

证券研究报告

公司研究

点评报告

国电电力(600795.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

李春驰 电力公用联席首席分析师
执业编号: S1500522070001
联系电话: 010-83326723
邮箱: lichunchi@cindasc.com

邢秦浩 电力公用分析师
执业编号: S1500524080001
联系电话: 010-83326712
邮箱: xingqinhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

扣非业绩稳健增长，高分红规划彰显配置价值

2025年08月19日

事件: 2025年8月18日晚,国电电力发布2025年半年报。2025年H1公司实现营业收入776.55亿元,同比-9.52%;实现归母净利润36.87亿元,同比-45.11%;扣非后归母净利润34.10亿元,同比+56.12%。经营活动现金流量净额259.77亿元,同比+18.87%。其中,单Q2公司实现营业收入378.42亿元,同比-6.04%,环比-4.95%;实现归母净利润18.76亿元,同比-61.96%,环比+3.61%;实现扣非后归母净利润18.03亿元,同比+302.47%,环比+12.13%。公司决定中期分红17.84亿元,占公司上半年归母净利的48.38%,拟每股派发现金红利0.1元(含税)。

点评:

- **整体经营情况: 公司整体经营稳健。**分板块来看,上半年公司煤电板块实现归母净利19.67亿元,同比-1.40%;水电板块实现归母净利8.83亿元,同比+1.73%(记回2024H1大兴川水电计提减值8.42亿元);风电板块实现归母净利5.29亿元,同比-31.12%;光伏板块实现归母净利5.91亿元,同比+37.12%。公司整体经营情况较为稳健。
- **发电业务情况: Q2电量同比降幅收窄,新能源装机电量持续增长。**电量方面,2025年H1,公司上网电量实现1958.01亿千瓦时,同比-3.53%。其中,火电上网电量1518.40亿千瓦时,同比-7.51%;水电上网电量226.85亿千瓦时,同比-6.44%;风电上网电量110.74亿千瓦时,同比+11.11%;光伏上网电量102.02亿千瓦时,同比+122.83%。其中,单Q2公司上网电量实现1008.66亿千瓦时,同比-1.38%,环比+6.25%。其中,火电上网电量738.48亿千瓦时,同比-5.51%,环比-5.31%;水电上网电量154.94亿千瓦时,同比-6.21%,环比+115.49%;风电上网电量53.59亿千瓦时,同比+10.98%,环比-6.23%;光伏上网电量61.64亿千瓦时,同比+122.21%,环比+52.65%。公司Q2整体发电量同比降幅有所收窄;上半年新能源“抢装潮”助力公司风光上网电量实现可观增长。电价方面,受全国多地电价下行影响,公司上半年电价有所降低。2025年H1公司实现平均上网电价409.70元/兆瓦时,同比-6.72%。其中煤电电价428.75元/兆瓦时,同比-32.14元/兆瓦时;水电电价273.53元/兆瓦时,同比+12.92元/兆瓦时;风电电价450.10元/兆瓦时,同比-28.85元/兆瓦时;光伏电价329.84元/兆瓦时,同比-91.91元/兆瓦时。单Q2公司实现平均上网电价394.92元/兆瓦时,同比-6.66%,环比-7.17%。装机方面,截至2025年6月30日,公司合并报表口径控股装机容量12015.56万千瓦,其中火电7663.3万千瓦,水电1495.06万千瓦,风电1016.91万千瓦,光伏1840.29万千瓦。Q2单季度公司火电控股装机容量增加100.4万千瓦,新能源控股装机容量增加276.02万千瓦。
- **单季业绩: 成本管控进一步夯实,“煤电一体”灵活优势凸显。**2025年

Q1 虽面临电价下行压力，然公司通过超预期的营业成本管控及四费（销售、管理、研发、财务等费用）控制实现优异业绩。Q2 公司继续压实成本管控，在营业收入同比-6.04%/环比-4.95%的同时，进一步实现营业成本同比-9.28%/环比-9.09%；同时，四费也实现销售费用-72.07%/管理费用-22.36%/研发费用-33.20%/财务费用-7.41%的同比变化。综合来看，公司由集团保障的“煤电一体”商业模式在煤价电价下行时仍具备较高的灵活采购能力，从而实现控制燃料成本、支撑公司稳健业绩。此外，公司四费在一二季度持续出现同比下行，凸显公司自身的经营优势。公司成本控制效果显著，年内业绩有望更为亮眼。

- **分红：三年现金分红规划彰显市值管理决心，稳健经营业绩+高分红有望提升公司配置价值。**分红方面，公司公告 2025-2027 年三年现金分红规划，决定将在 2025-2027 年间每年进行两次现金分红，年度现金分红不低于归母净利润的 60%，同时每股分红不低于 0.22 元（含税）。近五年以来公司仅 2022 年分红比例达到 60%以上，其余年份均在 40% 以下。公司此次承诺连续三年分红 60%且分红绝对额不低于 0.22 元/股，对应 8 月 19 日收盘价的股息率高达 4.56%，高股息配置价值凸显，也彰显出公司市值管理的决心。
- **盈利预测及评级：**国电电力行业地位、股东背景、资产质量、发展格局等多方面在业内处于领先地位。**1）行业地位：**公司作为五大发电集团之一的核心常规能源上市公司，火电装机位居市场第二位，体量较大；**2）股东背景：**公司背靠国家能源集团，煤炭供给保障较强，火电板块成本端管控能力突出；**3）资产质量：**公司火电机组以 60 万千瓦以上的大机组为主，质地较优，且技改投入多调节能力强；**4）发展格局：**公司已经实现以煤电发电为主，水风光多业务板块协同发展格局，稳健经营的同时又具装机增长潜力。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润的预测分别为 64.59/72.72/82.83 亿元，对应 2025 年 8 月 19 日收盘价的 PE 分别为 13.17/11.70/10.27 倍。若假设公司实现分红归母净利润的 60%，则未来三年股息率分别为 4.56%/5.13%/5.84%（对应 8 月 19 日）。维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**电价超预期下行；项目建设进度不及预期，电力市场化改革推进不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	180,999	179,182	170,118	179,171	189,237
同比(%)	-7.0%	-1.0%	-5.1%	5.3%	5.6%
归属母公司净利润（百万元）	5,609	9,831	6,459	7,272	8,283
同比(%)	98.8%	75.3%	-34.3%	12.6%	13.9%
毛利率(%)	14.6%	14.2%	12.1%	12.6%	13.2%
ROE(%)	11.5%	17.5%	10.6%	10.7%	10.9%
EPS（摊薄）（元）	0.31	0.55	0.36	0.41	0.46
P/E	15.17	8.65	13.17	11.70	10.27
P/B	1.74	1.52	1.40	1.25	1.11
EV/EBITDA	7.96	8.57	9.04	8.69	8.13

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 19 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,684	62,795	60,786	66,192	73,452
货币资金	19,166	15,437	16,255	19,566	23,797
应收票据	1,406	1,366	1,297	1,366	1,443
应收账款	22,045	28,467	22,002	24,157	26,300
预付账款	3,327	3,301	3,382	3,456	3,637
存货	4,976	6,148	6,645	6,528	7,297
其他	7,764	8,076	11,206	11,119	10,979
非流动资产	399,215	431,141	457,876	484,504	509,026
长期股权投资	15,005	16,404	16,404	16,404	16,404
固定资产(合计)	270,808	293,375	316,489	342,903	377,217
无形资产	10,122	7,034	7,486	7,845	8,274
其他	103,281	114,328	117,497	117,352	107,131
资产总计	457,899	493,936	518,662	550,696	582,478
流动负债	143,020	125,901	121,752	127,890	133,852
短期借款	48,944	30,413	33,898	37,383	40,868
应付票据	6,236	6,705	6,886	6,791	7,281
应付账款	25,974	27,012	24,230	26,420	27,719
其他	61,866	61,772	56,738	57,296	57,984
非流动负债	195,453	236,671	256,853	271,019	283,480
长期借款	175,138	209,212	223,485	236,330	247,892
其他	20,315	27,459	33,368	34,689	35,589
负债合计	338,473	362,572	378,604	398,909	417,332
少数股东权益	70,664	75,331	79,289	83,746	88,823
归属母公司股东权益	48,762	56,034	60,768	68,041	76,323
负债和股东权益	457,899	493,936	518,662	550,696	582,478

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	180,999	179,182	170,118	179,171	189,237
同比(%)	-7.0%	-1.0%	-5.1%	5.3%	5.6%
归属母公司净利润	5,609	9,831	6,459	7,272	8,283
同比(%)	98.8%	75.3%	-34.3%	12.6%	13.9%
毛利率(%)	14.6%	14.2%	12.1%	12.6%	13.2%
ROE%	11.5%	17.5%	10.6%	10.7%	10.9%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.55	0.36	0.41	0.46
P/E	15.17	8.65	13.17	11.70	10.27
P/B	1.74	1.52	1.40	1.25	1.11
EV/EBITDA	7.96	8.57	9.04	8.69	8.13

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	180,999	179,182	170,118	179,171	189,237
营业成本	154,540	153,674	149,503	156,665	164,186
营业税金及附加	1,870	1,872	1,868	1,897	2,020
销售费用	32	16	25	24	23
管理费用	2,025	2,218	1,863	2,061	2,197
研发费用	741	555	623	648	654
财务费用	6,711	6,551	5,133	5,529	5,905
减值损失合计	-1,542	-1,394	-1,526	-1,526	-1,526
投资净收益	1,585	7,333	4,000	4,000	4,000
其他	165	-210	199	171	183
营业利润	15,289	20,025	13,777	14,992	16,909
营业外收支	381	424	127	129	226
利润总额	15,670	20,448	13,903	15,121	17,135
所得税	3,698	3,805	3,486	3,391	3,776
净利润	11,972	16,643	10,417	11,730	13,359
少数股东损益	6,364	6,812	3,958	4,457	5,076
归属母公司净利润	5,609	9,831	6,459	7,272	8,283
EBITDA	40,521	40,107	39,772	43,015	47,435
EPS(当年)(元)	0.31	0.55	0.36	0.41	0.46

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42,584	55,640	34,090	37,687	40,500
净利润	11,972	16,643	10,417	11,730	13,359
折旧摊销	18,730	19,524	20,735	22,365	24,395
财务费用	6,791	6,521	5,257	5,648	6,012
投资损失	-1,585	-7,333	-4,000	-4,000	-4,000
营运资金变动	4,798	18,300	-37	208	-902
其它	1,878	1,985	1,718	1,736	1,636
投资活动现金流	-46,860	-48,745	-44,837	-46,379	-46,203
资本支出	-49,609	-57,884	-50,752	-50,453	-50,354
长期投资	2,328	6,944	-34	-92	-15
其他	421	2,195	5,950	4,166	4,166
筹资活动现金流	4,929	-10,242	11,565	12,004	9,934
吸收投资	1,761	3,375	7	0	0
借款	31,393	15,542	17,758	16,331	15,046
支付利息或股息	-14,548	-14,568	-7,219	-5,648	-6,012
现金流净增加额	654	-3,348	818	3,311	4,231

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，现任信达证券研发中心负责人，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。