

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

“迎峰度夏”叠加成本管控共筑单季优异业绩，四川火&水潜在资产注入可期

2025年10月28日

事件: 2025年10月27日晚，国电电力发布2025年三季报。2025年Q1-3公司实现营业收入1252.05亿元，同比-6.47%；实现归母净利润67.77亿元，同比-26.27%；扣非后归母净利润64.24亿元，同比+37.99%。经营活动现金流量净额427.83亿元，同比+15.47%。其中，单Q3公司实现营业收入475.51亿元，同比-1.01%，环比+25.66%；实现归母净利润30.90亿元，同比+24.87%，环比+64.72%；实现扣非后归母净利润30.14亿元，同比+21.96%，环比+67.18%。

点评:

- **发电业务情况：“迎峰度夏”助力火电发电量同环比改善，新能源电量增速环比放缓。**电量方面，2025年Q1-3，公司上网电量实现3321.34亿千瓦时，同比+0.74%。其中，火电上网电量2549.31亿千瓦时，同比-2.17%；水电上网电量449.23亿千瓦时，同比-4.48%；风电上网电量151.44亿千瓦时，同比+7.18%；光伏上网电量171.36亿千瓦时，同比+115.63%。其中，单Q3公司上网电量实现1030.90亿千瓦时，同比+7.58%，环比+35.16%。其中，火电上网电量738.48亿千瓦时，同比+6.93%，环比+39.60%；水电上网电量155.94亿千瓦时，同比-31.55%，环比+0.65%；风电上网电量40.70亿千瓦时，同比-2.23%，环比-24.05%；光伏上网电量69.34亿千瓦时，同比+222.21%，环比+12.49%。**得益于Q3“迎峰度夏”，公司火电发电量同环比大幅改善；新能源“抢装潮”过后电量增速环比放缓。**电价方面，受全国多地电价下行影响，公司Q3电价持续降低。2025年Q1-3公司实现平均上网电价396.02元/兆瓦时，同比-7.51%。单Q3公司实现平均上网电价376.36元/兆瓦时，同比-8.31%，环比-4.70%。**装机方面**，截至2025年9月30日，公司合并报表口径控股装机容量12324.14万千瓦，其中火电7929.3万千瓦，水电1495.06万千瓦，风电1042.85万千瓦，光伏1856.93万千瓦。Q3单季度公司火电控股装机容量增加266万千瓦，新能源控股装机容量增加42.58万千瓦。
- **单季业绩：成本管控持续夯实，“煤电一体”灵活优势凸显。**2025年上半年，公司虽面临电价下行压力，但仍然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。Q3公司继续压实成本管控，在营业收入同比-1.01%的同时，进一步实现营业成本同比-3.66%；同时，费用部分也实现销售费用-38.96%/管理费用-30.34%/财务费用-1.68%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，公司部分费用在前三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。

- **潜在注入：大渡河公司合并四川及金沙江公司，大规模水电资产潜在注入可期。**据国家能源集团四川公司之声，2025 年 9 月国家能源集团大渡河公司合并四川公司及金沙江公司，统筹负责集团在川电力产业运营。目前，大渡河公司拥有在运水电装机 1239 万千瓦，在运煤电装机 590 万千瓦，在运光伏装机 71 万千瓦；同时拥有在建水电装机 963 万千瓦，在建新能源装机超 100 万千瓦，发电量占四川省统调电量三分之一。原四川公司在运火电装机占全川统调燃煤火电总装机的 49.2%，拥有全川仅有的两台 100 万千瓦超超临界火电机组，是四川电网能源保供的重要支撑；原金沙江公司目前在建机组约 5GW，其中包含旭龙水电站 2.4GW，奔子栏水电站 2.6GW，我们预计均在“十六五”期间投产。**新大渡河公司有望获得煤电在运 5.9GW+水电在建 5GW 的潜在资产注入，成长有望长期持续。**
- **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。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。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润的预测分别为 76.68/81.38/86.67 亿元，对应 2025 年 10 月 27 日收盘价的 PE 分别为 12.35/11.64/10.93 倍。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	7,668	8,138	8,667
同比(%)	98.8%	75.3%	-22.0%	6.1%	6.5%
毛利率(%)	14.6%	14.2%	13.6%	13.6%	13.7%
ROE(%)	11.5%	17.5%	12.7%	11.9%	11.2%
EPS（摊薄）（元）	0.31	0.55	0.43	0.46	0.49
P/E	16.89	9.63	12.35	11.64	10.93
P/B	1.94	1.69	1.57	1.38	1.23
EV/EBITDA	7.96	8.57	8.79	8.59	8.21

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 10 月 27 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	55,138	62,156	70,317
货币资金	19,166	15,437	10,781	15,645	20,715
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	3,323	3,416	3,619
存货	4,976	6,148	6,529	6,453	7,262
其他	7,764	8,076	11,206	11,119	10,979
非流动资产	399,215	431,141	456,701	483,330	507,852
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	116,323	116,178	105,957
资产总计	457,899	493,936	511,839	545,486	578,169
流动负债	143,020	125,901	118,584	124,937	131,180
短期借款	48,944	30,413	33,898	37,383	40,868
应付票据	6,236	6,705	6,766	6,713	7,246
应付账款	25,974	27,012	23,808	26,116	27,585
其他	61,866	61,772	54,112	54,726	55,482
非流动负债	195,453	236,671	252,902	267,068	279,530
长期借款	175,138	209,212	223,485	236,330	247,892
其他	20,315	27,459	29,417	30,738	31,638
负债合计	338,473	362,572	371,486	392,006	410,709
少数股东权益	70,664	75,331	80,030	85,018	90,330
归属母公司股东权益	48,762	56,034	60,324	68,462	77,129
负债和股东权益	457,899	493,936	511,839	545,486	578,169

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	7,668	8,138	8,667
同比(%)	98.8%	75.3%	-22.0%	6.1%	6.5%
毛利率(%)	14.6%	14.2%	13.6%	13.6%	13.7%
ROE%	11.5%	17.5%	12.7%	11.9%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.55	0.43	0.46	0.49
P/E	16.89	9.63	12.35	11.64	10.93
P/B	1.94	1.69	1.57	1.38	1.23
EV/EBITDA	7.96	8.57	8.79	8.59	8.21

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	146,902	154,865	163,391
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	201	172	183
营业利润	15,289	20,025	16,380	16,793	17,705
营业外收支	381	424	127	129	226
利润总额	15,670	20,448	16,506	16,922	17,931
所得税	3,698	3,805	4,139	3,795	3,952
净利润	11,972	16,643	12,367	13,126	13,979
少数股东损益	6,364	6,812	4,700	4,988	5,312
归属母公司净利润	5,609	9,831	7,668	8,138	8,667
EBITDA	40,521	40,107	42,375	44,815	48,230
EPS(当年)(元)	0.31	0.55	0.43	0.46	0.49

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	35,633	39,239	41,338
净利润	11,972	16,643	12,367	13,126	13,979
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	-582	365	-684
其它	1,878	1,985	1,856	1,735	1,636
投资活动现金流	-46,860	-48,745	-43,740	-46,378	-46,203
资本支出	-49,609	-57,884	-50,890	-50,453	-50,353
长期投资	2,328	6,944	-34	-92	-15
其他	421	2,195	7,185	4,166	4,166
筹资活动现金流	4,929	-10,242	3,452	12,004	9,934
吸收投资	1,761	3,375	10	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	-9,003	-5,648	-6,012
现金流净增加额	654	-3,348	-4,656	4,865	5,070

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。