司一季度实现净利润 32.07 亿元, 同比下降 7.21%; 实现归母净利润 18.11 亿元, 同比增长 1.45%, 公司归母净利润表现优于整体表现主要原因系权益比例相对较低的火电分部业绩弱于其他分部。

### 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003  
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

**国电电力 (600795.SH)**

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

# 水火承压限制营收表现，成本回落护航业绩稳增长

## 事件描述

公司发布 2025 年一季报：公司一季度完成营业收入 398.13 亿元，同比减少 12.61%；实现归母净利润 18.11 亿元，同比增长 1.45%。

## 事件评论

- 量价双弱限制主业，一季度营收同比有所下行。**受需求偏弱叠加绿电挤压影响，2025 年一季度公司完成上网电量 949.35 亿千瓦时，同比下降 5.72%，剔除国电建投按可比口径同比下降 4.42%，其中火电完成上网电量 779.92 亿千瓦时，同比下降 9.34%，主因系全国电力供需形势宽松以及新能源装机扩张挤压火电出力空间的共同影响；水电完成上网电量 71.90 亿千瓦时，同比降低 6.95%，主要原因或系大渡河流域一季度来水偏弱影响。绿电则在新增装机维持高位的拉动下维持高增，一季度公司新增新能源装机 369.14 万千瓦，控股新能源装机达 2581 万千瓦，与去年同期相比增加 734 万千瓦，在新增装机维持高位的带动下，公司一季度风电完成上网电量 57.15 亿千瓦时，同比增长 11.23%，光伏完成上网电量 40.38 亿千瓦时，同比增长 123.78%。电价方面，一季度公司完成平均上网电价 0.42541 元/千瓦时，同比降低 0.030 元/千瓦时，电价同比下降主要原因系火电长协电价下降以及低价的水电及绿电占比提升影响。**在量价双弱的影响下，公司一季度实现营业收入 398.13 亿元，同比减少 12.61%。**
- 经营结构优化，严控费用护航利润。**成本端来看，2025 年以来煤炭供需形势较为宽松，煤价延续快速回落趋势，一季度秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价均价为 721.22 元/吨，同比降低 180.52 元/吨，因此公司火电成本端将有明显下行。此外，公司高毛利的绿电业务占比预计也有所增长，得益于此，即使在电价同比有所下行背景下，公司一季度毛利率为 19.31%，同比增长 0.58 个百分点，但由于营收总体有所下降，公司毛利润为 55.38 亿元，同比减少 8.83%。但公司通过优化财务杠杆及管理结构，一季度管理费用为 4.45 亿元，同比减少 16.86%；财务费用为 14.23 亿元，同比减少 13.46%。**由于主业经营压力相对偏大，因此公司一季度实现净利润 32.07 亿元，同比下降 7.21%；实现归母净利润 18.11 亿元，同比增长 1.45%，公司归母净利润表现优于整体表现主要原因系权益比例相对较低的火电分部业绩弱于其他分部。**
- 大渡河投产在即，淡化短期波动着眼长期。**公司 352 万千瓦水电机组将于 2025 年下半年开启投产周期，增强公司业绩成长确定性。此外，一季度公司火电、新能源控股装机分别新增 100 万千瓦、369.14 万千瓦，同时公司新能源项目储备雄厚，2024 年公司获取新能源资源 1678.84 万千瓦，核备案 1803.67 万千瓦。虽然短期存在一定扰动，但中期展望来看公司业绩依然趋势性向好，公司仍是行业内水火并举、稳健增长的价值资产。
- 投资建议：**根据最新财务数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.42 元、0.46 元和 0.49 元，对应 PE 分别为 10.98 倍、9.99 倍和 9.29 倍。维持公司“买入”评级。

## 风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	4.58
总股本(万股)	1,783,562
流通A股/B股(万股)	1,783,562/0
每股净资产(元)	3.25
近12月最高/最低价(元)	6.15/4.07

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《清洁能源偏弱压制业绩，淡化短期波动着眼长期》2025-04-20
- 《清洁能源偏弱限制业绩，着眼水电扩产周期开启》2025-01-24
- 《成本提升限制单季业绩，着眼水电扩产周期开启》2024-10-27


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险：若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。

**财务报表及预测指标**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>179182</b>	<b>174219</b>	<b>176186</b>	<b>175680</b>	货币资金	15437	15866	16156	16364
营业成本	153674	146413	146533	144632	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>25508</b>	<b>27806</b>	<b>29652</b>	<b>31048</b>	应收账款	28467	25250	28584	28024
%营业收入	14%	16%	17%	18%	存货	6148	5239	6158	5091
营业税金及附加	1872	1820	1841	1836	预付账款	3301	3145	3147	3107
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	9442	8817	9052	8900
销售费用	16	15	40	40	<b>流动资产合计</b>	<b>62795</b>	<b>58317</b>	<b>63097</b>	<b>61487</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	16404	16404	16404	16404
管理费用	2218	2157	2181	2175	投资性房地产	187	187	187	187
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	293375	335348	361926	376177
研发费用	555	540	546	544	无形资产	7034	9034	11034	13034
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	876	876	876	876
财务费用	6551	6511	6830	7103	递延所得税资产	990	990	990	990
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他非流动资产	112277	111676	111676	111676
加: 资产减值损失	-1394	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>493936</b>	<b>532831</b>	<b>566189</b>	<b>580830</b>
信用减值损失	-783	-500	-500	-500	短期贷款	30413	36913	36913	37413
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	27012	23471	27053	22815
投资收益	7333	1742	1762	1757	预收账款	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	<b>20025</b>	<b>18528</b>	<b>20005</b>	<b>21135</b>	应付职工薪酬	1314	1252	1253	1237
%营业收入	11%	11%	11%	12%	应交税费	2572	2500	2529	2521
营业外收支	424	300	300	300	其他流动负债	64587	63065	64164	63072
<b>利润总额</b>	<b>20448</b>	<b>18828</b>	<b>20305</b>	<b>21435</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>125901</b>	<b>127205</b>	<b>131914</b>	<b>127062</b>
%营业收入	11%	11%	12%	12%	长期借款	209212	237105	252798	258772
所得税费用	3805	4519	4873	5144	应付债券	721	721	721	721
净利润	16643	14309	15432	16291	递延所得税负债	475	475	475	475
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>9831</b>	<b>7441</b>	<b>8179</b>	<b>8797</b>	其他非流动负债	26262	26262	26262	26262
少数股东损益	6812	6868	7253	7494	<b>负债合计</b>	<b>362572</b>	<b>391769</b>	<b>412171</b>	<b>413293</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.42</b>	<b>0.46</b>	<b>0.49</b>	归属于母公司所有者权益	56034	58864	64566	70591
					少数股东权益	75331	82199	89452	96946
					<b>股东权益</b>	<b>131365</b>	<b>141063</b>	<b>154018</b>	<b>167537</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>493936</b>	<b>532831</b>	<b>566189</b>	<b>580830</b>
					<b>基本指标</b>				
						2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>55640</b>	<b>39270</b>	<b>44118</b>	<b>43401</b>	每股收益	0.55	0.42	0.46	0.49
取得投资收益收回现金	2224	1742	1762	1757	每股经营现金流	3.12	2.20	2.47	2.43
长期股权投资	-1399	0	0	0	市盈率	8.31	10.98	9.99	9.29
资本性支出	-57884	-63422	-51239	-40807	市净率	1.46	1.39	1.27	1.16
其他	8314	0	0	0	EV/EBITDA	8.57	8.46	8.01	7.63
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-48745</b>	<b>-61680</b>	<b>-49477</b>	<b>-39050</b>	总资产收益率	2.0%	1.4%	1.4%	1.5%
债券融资	-975	0	0	0	净资产收益率	17.5%	12.6%	12.7%	12.5%
股权融资	3375	0	0	0	净利率	5.5%	4.3%	4.6%	5.0%
银行贷款增加(减少)	15542	34393	15693	6474	资产负债率	73.4%	73.5%	72.8%	71.2%
筹资成本	-14568	-10009	-10045	-10617	总资产周转率	0.38	0.34	0.32	0.31
其他	-13615	-1544	0	0					
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-10242</b>	<b>22839</b>	<b>5649</b>	<b>-4143</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-3347</b>	<b>429</b>	<b>290</b>	<b>209</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。