

国电电力 (600795.SH)

25年中报点评: 分红比例超预期提升, 火水盈利能力增强

国电电力发布 2025 年中报, 1H25 实现营业收入 776.55 亿元, 同比-9.52%; 归母净利润 36.87 亿元, 同比-45.11%; 扣非归母净利润 34.10 亿元, 同比+56.12%。

- 电价下降导致收入下滑, 剔除一次性因素影响后业绩高增。上半年公司实现营业收入 776.55 亿元, 同比-9.52%; 归母净利润 36.87 亿元, 同比-45.11%; 考虑去年同期转让国电建投的影响后, 上半年公司扣非归母净利润为 34.10 亿元, 同比+56.12%。其中, 2Q25 实现营业收入 378.42 亿元, 同比-6.04%; 归母净利润 18.76 亿元, 同比-61.96%; 扣非归母净利润 18.03 亿元, 同比+302.47%。公司拟派发中期股利 0.10 元/股, 分红金额合计 17.84 亿元, 占上半年归母净利润的 48.38%。
- 火电电量下滑, 度电利润进一步改善。1H25 公司火电实现上网电量 1518.4 亿千瓦时, 同比-7.51%; 其中 2Q25 火电上网电量 738.48 亿千瓦时, 同比-5.5%。上半年公司煤电上网电价为 428.75 元/兆瓦时, 同比下降 32.14 元/兆瓦时。受益上半年煤价同比下行, 公司入炉标煤单价为 831.48 元/吨, 同比降低 87.46 元/吨, 降幅达到 9.52%。火电盈利进一步修复, 上半年实现归母净利润 19.67 亿元, 计算度电归母净利润为 0.013 元/千瓦时, 同比提高 0.001 元/千瓦时。
- 水电量减价增, 盈利能力增强。1H25 公司水电实现上网电量 226.85 亿千瓦时, 同比-6.44%, 其中 2Q25 水电上网电量 154.94 亿千瓦时, 同比-6.2%。上半年水电上网电价为 273.53 元/兆瓦时, 同比+12.92 元/兆瓦时。去年同期受大兴川电站计提在建工程减值准备影响, 公司水电归母净利润为-0.26 亿元, 今年无减值影响, 上半年水电实现归母净利润 8.83 亿元, 测算度电归母净利润为 0.039 元/千瓦时, 电价上涨带动板块盈利能力增强。
- 光伏上网电量同比高增, 弥补电价下行对板块整体利润的影响。2Q24 公司风电实现上网电量 53.59 亿千瓦时, 同比+11.0%; 光伏实现上网电量 61.64 亿千瓦时, 同比+122.2%, 延续高增长趋势。上半年公司风电、光伏平均上网电价分别为 450.1 和 329.84 元/兆瓦时, 同比下滑 28.85 和 91.91 元/兆瓦时; 实现度电归母净利润 0.048 和 0.058 元/千瓦时, 同比下滑 0.029 和 0.036 元/千瓦时。尽管平价项目增多导致单位盈利下滑, 但公司通过快速扩大的新能源装机规模以量补价, 新能源板块整体业绩为 11.2 亿元, 与去年同期的 11.99 亿元相当。
- 注重股东回报, 分红比例大幅提升。公司发布未来三年现金分红规划, 提出 2025-2027 年每年现金分红 (含中期分红) 不低于当年上市公司归母净利润的 60%, 且每股股利不低于 0.22 元 (含税)。2022-2024 年公司现金分红比例分别为 63%/38%/36%, 且此前公司在章程中承诺的分红比例为“不低于当年可分配利润的 30%”, 本次分红承诺较之前有大幅提升, 体现出管理层对于股东回报的重视, 以及对公司长期发展的信心。
- 盈利预测与估值。煤炭供需宽松格局下煤价仍有下降空间, 容量电价进一步稳定火电盈利预期; 2025 年川渝特高压投产有望缓解水电消纳问题, 大渡河

强烈推荐 (维持)

周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 4.77 元

基础数据

总股本 (百万股)	17836
已上市流通股 (百万股)	17836
总市值 (十亿元)	85.1
流通市值 (十亿元)	85.1
每股净资产 (MRQ)	3.3
ROE (TTM)	11.7
资产负债率	73.4%
主要股东	国家能源投资集团有限责任公司
主要股东持股比例	50.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	15	-10
相对表现	-2	8	-36



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《国电电力 (600795) 25 年中报点评: 分红比例超预期提升, 火水盈利能力增强》2025-08-19
- 《国电电力 (600795) 25 年一季报点评: 业绩稳中有增, 新能源投产提速》2025-04-27
- 《国电电力 (600795) 24 年年报点评: 火电盈利持续修复, 水电减值影响扣非利润, 相较预告区间略超预期》2025-04-16

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

在建水电站将于 25 年开始投产，预计大幅提升水电装机，同时增发效应也有望增厚水电盈利。1H25 公司新增新能源装机 645.16 万千瓦，已超额完成 641.59 万千瓦的全年装机目标，下半年预计火电、水电分别还有 564、136.5 万千瓦的新增装机投产，公司业绩有望持续放量。维持公司 2025-2027 年归母净利润预期，分别为 68.70、80.38、96.68 亿元，分别同比增长-30%、17%、20%，当前股价对应 PE 分别为 12.4x、10.6x、8.8x，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：煤炭成本高于预期、项目建设进度不及预期、现金回收不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	180999	179182	194249	196149	205660
同比增长	-6%	-1%	8%	1%	5%
营业利润(百万元)	15289	20025	13829	16255	19622
同比增长	24%	31%	-31%	18%	21%
归母净利润(百万元)	5609	9831	6870	8038	9668
同比增长	99%	75%	-30%	17%	20%
每股收益(元)	0.31	0.55	0.39	0.45	0.54
PE	15.2	8.7	12.4	10.6	8.8
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	58684	62795	69788	67639	73150
现金	19166	15437	18215	15690	18828
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1406	1366	1481	1496	1568
应收款项	22045	28467	30861	31163	32674
其它应收款	2662	1193	1293	1306	1369
存货	4976	6148	6816	6799	7034
其他	8429	10184	11121	11185	11676
非流动资产	399215	431141	451045	469626	486967
长期股权投资	15005	16404	16404	16404	16404
固定资产	270808	293375	314376	333920	352109
无形资产商誉	11638	8510	7659	6893	6204
其他	101764	112853	112606	112409	112251
资产总计	457899	493936	520833	537265	560117
流动负债	143020	125901	144735	150033	159412
短期借款	48944	30413	78150	83579	91158
应付账款	32210	33717	37381	37287	38574
预收账款	819	869	964	961	994
其他	61046	60902	28241	28206	28686
长期负债	195453	236671	236671	236671	236671
长期借款	175138	209212	209212	209212	209212
其他	20315	27459	27459	27459	27459
负债合计	338473	362572	381406	386704	396083
股本	17836	17836	17836	17836	17836
资本公积金	980	934	934	934	934
留存收益	29946	37264	40567	46132	52906
少数股东权益	70664	75331	80091	85660	92359
归属于母公司所有者权益	48762	56034	59337	64901	71676
负债及权益合计	457899	493936	520833	537265	560117

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42584	55640	37700	39423	43322
净利润	11972	16643	11630	13607	16367
折旧摊销	18474	19242	21453	22776	24016
财务费用	6791	6521	6993	7061	7404
投资收益	(1585)	(7333)	(3285)	(3514)	(3891)
营运资金变动	7045	20753	910	(507)	(572)
其它	(113)	(188)	0	0	0
投资活动现金流	(46860)	(48745)	(38072)	(37842)	(37465)
资本支出	(49769)	(58096)	(41357)	(41357)	(41357)
其他投资	2910	9350	3285	3514	3891
筹资活动现金流	4929	(10242)	3150	(4106)	(2719)
借款变动	26679	(7098)	13710	5429	7579
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	437	(46)	0	0	0
股利分配	(2675)	(3745)	(3567)	(2473)	(2894)
其他	(19512)	647	(6993)	(7061)	(7404)
现金净增加额	653	(3347)	2778	(2525)	3138

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	180999	179182	194249	196149	205660
营业成本	154540	153674	170373	169946	175814
营业税金及附加	1870	1872	2030	2049	2149
营业费用	32	16	17	17	18
管理费用	2025	2218	2137	2158	2262
研发费用	741	555	602	608	637
财务费用	6711	6551	6993	7061	7404
资产减值损失	(1965)	(2126)	(1554)	(1569)	(1645)
公允价值变动收益	0	0	0	1	2
其他收益	588	522	566	571	599
投资收益	1585	7333	2719	2942	3291
营业利润	15289	20025	13829	16255	19622
营业外收入	896	850	921	930	975
营业外支出	515	426	462	466	489
利润总额	15670	20448	14289	16719	20109
所得税	3698	3805	2659	3111	3742
少数股东损益	6364	6812	4760	5570	6699
归属于母公司净利润	5609	9831	6870	8038	9668

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-6%	-1%	8%	1%	5%
营业利润	24%	31%	-31%	18%	21%
归母净利润	99%	75%	-30%	17%	20%
获利能力					
毛利率	14.6%	14.2%	12.3%	13.4%	14.5%
净利率	3.1%	5.5%	3.5%	4.1%	4.7%
ROE	12.0%	18.8%	11.9%	12.9%	14.2%
ROIC	4.6%	4.8%	4.1%	4.4%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	73.9%	73.4%	73.2%	72.0%	70.7%
净负债比率	57.6%	55.4%	55.2%	54.5%	53.6%
流动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	27.9	27.6	26.3	25.0	25.4
应收账款周转率	8.1	6.7	6.2	6.0	6.1
应付账款周转率	4.8	4.7	4.8	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.55	0.39	0.45	0.54
每股经营净现金	2.39	3.12	2.11	2.21	2.43
每股净资产	2.73	3.14	3.33	3.64	4.02
每股股利	0.12	0.20	0.14	0.16	0.20
估值比率					
PE	15.2	8.7	12.4	10.6	8.8
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.1	11.6	12.4	11.4	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。