

国电电力(600795.SH)

——业绩稳健略超预期 水火投产贡献增量

投资要点:

- **事件:**公司发布2025年一季报，一季度实现营收398.13亿元，同比下降12.61%；归母净利润18.11亿元，同比增长1.45%；扣非后归母净利润16.08亿元，同比下降7.42%。公司一季度业绩略超市场预期。
- **一季度经营稳健，煤价弹性或超预期。**公司一季度完成售电量949亿千瓦时，同比下降5.72%，剔除2024年一季度国电建投的影响后（2024年二季度剥离），可比口径同比下降4.42%。其中火电、水电、风电、光伏分别为780、72、57、40亿千瓦时，分别同比变动-9%、-7%、+11%、+124%。公司一季度营收下滑主要系电量电价下滑，在火电电量下降9%的情况下实现归母净利润增长实属不易，利润增长或主要系煤价下降超预期，公司一季度营业成本同比下降13%。另外公司在一季度剥离国能电力工程管理有限公司100%股权，获利1.45亿元。
- 电价与装机方面，公司一季度实现平均上网电价425.41元/兆瓦时，同比减少30.17元/兆瓦时，同比下降6.6%，电价下滑较多或与新增平价新能源装机较多影响，截至2025年3月底，公司总装机11639万千瓦，其中火电、水电、风电、光伏分别为7563、1495、991、1590万千瓦，分别同比增长4%、0%、7%、73%。
- **资产质量持续提升，二季度表观利润增速承压，实质经营持续向好。**公司一季度财务费用14.23亿元，同比减少2.22元，同比下降13%，财务降本卓有成效。现金流方面，一季度经营性现金流量净额140亿元，较去年同期增长93%，为公司历年一季报最高，高增速主要系2024年同期支付保理款低基数，高绝对值主要系票据结算金额增长以及燃料支付款同比减少。公司在2024年二季度完成国电建投的出表，获得投资收益46亿（一次性收益），造成去年二季度业绩高基数，或带来公司二季度表观利润增速下滑。从今年煤价走势看，考虑到当前一方面电厂消化库存煤需要时间，预计3月低价煤需要到二季度财报表现，以及当前秦皇岛港口5500大卡现货煤价持续下跌且处于较低水平（2025年5月15日为614元/吨），预计公司火电板块燃料成本的下降在二季度体现更为充分，经营继续向好。
- **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：**结合最新煤价情况，我们预计公司2025—2027年的归母净利润为68.11、76.18、79.08亿元，当前股价对应的PE分别为12、11、10倍，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	169,500	173,053	172,481
同比增长率（%）	-7.02%	-1.00%	-5.40%	2.10%	-0.33%
归母净利润（百万元）	5,609	9,831	6,811	7,618	7,908
同比增长率（%）	98.80%	75.28%	-30.72%	11.85%	3.81%
每股收益（元/股）	0.31	0.55	0.38	0.43	0.44
ROE（%）	11.50%	17.54%	11.26%	11.65%	11.21%
市盈率（P/E）	14.56	8.31	11.99	10.72	10.33

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	利润表（百万元）	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,437	6,812	12,580	10,888	营业收入	179,182	169,500	173,053	172,481	
应收票据及账款	30,181	23,427	23,918	23,839	营业成本	153,674	146,415	148,285	146,829	
预付账款	3,301	3,461	3,534	3,522	税金及附加	1,872	1,771	1,808	1,802	
其他应收款	1,193	2,024	2,067	2,060	销售费用	16	25	25	25	
存货	6,148	5,299	5,367	5,314	管理费用	2,218	2,458	2,682	2,932	
其他流动资产	6,536	4,443	4,536	4,521	研发费用	555	525	536	534	
流动资产总计	62,795	45,467	52,002	50,146	财务费用	6,551	6,465	6,951	7,018	
长期股权投资	16,404	18,489	20,675	22,960	资产减值损失	-1,394	-509	-173	-172	
固定资产	298,416	324,383	357,194	395,560	信用减值损失	-783	-509	-173	-172	
在建工程	90,309	105,926	86,233	54,841	其他经营损益	0	0	0	0	
无形资产	7,034	6,897	6,756	6,613	投资收益	7,333	4,085	4,185	4,285	
长期待摊费用	1,232	986	739	493	公允价值变动损益	0	0	0	0	
其他非流动资产	17,745	17,698	17,548	17,399	资产处置收益	51	149	149	149	
非流动资产合计	431,141	474,379	489,146	497,866	其他收益	522	579	579	579	
资产总计	493,936	519,846	541,148	548,012	营业利润	20,025	15,639	17,333	18,010	
短期借款	30,413	31,413	30,413	28,413	营业外收入	850	850	850	850	
应付票据及账款	33,717	30,473	30,863	30,559	营业外支出	426	426	426	426	
其他流动负债	61,772	52,459	53,187	52,743	其他非经营损益	0	0	0	0	
流动负债合计	125,901	114,344	114,462	111,715	利润总额	20,448	16,063	17,756	18,434	
长期借款	212,875	239,875	249,875	247,875	所得税	3,805	3,213	3,906	4,055	
其他非流动负债	23,795	23,795	23,795	23,795	净利润	16,643	12,850	13,850	14,378	
非流动负债合计	236,671	263,671	273,671	271,671	少数股东损益	6,812	6,040	6,233	6,470	
负债合计	362,572	378,015	388,133	383,386	归属母公司股东净利润	9,831	6,811	7,618	7,908	
股本	17,836	17,836	17,836	17,836	EPS(元)	0.55	0.38	0.43	0.44	
资本公积	934	934	934	934						
留存收益	37,264	41,691	46,643	51,783	主要财务比率					
归属母公司权益	56,034	60,461	65,412	70,553	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
少数股东权益	75,331	81,370	87,603	94,073	成长能力					
股东权益合计	131,365	141,831	153,015	164,625	营收增长率	-1.00%	-5.40%	2.10%	-0.33%	
负债和股东权益合计	493,936	519,846	541,148	548,012	营业利润增长率	30.97%	-21.90%	10.83%	3.91%	
					归母净利润增长率	75.28%	-30.72%	11.85%	3.81%	
					经营现金流增长率	30.66%	-42.34%	23.47%	3.87%	

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力	毛利率	14.24%	13.62%	14.31%	14.87%
税后经营利润	16,643	8,660	9,686	10,137	净利率	9.29%	7.58%	8.00%	8.34%	
折旧与摊销	19,524	19,909	21,619	23,566	ROE	17.54%	11.26%	11.65%	11.21%	
财务费用	6,551	6,465	6,951	7,018	ROA	1.99%	1.31%	1.41%	1.44%	
投资损失	-7,333	-4,085	-4,185	-4,285	估值倍数					
营运资金变动	18,300	-3,853	351	-582	P/E	8.31	11.99	10.72	10.33	
其他经营现金流	1,955	4,987	5,189	5,289	P/S	0.46	0.48	0.47	0.47	
经营性现金净流量	55,640	32,082	39,611	41,142	P/B	1.46	1.35	1.25	1.16	
投资性现金净流量	-48,745	-59,858	-33,225	-29,048	股息率	1.97%	2.92%	3.26%	3.39%	
筹资性现金净流量	-10,242	19,151	-617	-13,786	EV/EBITDA	9	10	10	9	
现金流量净额	-3,348	-8,625	5,768	-1,692						

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）。