

国电电力（600795.SH）

优于大市

25H1 扣非归母净利润同比+56%，未来三年现金分红规划发布

核心观点

营业收入同比下降，扣非归母净利润大幅增长。2025 年上半年，公司实现营业收入 776.55 亿元，同比下降 9.52%；归母净利润 36.87 亿元，同比下降 27.39%；扣非归母净利润 34.10 亿元，同比增长 56.12%。公司营业收入下降主要系售电单价同比下降，2025 年上半年公司平均上网电价 409.70 元/兆瓦时，同比下降 29.51 元/兆瓦时，降幅为 6.7%。公司归母净利润同比减少 45.11%，主要原因：一是去年同期公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加，二是去年同期大兴川电站计提在建工程减值准备，本期无此项。扣非归母净利润同比增加 56.12%，主要原因是上期公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司非经常性损益增加。

公司持续推进各类电源项目建设，装机容量稳步增长，保障未来业绩增长。

2025 年上半年，公司前期及基建支出 211.91 亿元（72.24 亿元用于新能源项目，66.28 亿元用于水电项目，73.04 亿元用于火电项目），2025 年上半年，公司新增装机容量 846 万千瓦，其中煤电 200 万千瓦、风电 33 万千瓦、光伏 612 万千瓦。截至 2025 年 6 月，公司在建风电、光伏项目 211.83、343.34 万千瓦；大渡河流域水电站 2025、2026 年计划投产 136.50、215.50 万千瓦。

公司发布未来三年现金分红规划，提升股东回报水平。

公司发布 2025-2027 年现金分红规划，在足额提取法定公积金、任意公积金后，每年以现金方式分配的利润原则上不低于当年归母净利润的 60%，且每股派发现金红利不低于 0.22 元人民币（含税）。2025 年上半年，公司拟每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），预计分红金额 17.84 亿元，占公司 2025 年上半年合并报表实现归母净利润的 48.38%。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；项目投运不及预期；煤价上涨；来水情况较差。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 70.50/78.95/87.17 亿元（2025-2027 年原预测值为 74.97/83.22/90.73 亿元），分别同比增长-28.3%/12.0%/10.4%；EPS 分别为 0.40/0.44/0.49 元，当前股价对应 PE 为 11.4/10.2/9.2x。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	180,999	179,182	176,961	183,539	183,899
(+/-%)	-6.1%	-1.0%	-1.2%	3.7%	0.2%
净利润(百万元)	5609	9831	7050	7895	8717
(+/-%)	98.6%	75.3%	-28.3%	12.0%	10.4%
每股收益(元)	0.31	0.55	0.40	0.44	0.49
EBIT Margin	12.0%	11.6%	11.6%	13.1%	13.8%
净资产收益率(ROE)	11.5%	17.5%	12.0%	12.7%	13.3%
市盈率(PE)	14.3	8.2	11.4	10.2	9.2
EV/EBITDA	10.5	11.1	13.3	12.1	11.5
市净率(PB)	1.65	1.44	1.37	1.30	1.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

证券分析师：刘汉轩

010-88005198

liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

证券分析师：崔佳诚

021-60375416

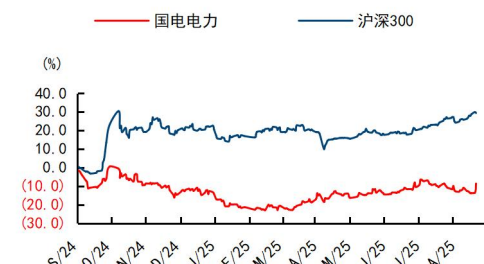
cuijiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.77 元
总市值/流通市值	85076/85076 百万元
52 周最高价/最低价	6.02/4.07 元
近 3 个月日均成交额	585.79 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《国电电力（600795.SH）-煤电盈利大幅增长，电源项目建设持续推进》——2025-04-21

《国电电力（600795.SH）-火电电量环比改善，新能源发展稳步推进》——2024-10-27

《国电电力（600795.SH）-资产转让使得投资收益增加，24Q2 归母净利润大幅增长》——2024-08-21

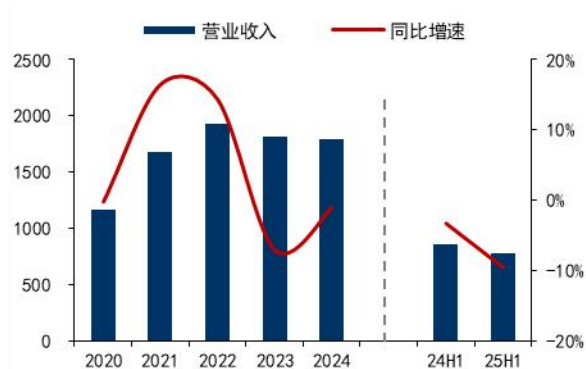
《国电电力（600795.SH）-火电、新能源稳健增长，电价上行促进水电板块盈利提升》——2024-04-18

《国电电力（600795.SH）-Q3 扣非归母净利润显著增长，业绩持续稳健增长可期》——2023-10-27

营业收入同比下降，扣非归母净利润大幅增长。2025 年上半年，公司实现营业收入 776.55 亿元，同比下降 9.52%；归母净利润 36.87 亿元，同比下降 27.39%；扣非归母净利润 34.10 亿元，同比增长 56.12%。2025 年第二季度，公司实现收入 378.42 亿元，同比下降 6.04%；归母净利润 18.76 亿元，同比下降 61.96%；扣非归母净利润 18.03 亿元，同比增长 302.47%。公司营业收入下降主要系售电单价同比下降，2025 年上半年公司平均上网电价 409.70 元/兆瓦时，同比下降 29.51 元/兆瓦时，降幅为 6.7%。公司归母净利润同比减少 45.11%，主要原因：一是去年同期公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加，二是去年同期大兴川电站计提在建工程减值准备，本期无此项。扣非归母净利润同比增加 56.12%，主要原因是上期公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司非经常性损益增加。

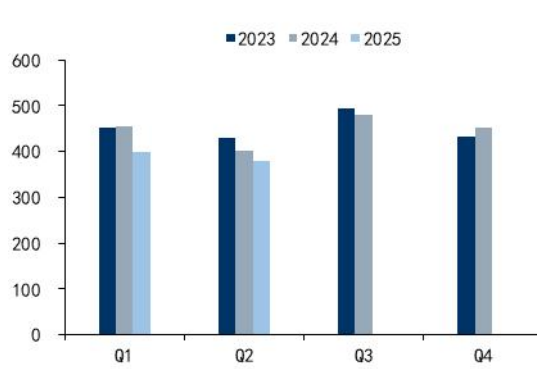
分板块归母净利润情况：2025 年上半年，公司煤电板块归母净利润 19.67 亿元（-1.4%），气电板块归母净利润 0.0018 亿元（-18.2%），水电板块归母净利润 8.83 亿元（扭亏为盈），风电板块归母净利润 5.29 亿元（-31.1%），光伏板块归母净利润 5.99 亿元（+39.0%）。

图1：国电电力营业收入及增速（单位：亿元）



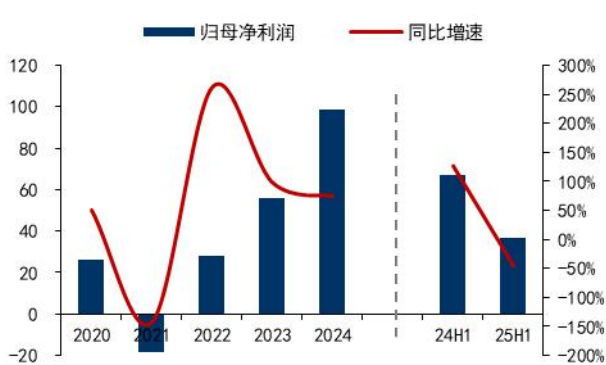
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国电电力单季营业收入（单位：亿元）



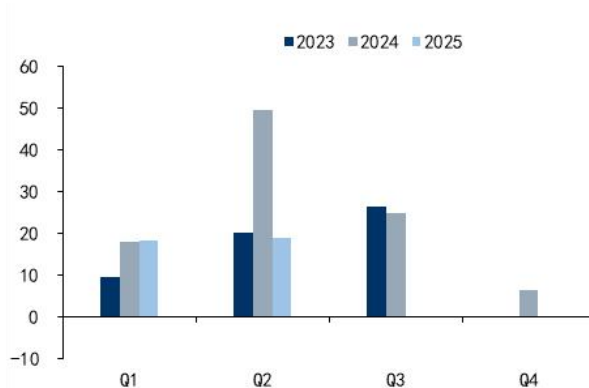
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：国电电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：国电电力单季归母净利润（单位：亿元）



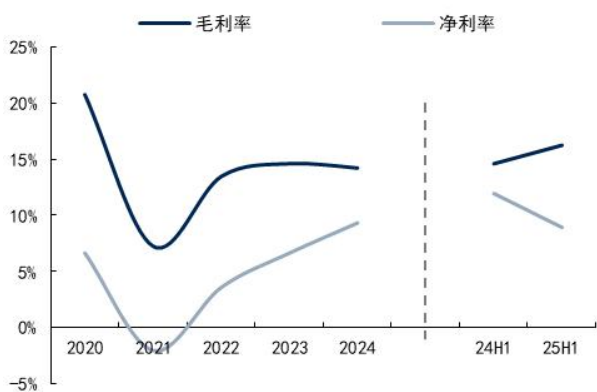
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

火电发电量同比下降，光伏发电量同比大幅增长。2025 年上半年，公司发电量 2060.26 亿千瓦时，可比口径同比下降 2.03%；上网电量 1958.01 亿千瓦时，可比

口径同比下降 1.96%；火电发电量 1614.67 亿千瓦时（-7.40%），上网电量 1518.40 亿千瓦时（-7.51%）；水电发电量 228.70 亿千瓦时，上网电量 226.85 亿千瓦时（-6.44%）；风电发电量 113.55 亿千瓦时（+10.37%），上网电量 110.74 亿千瓦时（+11.11%）；光伏发电量 103.35 亿千瓦时（+122.55%），上网电量 102.02 亿千瓦时（+122.85%）。

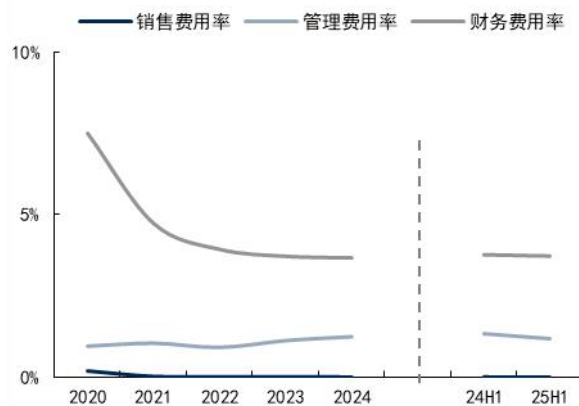
毛利率同比增加，费用率有所下降，投资收益同比减少使得净利率水平下行。2025 年上半年，公司毛利率为 16.27%，同比增加 1.65pct，毛利率水平有所增加，主要系煤价下降影响，2025 年上半年公司入炉综合标煤单价 831.48 元/吨，同比下降 87.46 元/吨，降幅 9.52%。费用率方面，2025 年上半年，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.71%、1.18%，财务费用率同比减少 0.04pct，管理费用率同比减少 0.15pct。同期内，由于今年无资产处置影响，投资收益下降，公司净利率较 2024 同期减少 3.00pct 至 8.90%。

图5：国电电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

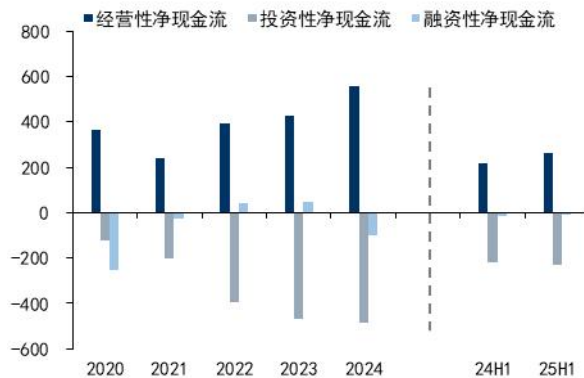
图6：国电电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

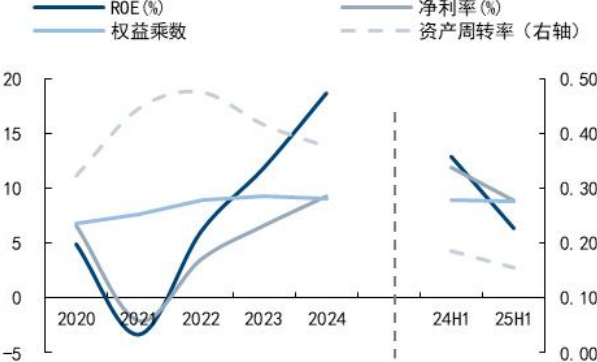
ROE 下降，经营性净现金流有所增加。2025 年上半年，由于净利率下降，公司 ROE 下行，较 2024 年同期减少 6.50pct 至 6.36%。现金流方面，2025 年上半年，公司经营净现金流为 259.77 亿元，同比增长 18.87%，主要受收入下降和燃料成本下降的综合影响；投资性净现金流流出 231.81 亿元，同比有所增加；融资性净现金流-11.40 亿元，同比有所增加，主要系融资业务同比增加。

图7：国电电力现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：国电电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司持续推进各类电源项目建设，装机容量稳步增长，保障未来业绩增长。2025年上半年，公司前期及基建支出 211.91 亿元（72.24 亿元用于新能源项目，66.28 亿元用于水电项目，73.04 亿元用于火电项目，0.35 亿元用于其他项目），技改及零购支出 12.64 亿元，信息化及科技项目支出 4.95 亿元，股权投资 11.51 亿元。截至 2025 年 6 月，公司累计控股装机容量 12015.56 万千瓦，其中煤电 7460.90 万千瓦，气电 202.40 万千瓦，水电 1495.06 万千瓦，风电 1016.91 万千瓦，光伏 1840.29 万千瓦。2025 年上半年，公司新增装机容量 846 万千瓦，其中煤电 200 万千瓦、风电 33 万千瓦、光伏 612 万千瓦。截至 2025 年 6 月，公司在建风电项目 211.83 万千瓦，主要分布在内蒙、甘肃等区域，在建光伏发电项目 343.34 万千瓦，主要分布在天津、新疆、内蒙等区域。大渡河流域水电站 2025、2026 年计划投产 136.50、215.50 万千瓦。

公司发布未来三年现金分红规划，提升股东回报。公司发布 2025-2027 年现金分红规划，在符合现金分红条件下，公司将每年中期、年度各进行一次现金分红；公司在足额提取法定公积金、任意公积金后，每年以现金方式分配的利润（包括中期已分配的现金红利）原则上不低于当年实现的归属于上市公司股东净利润的 60%，且每股派发现金红利不低于 0.22 元人民币（含税）。2025 年上半年，公司拟每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），预计分红金额 17.84 亿元，占公司 2025 年上半年合并报表实现归母净利润的 48.38%。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 70.50/78.95/87.17 亿元（2025-2027 年原预测值为 74.97/83.22/90.73 亿元），分别同比增长-28.3%/12.0%/10.4%；EPS 分别为 0.40/0.44/0.49 元，当前股价对应 PE 为 11.4/10.2/9.2x。维持“优于大市”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
600011.SH	华能国际	7.26	1,140	0.65	0.80	0.83	0.86	11.2	9.1	8.7	8.4	7.4%	优于大市
001289.SZ	龙源电力	16.65	1,392	0.76	0.85	0.89	0.94	21.9	19.6	18.7	17.7	8.7%	优于大市
600027.SH	华电国际	5.32	580	0.56	0.62	0.65	0.68	9.5	8.6	8.2	7.8	8.5%	优于大市

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19166	15437	19919	17709	28187	营业收入	180999	179182	176961	183539	183899
应收款项	24981	30944	30561	29575	31050	营业成本	154540	153674	151586	154581	153727
存货净额	4976	6148	5568	5569	5705	营业税金及附加	1870	1872	1849	1918	1921
其他流动资产	9561	10218	9153	9885	9968	销售费用	32	16	16	16	16
流动资产合计	58684	62795	65248	62786	74958	管理费用	2025	2218	2373	2448	2283
固定资产	360117	383684	427026	467602	453840	研发费用	741	555	548	568	570
无形资产及其他	10122	7034	6682	6330	5979	财务费用	6711	6551	8389	10049	10216
投资性房地产	13972	24020	24020	24020	24020	投资收益	1585	7333	3833	3833	4133
长期股权投资	15005	16404	16704	17004	17304	资产减值及公允价值变动	(1542)	(1394)	(1394)	(1394)	(1194)
资产总计	457899	493936	539679	577742	576099	其他收入	(576)	(765)	(548)	(568)	(570)
短期借款及交易性金融负债	88476	64440	73482	80605	71129	营业利润	15289	20025	14640	16397	18106
应付款项	32210	33717	33998	33967	33551	营业外净收支	381	424	25	25	25
其他流动负债	22335	27744	27985	27975	27605	利润总额	15670	20448	14665	16422	18131
流动负债合计	143020	125901	135465	142547	132285	所得税费用	3698	3805	2729	3056	3374
长期借款及应付债券	176835	209933	239933	269933	272933	少数股东损益	6364	6812	4885	5471	6040
其他长期负债	18618	26738	28630	29691	33382	归属于母公司净利润	5609	9831	7050	7895	8717
长期负债合计	195453	236671	268563	299624	306315	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	338473	362572	404028	442171	438600	净利润	5609	9831	7050	7895	8717
少数股东权益	70664	75331	76796	73558	72000	资产减值准备	(2104)	(148)	565	15	(10)
股东权益	48762	56034	58854	62013	65499	折旧摊销	18211	19051	15888	19078	19914
负债和股东权益总计	457899	493936	539679	577742	576099	公允价值变动损失	1542	1394	1394	1394	1194
						财务费用	6711	6551	8389	10049	10216
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(12148)	(3053)	5281	1286	1201
每股收益	0.31	0.55	0.40	0.44	0.49	其它	(8038)	(3134)	901	(3253)	(1548)
每股红利	0.82	0.82	0.24	0.27	0.29	经营活动现金流	3071	23940	31078	26415	29468
每股净资产	2.73	3.14	3.30	3.48	3.67	资本开支	0	(40714)	(61107)	(60711)	(6983)
ROIC	3.39%	3.12%	2%	3%	3%	其它投资现金流	13	(48)	0	0	0
ROE	11.50%	17.5%	12.0%	12.7%	13.3%	投资活动现金流	(2071)	(42161)	(61407)	(61011)	(7283)
毛利率	15%	14%	14%	16%	16%	权益性融资	1	3375	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	12%	13%	14%	负债净变化	25498	34074	30000	30000	3000
EBITDA Margin	22%	22%	21%	23%	25%	支付股利、利息	(14548)	(14568)	(4230)	(4737)	(5230)
收入增长	-6%	-1%	-1%	4%	0%	其它融资现金流	(24702)	(27894)	9041	7123	(9476)
净利润增长率	99%	75%	-28%	12%	10%	融资活动现金流	(2802)	14492	34811	32386	(11706)
资产负债率	89%	89%	89%	89%	89%	现金净变动	(1802)	(3729)	4482	(2210)	10479
股息率	18.1%	18.1%	5.3%	5.9%	6.5%	货币资金的期初余额	20968	19166	15437	19919	17709
P/E	14.3	8.2	11.4	10.2	9.2	货币资金的期末余额	19166	15437	19919	17709	28187
P/B	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(7749)	(23181)	(20808)	34791
EV/EBITDA	10.5	11.1	13.3	12.1	11.5	权益自由现金流	0	(1569)	9033	8137	20001

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032