

国电电力(600795)

报告日期: 2025年05月21日

## 电价承压但成本改善, 静待下游用电需求恢复

### ——国电电力事件点评

#### 事件

公司发布2024年年度报告及2025年一季度报告。2024年公司实现营业收入1791.82亿元, 同比减少1.00%; 实现归属于上市公司股东的净利润98.31亿元, 同比增长75.28%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润46.66亿元, 同比下降4.20%。基本每股收益0.551元/股, 同比增长75.48%。

2025年一季度, 公司实现营业收入398.13亿元, 同比减少12.61%; 归母净利润18.1亿元, 同比增长1.45%。公司完成发电量1002.17亿千瓦时, 上网电量949.35亿千瓦时, 较上年同期分别下降5.67%和5.72%。一季度平均上网电价425.41元/兆瓦时, 同比减少30.17元/兆瓦时, 同比下降6.6%

#### 投资要点

##### □ 火电: 成本下降推动盈利修复, 低碳转型持续推进。

**成本方面**, 2024年, 受益于煤炭市场供需形势宽松, 全年公司入炉标煤单价922.17元/吨, 同比下降12.79元/吨, 降幅1.37%; 长协煤采购量1.76亿吨, 占比达94%。公司积极推进“三改联动”, 2024年供电煤耗为293.40克/千瓦时, 同比下降0.79克/千瓦时。

**电量方面**, 2024年公司火电发电量3685.24亿千瓦时, 同比下降1.18%; 火电利用小时5137小时, 同比下降26小时。

**价格方面**, 2024年煤机平均上网电价457.52元/兆瓦时, 燃机平均上网电价860.83元/兆瓦时。

**利润方面**, 2024年火电板块(含煤机、燃机)贡献归母净利润41.15亿元, 同比增长34.05%。

**装机方面**, 截至2025年3月31日, 公司火电控股装机7562.90万千瓦, 相较于2024年末增加100万千瓦, 在建火电项目835万千瓦。

2025年一季度火电发电量779.92亿千瓦时, 同比减少9.34%。

##### □ 水电: 发电量修复, 减值影响利润表现。

**电量方面**, 2024年, 受益于来水同比增加, 全年水电发电量594.68亿千瓦时, 同比增长7.93%, 全年水电利用小时3978小时, 同比增加292小时。

**价格方面**, 2024年平均上网电价240.59元/兆瓦时。

**利润方面**, 2024年水电板块贡献归母净利润12.42亿元, 同比下降33.0%, 主要由于对大兴川电站计提在建工程减值准备8.42亿元。

**装机方面**, 截至2025年3月31日, 公司水电控股装机1495.06万千瓦, 在建水电项目492.35万千瓦, 主要包括大渡河流域424万千瓦。大渡河流域水电站2025年计划投产136.50万千瓦、2026年计划投产215.50万千瓦。

2025年一季度, 水电发电量71.90亿千瓦时, 同比下降6.95%。

##### □ 新能源: 装机规模持续扩大, 电价下滑及减值影响利润。

**电量方面**, 2024年风电发电量201.75亿千瓦时, 同比增长7.01%; 光伏发电量112.84亿千瓦时, 同比增长95.89%。受资源等因素影响, 风电利用小时2122小时, 同比下降174小时; 光伏利用小时1061小时, 同比下降100小时。

**价格方面**, 2024年风电平均上网电价474.20元/兆瓦时, 光伏平均上网电价408.22元/兆瓦时。

**利润方面**, 2024年新能源板块(风电+光伏)贡献归母净利润13.80亿元, 同比下降21.1%。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 樊金璐

执业证书号: S1230525030002

fanjinlu@stocke.com.cn

分析师: 程懿

执业证书号: S1230524100002

chengyi02@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥4.70
总市值(百万元)	83,827.41
总股本(百万股)	17,835.62

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《三季度业绩符合预期, 水电和光伏未来潜力大》2024.10.30
- 《投资收益推动H1利润上升, 业绩长期稳定发展》2024.08.25
- 《经营业绩持续提升, 新能源板块成长性凸显》2024.04.28

**装机方面**，截至 2025 年 3 月 31 日，风电控股装机 991.18 万千瓦，光伏控股装机 1590 万千瓦，相较于 2024 年末，公司新能源控股装机容量增加 369.14 万千瓦。

**2025 年一季度**，风电发电量 57.15 亿千瓦时，同比增长 11.23%；光伏发电量 40.38 亿千瓦时，同比增长 123.78%。

❑ **转让股权增厚收益，大幅提高归母净利润。**

公司于 2024 年 6 月 30 日完成向国家能源集团西部能源投资有限公司转让国电建投内蒙古能源有限公司 50% 股权的交割。此次交易确认非流动性资产处置损益 46.38 亿元，显著增厚了公司 2024 年度的归属于上市公司股东的净利润。

❑ **盈利预测与估值**

结合公司 2024 年及 2025 年一季度经营情况以及近期市场的情况，考虑旺季需求有望提振电力市场，由于 2025 年一季度煤价有大幅度下跌，我们预计 2025 年采购燃煤价格中枢同比下降约 14%，由于煤价与电价有一定联动，假设公司全年平均上网电价下降 9 元/兆瓦时左右，我们预测公司 2025-2026 年归母净利润为 75.04、84.19 亿元（前值 89.67/102.28 亿元），新增 2027 年归母净利润 88.97 亿元，同比-23.67%、+12.19%、+5.68%。2025-2027 年每股收益分别为 0.42、0.47、0.5 元。公司隶属国家能源集团，长协煤炭供应充足，整体盈利能力突出，业绩稳健，作为电力龙头企业，估值存在修复空间，维持“买入”评级。

❑ **风险提示**

煤价上涨超预期、大渡河弃水改善不及预期、水光项目建设不及预期

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	179,182	174,673	181,972	191,663
(+/-) (%)	-1.00%	-2.52%	4.18%	5.33%
归母净利润	9,831	7,504	8,419	8,897
(+/-) (%)	75.28%	-23.67%	12.19%	5.68%
每股收益(元)	0.55	0.42	0.47	0.50
P/E	8.53	11.17	9.96	9.42

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

1 整体业绩：业绩大幅增长，结构优化驱动高质量发展 .....	5
2 火电业务：成本下降推动盈利修复，低碳转型持续推进。 .....	5
3 水电业务：发电量修复，减值影响利润表现。 .....	8
4 新能源业务：装机规模持续扩大，电价下滑及减值影响利润 .....	10
5 盈利预测与估值 .....	12
6 风险提示 .....	12

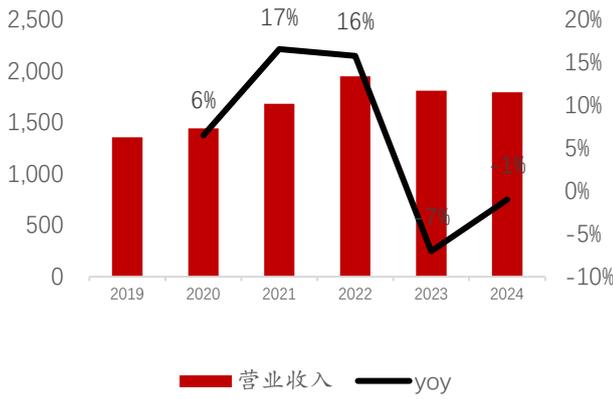
## 图表目录

图 1: 2019-2024 年公司营业收入 (亿元) .....	5
图 2: 2019-2024 年公司归母净利润 (亿元) .....	5
图 3: 2019-2024 年公司标煤单价 (元/吨) .....	5
图 4: 2021-2024 年公司长协煤采购量 (亿吨) .....	5
图 6: 2019-2024 年公司火电发电量 (亿千瓦时) .....	6
图 7: 2019-2024 年公司火电利用小时 (小时) .....	6
图 8: 2019-2024 年公司水电发电量 (亿千瓦时) .....	8
图 9: 2019-2024 年公司水电利用小时 (小时) .....	8
图 16: 2019-2024 年公司风电发电量 (亿千瓦时) .....	10
图 17: 2019-2024 年公司风电利用小时 (小时) .....	10
图 18: 2019-2024 年公司光伏发电量 (亿千瓦时) .....	11
图 19: 2019-2024 年公司光伏利用小时 (小时) .....	11
图 20: 2021-2024 年公司风电平均上网电价 (元/兆瓦时) .....	11
图 21: 2021-2024 年公司光伏平均上网电价 (元/兆瓦时) .....	11
图 23: 2019-2024 年公司风电控股装机量 (万千瓦) .....	12
图 24: 2019-2024 年公司光伏控股装机量 (万千瓦) .....	12
表附录: 三大报表预测值.....	13

## 1 整体业绩：业绩大幅增长，结构优化驱动高质量发展

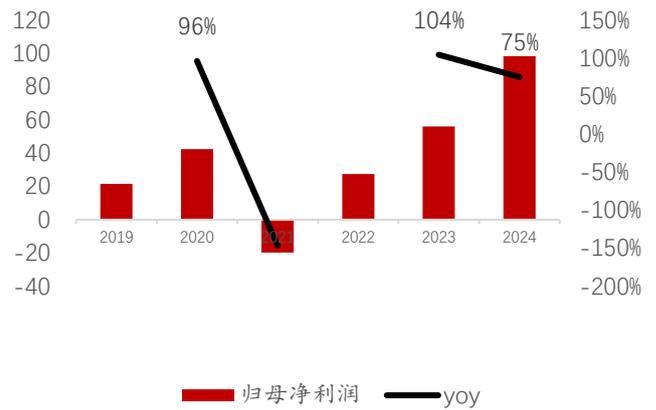
2024年公司实现营业收入1791.82亿元，同比减少1.00%；实现归属于上市公司股东的净利润98.31亿元，同比增长75.28%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润46.66亿元，同比下降4.20%。加权平均净资产收益率为18.598%，增加6.764个百分点；基本每股收益0.551元/股，同比增长75.48%。2025年一季度，公司实现营业收入398.13亿元，同比减少12.61%；归母净利润18.1亿元，同比增长1.45%。

图1：2019-2024年公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图2：2019-2024年公司归母净利润（亿元）

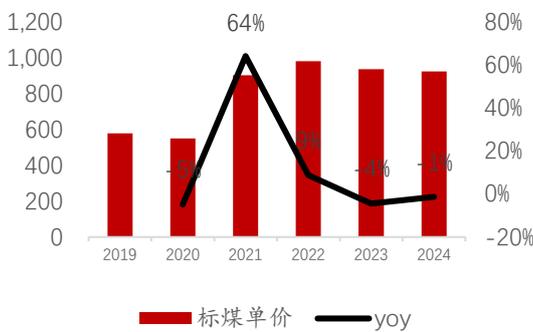


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 2 火电业务：成本下降推动盈利修复，低碳转型持续推进。

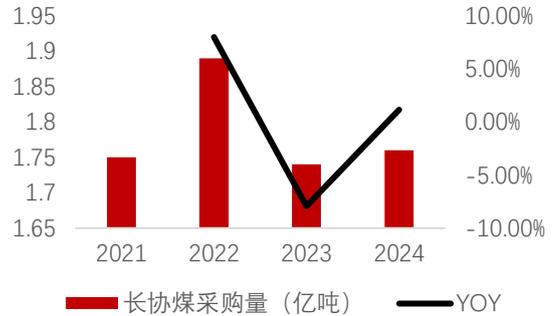
**成本方面。**2024年，受益于煤炭市场供需形势宽松，全年公司入炉标煤单价922.17元/吨，同比下降12.79元/吨，降幅1.37%；长协煤采购量1.76亿吨，占比达94%。公司积极推进“三改联动”，2024年供电煤耗为293.40克/千瓦时，同比下降0.79克/千瓦时。

图3：2019-2024年公司标煤单价（元/吨）



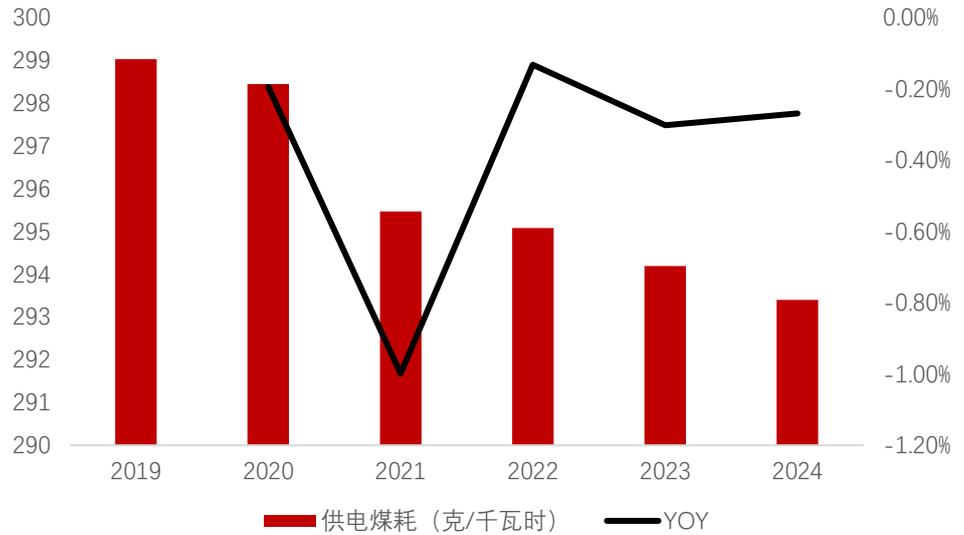
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图4：2021-2024年公司长协煤采购量（亿吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

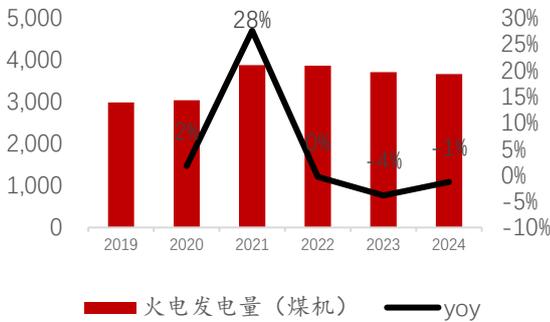
图 5: 2019-2024 年公司供电煤耗 (克/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

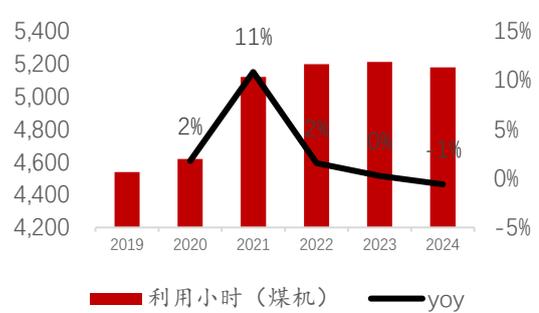
**电量方面。**2024 年公司火电发电量 3685.24 亿千瓦时, 同比下降 1.18%; 火电利用小时 5137 小时, 同比下降 26 小时。2025 年一季度火电发电量 779.92 亿千瓦时, 同比减少 9.34%

图 6: 2019-2024 年公司火电发电量 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

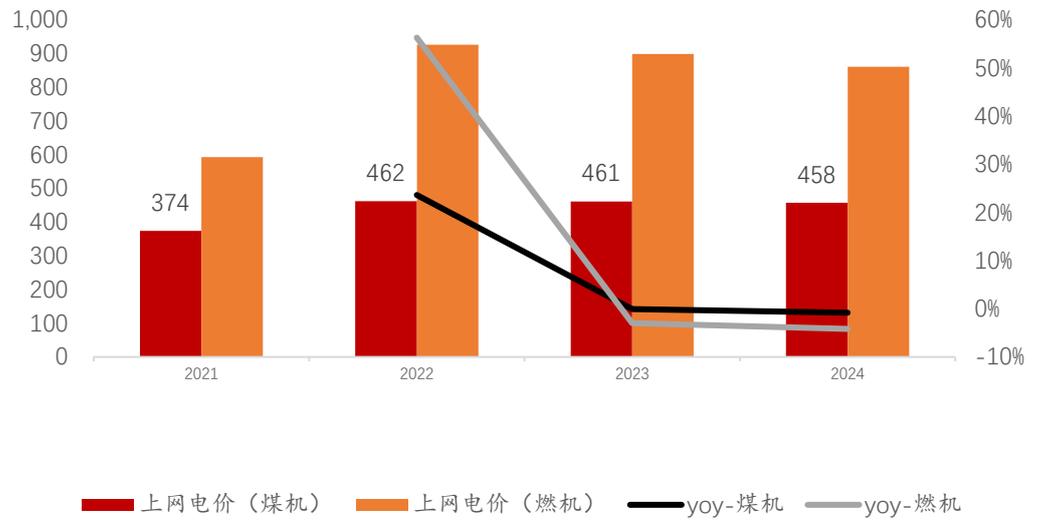
图 7: 2019-2024 年公司火电利用小时 (小时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**价格方面。**2024 年煤机平均上网电价 457.52 元/兆瓦时, 燃机平均上网电价 860.83 元/兆瓦时。

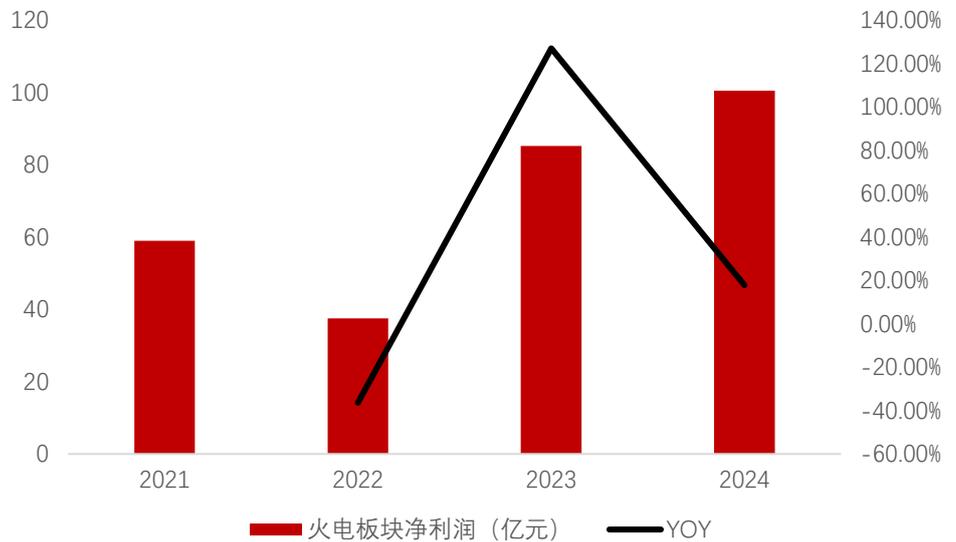
图 8: 2021-2024 年公司煤机、燃机平均上网电价 (元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**利润方面。**2024 年火电板块 (含煤机、燃机) 贡献归母净利润 41.15 亿元, 同比增长 34.05%。

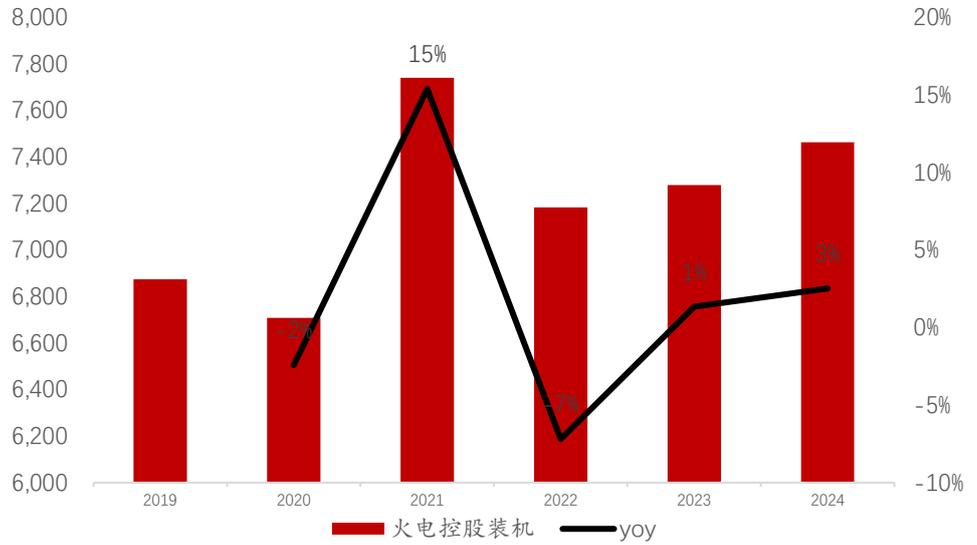
图 9: 2021-2024 年火电板块净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**装机方面。**截至 2025 年 3 月 31 日，公司火电控股装机 7562.90 万千瓦，相较 2024 年末增加 100 万千瓦，在建火电项目 835 万千瓦。

图 10: 2021-2024 年公司火电控股装机规模 (万千瓦)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

### 3 水电业务: 发电量修复, 减值影响利润表现。

**电量方面。**2024 年, 受益于来水同比增加, 全年水电发电量 594.68 亿千瓦时, 同比增长 7.93%, 全年水电利用小时 3978 小时, 同比增加 292 小时。2025 年一季度, 水电发电量 71.90 亿千瓦时, 同比下降 6.95%。

图 8: 2019-2024 年公司水电发电量 (亿千瓦时)

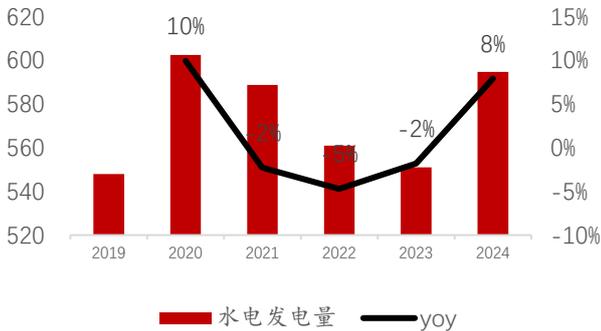


图 9: 2019-2024 年公司水电利用小时 (小时)

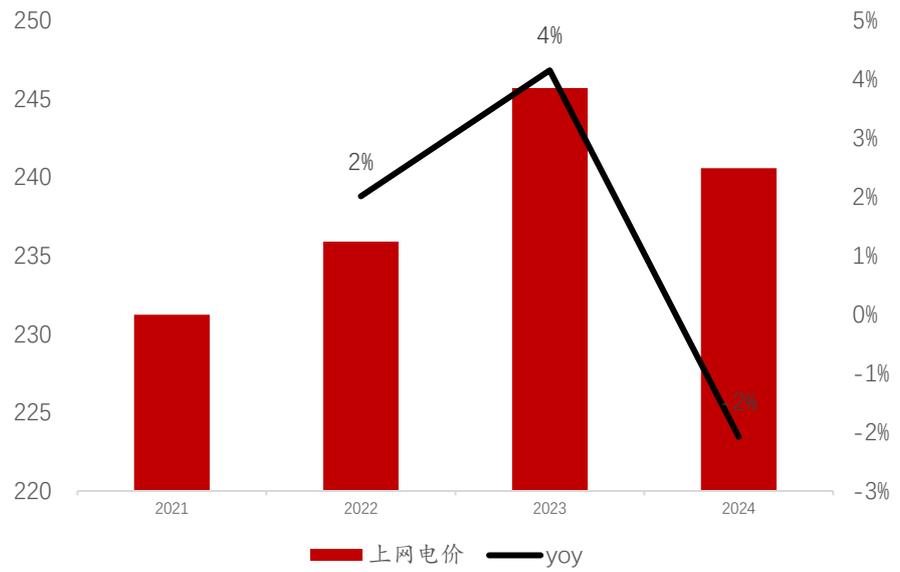


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**价格方面。**2024 年平均上网电价 240.59 元/兆瓦时。

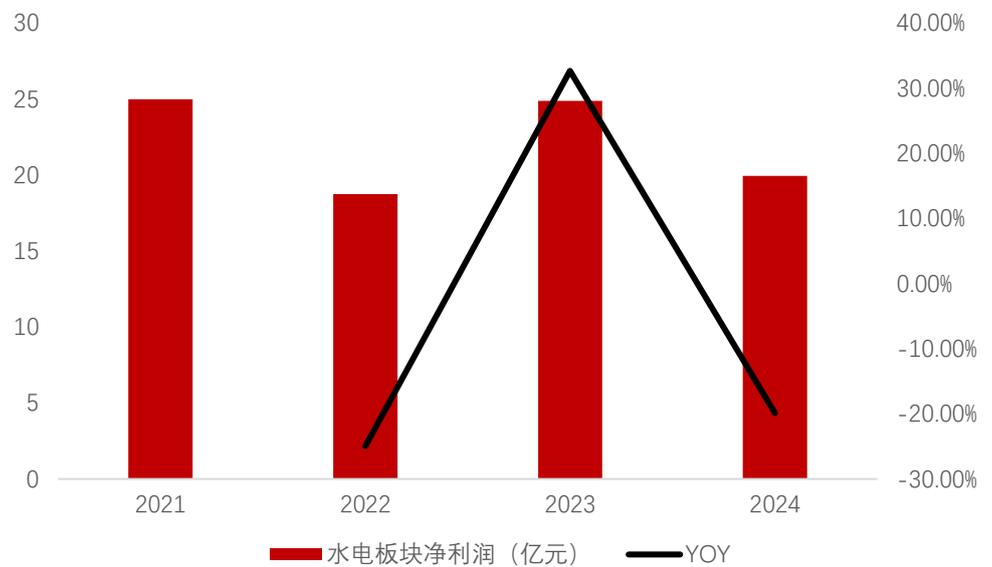
图 13: 2021-2024 年公司平均上网电价 (元/兆瓦时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**利润方面。**2024 年水电板块贡献归母净利润 12.42 亿元, 同比下降 33.0%, 主要由于对大兴川电站计提在建工程减值准备 8.42 亿元。

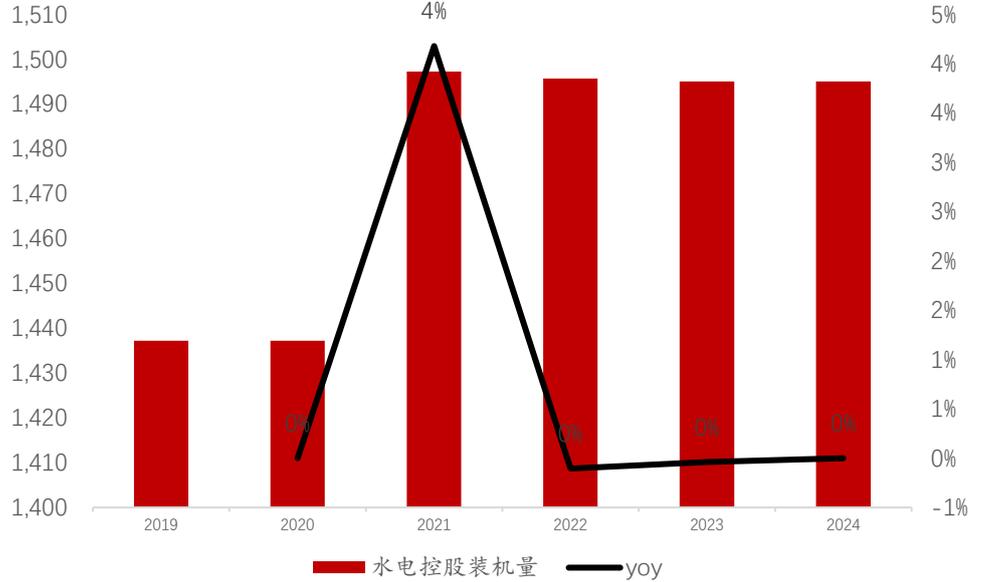
图 14: 2021-2024 年公司水电板块净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**装机方面。**截至 2025 年 3 月 31 日，公司水电控股装机 1495.06 万千瓦，在建水电项目 492.35 万千瓦，主要包括大渡河流域 424 万千瓦。大渡河流域水电站 2025 年计划投产 136.50 万千瓦、2026 年计划投产 215.50 万千瓦。

图 15: 2019-2024 年公司水电控股装机量 (万千瓦)

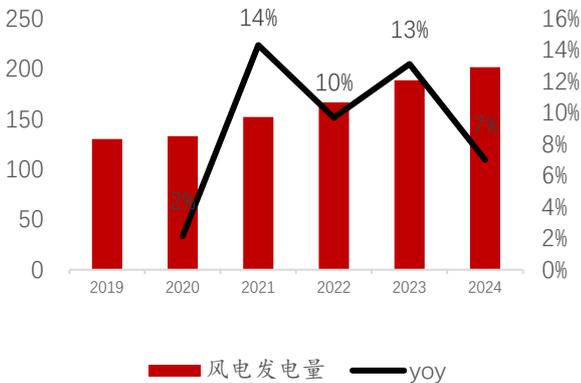


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

#### 4 新能源业务: 装机规模持续扩大, 电价下滑及减值影响利润

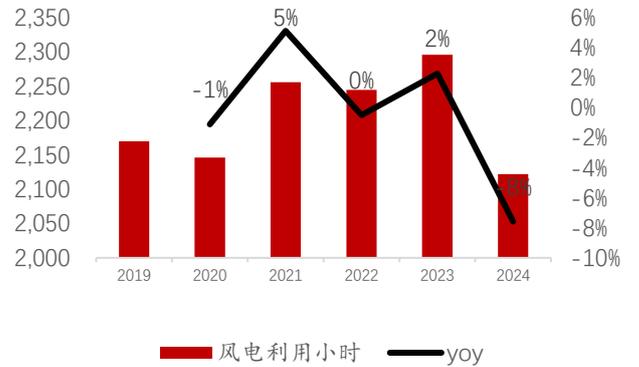
**电量方面。**2024 年风电发电量 201.75 亿千瓦时, 同比增长 7.01%; 光伏发电量 112.84 亿千瓦时, 同比增长 95.89%。受资源等因素影响, 风电利用小时 2122 小时, 同比下降 174 小时; 光伏利用小时 1061 小时, 同比下降 100 小时。2025 年一季度, 风电发电量 57.15 亿千瓦时, 同比增长 11.23%; 光伏发电量 40.38 亿千瓦时, 同比增长 123.78%。

图 16: 2019-2024 年公司风电发电量 (亿千瓦时)



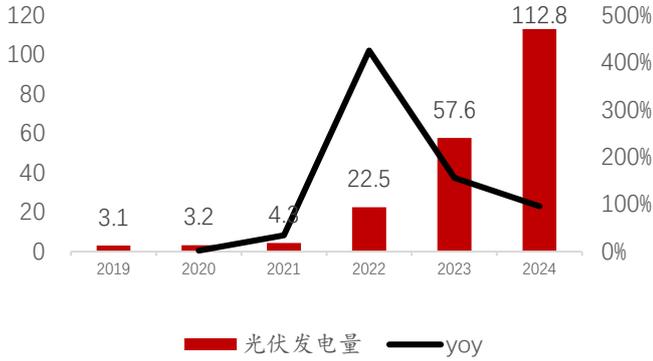
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 17: 2019-2024 年公司风电利用小时 (小时)



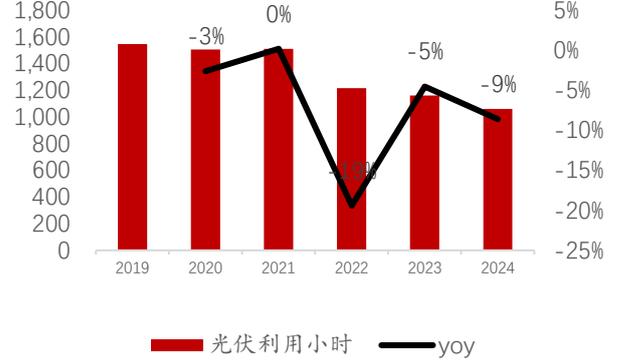
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图18: 2019-2024年公司光伏发电量(亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

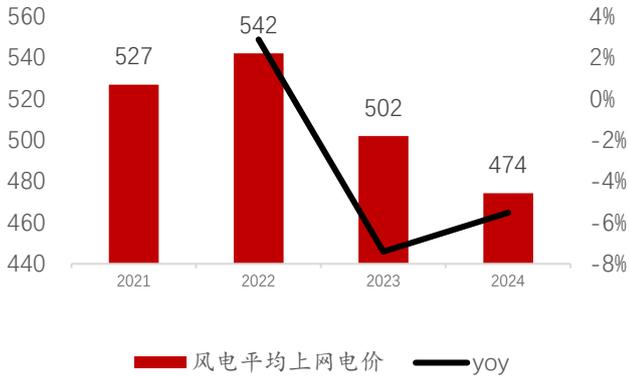
图19: 2019-2024年公司光伏利用小时(小时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

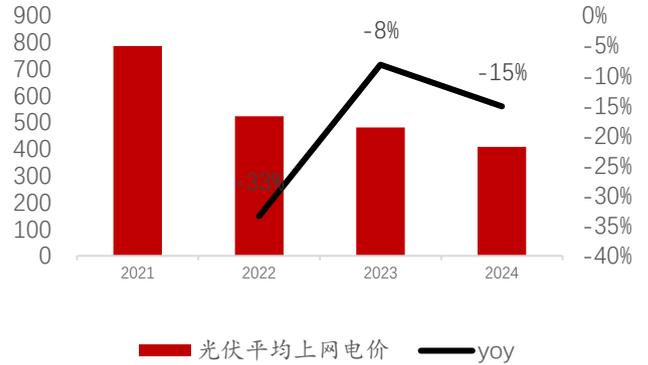
**价格方面。**2024年风电平均上网电价474.20元/兆瓦时, 光伏平均上网电价408.22元/兆瓦时。

图20: 2021-2024年公司风电平均上网电价(元/兆瓦时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图21: 2021-2024年公司光伏平均上网电价(元/兆瓦时)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**利润方面。**2024年新能源板块(风电+光伏)贡献归母净利润13.80亿元, 同比下降21.1%。

图 22: 2021-2024 年公司风电及光伏板块净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**装机方面。**截至 2025 年 3 月 31 日, 风电控股装机 991.18 万千瓦, 光伏控股装机 1590 万千瓦, 相较于 2024 年末, 公司新能源控股装机容量增加 369.14 万千瓦。

图 23: 2019-2024 年公司风电控股装机量 (万千瓦)

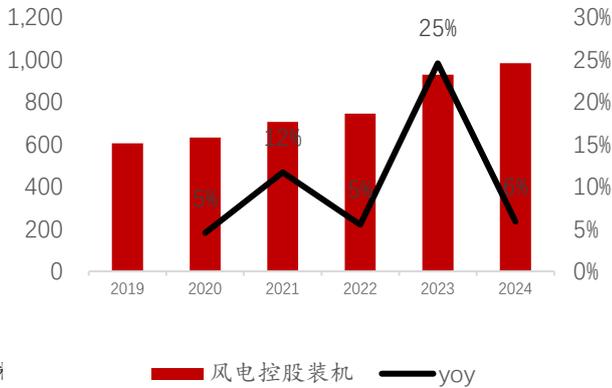
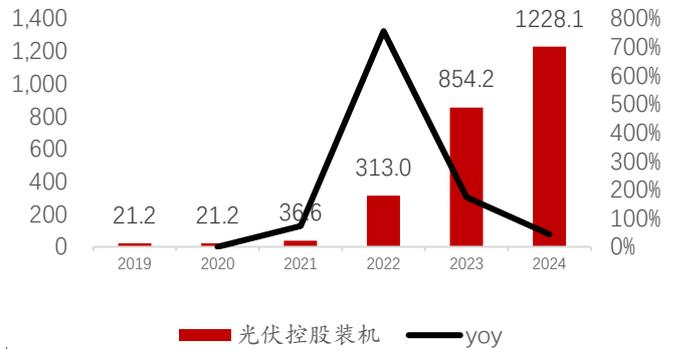


图 24: 2019-2024 年公司光伏控股装机量 (万千瓦)



资料

## 5 盈利预测与估值

结合公司 2024 年及 2025 年一季度经营情况以及近期市场的情况, 考虑旺季需求有望提振电力市场, 我们认为 2025 年采购燃煤价格中枢同比下降约 14%, 公司全年平均上网电价下降 9 元/兆瓦时, 我们预测公司 2025-2026 年归母净利润为 75.04、84.19 亿元 (前值 89.21/101.80 亿元), 新增 2027 年归母净利润 88.97 亿元, 同比-23.67%、+12.19%、+5.68%。2025-2027 年每股收益分别为 0.42、0.47、0.5 元。公司隶属国家能源集团, 长协煤炭供应充足, 整体盈利能力突出, 业绩稳健, 作为电力龙头企业, 估值存在修复空间, 维持“买入”评级。

## 6 风险提示

煤价上涨超预期、大渡河弃水改善不及预期、水光项目建设不及预期

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	62,795	86,057	117,238	153,717
现金	15,437	44,359	72,988	106,415
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	29,834	23,851	26,281	28,630
其它应收款	1,193	2,086	2,020	1,898
预付账款	3,301	3,539	3,471	3,732
存货	6,148	5,394	5,637	6,212
其他	6,883	6,827	6,840	6,831
<b>非流动资产</b>	431,141	440,323	446,716	448,900
金融资产类	2,351	2,251	2,151	2,051
长期投资	16,404	15,104	13,804	12,504
固定资产	293,375	304,670	315,117	321,297
无形资产	7,034	6,254	5,498	4,768
在建工程	90,309	88,503	86,733	84,998
其他	21,668	23,542	23,412	23,282
<b>资产总计</b>	493,936	526,381	563,953	602,618
<b>流动负债</b>	125,901	127,714	132,710	138,211
短期借款	30,413	30,913	31,413	31,913
应付款项	33,717	31,018	33,070	35,365
预收账款	4	5	5	5
其他	61,768	65,778	68,223	70,929
<b>非流动负债</b>	236,671	255,545	275,445	295,345
长期借款	209,212	229,212	249,212	269,212
其他	27,459	26,333	26,233	26,133
<b>负债合计</b>	362,572	383,259	408,155	433,556
少数股东权益	75,331	82,247	89,559	97,154
归属母公司股东权	56,034	60,875	66,239	71,908
<b>负债和股东权益</b>	493,936	526,381	563,953	602,618

### 现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	55,640	42,822	43,357	46,423
净利润	16,643	14,420	15,731	16,492
折旧摊销	19,524	20,174	23,318	26,347
财务费用	6,521	5,259	5,669	6,078
投资损失	(7,333)	(3,324)	(4,168)	(5,293)
营运资金变动	18,300	5,312	1,944	1,949
其它	1,985	980	862	851
<b>投资活动现金流</b>	(48,745)	(26,962)	(26,405)	(24,089)
资本支出	(57,884)	(28,347)	(30,702)	(29,512)
长期投资	6,944	150	150	150
其他	2,195	1,236	4,148	5,273
<b>筹资活动现金流</b>	(10,242)	13,063	11,677	11,094
短期借款	(18,532)	500	500	500
长期借款	34,074	20,000	20,000	20,000
其他	(25,783)	(7,437)	(8,823)	(9,406)
<b>现金净增加额</b>	(3,348)	28,922	28,629	33,427

### 利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	179182	174673	181972	191663
营业成本	153674	149034	156002	165898
营业税金及附加	1872	1921	2002	2108
营业费用	16	26	25	24
管理费用	2218	1913	2094	2225
研发费用	555	639	658	663
财务费用	6551	4950	4782	4618
资产减值损失	(1394)	(1250)	(1250)	(1250)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	7333	3324	4168	5293
其他经营收益	522	547	564	584
<b>营业利润</b>	20025	18946	19979	20853
营业外收支	424	300	300	300
<b>利润总额</b>	20448	19246	20279	21153
所得税	3805	4826	4548	4662
<b>净利润</b>	16643	14420	15731	16492
少数股东损益	6812	6916	7312	7595
<b>归属母公司净利润</b>	9831	7504	8419	8897
EBITDA	40107	44370	48379	52118
EPS (最新摊薄)	1	0	0	0

### 主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-1.00%	-2.52%	4.18%	5.33%
营业利润	30.97%	-5.38%	5.45%	4.37%
归属母公司净利润	75.28%	-23.67%	12.19%	5.68%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.24%	14.68%	14.27%	13.44%
净利率	5.49%	4.30%	4.63%	4.64%
ROE	17.54%	12.33%	12.71%	12.37%
ROIC	4.10%	4.10%	4.09%	3.95%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	73.40%	72.81%	72.37%	71.95%
净负债比率	199.35%	178.18%	158.40%	138.27%
流动比率	0.50	0.67	0.88	1.11
速动比率	0.37	0.55	0.76	0.99
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.38	0.34	0.33	0.33
应收账款周转率	7.09	6.81	7.62	7.35
应付账款周转率	5.80	5.83	6.18	6.11
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.55	0.42	0.47	0.50
每股经营现金	3.12	2.40	2.43	2.60
每股净资产	3.14	3.41	3.71	4.03
<b>估值比率</b>				
P/E	8.53	11.17	9.96	9.42
P/B	1.50	1.38	1.27	1.17
EV/EBITDA	8.57	7.64	6.83	6.09

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>