

国家能源集团常规能源平台，盈利稳定穿越周期

2026 年 01 月 22 日

核心观点

- 国家能源集团常规能源整合平台，盈利稳定性突出。**公司控股股东为国家能源集团，定位于国家能源集团常规能源整合平台。截至 25 年上半年末，累计装机 12016 万千瓦，其中火电、水电、风电、光伏分别为 7663、1495、1017、1840 万千瓦。多元化的电源结构提升业绩稳定性和抗风险能力，其中火电依靠集团长协煤资源有效平滑市场煤价变化导致的成本波动，大渡河水电提供稳定现金流。公司承诺 2025-2027 年每股分红不低于 0.22 元，按 1 月 20 日收盘价计算保底股息率为 4.4%，体现公司对盈利稳定性的信心并彰显投资价值。
- 火电：煤电一体化稳健经营，利用小时数高。**公司 7461 万千瓦煤电主要分布在东部沿海、大型煤电基地和外送电通道等需求旺盛区域，2022-2024 年火电年均利用小时数 5195 小时，高于全国平均约 600 小时。背靠国家能源集团长协煤供应，在市场煤价高企的 2022 年公司入炉标单低于同业 200-300 元/吨，2025 年上半年市场煤价大幅回落时公司入炉标单依然低于同业 20-80 元/吨，高长协覆盖率和低燃料成本保障火电业务稳健经营，近年来煤电度电净利润水平在 0.03 元/千瓦时左右。
- 水电：大渡河进入投产高峰期，有望迎来量价齐升。**公司拥有大渡河流域 2/3 水电开发权，目前大渡河在运装机 1100 万千瓦，在建及拟建装机约 600 万千瓦，其中双江口电站等 352 万千瓦将在 25-26 年陆续投产。目前大渡河水电年均净利润约 20 亿元，双江口投产将带来量价齐升。1) 电量：考虑下游电站增发效应，每年增加枯水期发电量 66 亿 kWh，2) 电价：丰平枯电量结构变化带来平均上网电价提升。我们测算每年可增厚净利润 5 亿元。展望远期，大渡河流域全部投产后，装机和年发电量将分别提升 55%和 52%，假设平均度电盈利保持稳定，则大渡河水电年均净利润将超过 30 亿元。
- 投资建议：**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 74.05/71.81/86.62 亿元，对应 PE 分别为 12.0x/12.4x/10.3x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**煤价大幅上涨的风险；上网电价下降的风险；在建和拟建项目推进不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	179,182	175,805	178,879	181,922
收入增长率%	-1.0%	-1.9%	1.7%	1.7%
归母净利润(百万元)	9,831	7,405	7,181	8,662
利润增长率%	75.3%	-24.7%	-3.0%	20.6%
分红率%	36.3%	50.0%	60.0%	65.0%
毛利率%	14.2%	15.5%	14.9%	16.7%
摊薄 EPS(元)	0.55	0.42	0.40	0.49
PE	9.03	12.00	12.37	10.25
PB	1.59	1.52	1.45	1.36

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

国电电力（股票代码：600795）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2026 年 01 月 20 日

股票代码	600795
A 股收盘价(元)	4.98
上证指数	4,113.65
总股本(万股)	1,783,562
实际流通 A 股(万股)	1,783,562
流通 A 股市值(亿元)	888

相对沪深 300 表现图

2026 年 01 月 20 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保公用】公司点评_国电电力(600795.SH)：扣非盈利高增长，25-27 年分红承诺超预期

【银河环保公用】公司点评_国电电力：煤电盈利大幅改善，国电建投转让增厚业绩

目录

Catalog

一、 国电电力：国家能源集团常规能源整合平台	3
（一） 历经多轮资产整合与扩张，水火风光协同发展	3
（二） 煤价下行推动盈利提升，固定分红承诺彰显投资价值	4
（三） 集团未上市装机占比 40%，资产注入潜在规模大	8
二、 火电：煤电一体化稳健经营，利用小时数高	10
（一） 经济发达地区煤电为主，利用小时数超过 5000	10
（二） 背靠集团长协煤供应，煤电一体化盈利能力稳定	11
三、 水电：大渡河进入投产高峰期，有望迎来量价齐升	14
（一） 大渡河 25-26 年进入投产高峰期，远期成长空间大	14
（二） 大渡河弃水问题有望改善，有望迎来量价齐升	16
四、 新能源：十四五期间增长迅速，装机接近 3000 万千瓦	19
五、 投资建议与估值	22
（一） 盈利预测	22
（二） 相对估值	23
（三） 绝对估值	24
六、 风险提示	25

一、国电电力：国家能源集团常规能源整合平台

（一）历经多轮资产整合与扩张，水火风光协同发展

以火电为基础、新能源多元发展的全国性综合龙头。公司前身是成立于 1992 年的大连东北热电发展有限公司，于 1997 年在上交所主板上市。1999 年，东北电力开发公司和大连发电总厂将所持有的公司股份划拨至国家电力公司，公司控股股东变更为国家电力公司，并于 2000 年更名为国电电力发展股份有限公司。2002 年，国家电力公司拆分，公司股权划转至国电集团。2017 年，原国电集团与原神华集团合并重组为国家能源集团，公司控股股东第三次发生变更。此后，公司通过成立合资公司、资产置换、资产收购等方式完成多轮资产整合与扩张，目前已成为以火电为基础、新能源多元发展的全国性综合龙头。

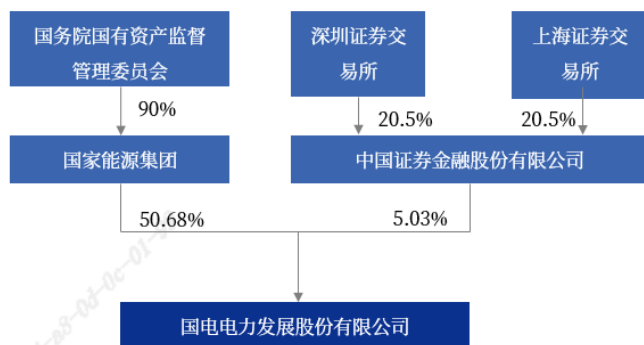
表1：公司历史重大事件

年份	重大事件
1992 年	公司前身大连东北热电发展股份有限公司成立
1997 年	上交所上市
1999 年	东北电力开发公司和大连发电总厂所持股份划拨至国家电力公司，公司控股股东变更为国家电力公司
2000 年	更名为国电电力发展股份有限公司
2002 年	国家电力公司拆分重组为 11 家公司，包括中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司等
2004 年	公司控股股东变更为中国国电集团公司
2007 年	公开增发，募集资金用于收购国电大渡河流域水电开发有限公司 18% 股权；收购后，持股比例增加至 69%
2009 年	确立“积极推进新能源开发”的发展战略
2014 年	中国国电承诺逐步将火电及水电业务资产注入国电电力，将在发电业务资产满足资产注入条件（最近三个会计年度加权平均净资产收益率的平均值不低于 10%）后三年内，完成向国电电力注资的工作
2017 年	中国国电集团有限公司与神华集团有限责任公司合并重组为国家能源集团，公司控股股东变更为国家能源集团。为解决同业竞争，国电电力和中国神华将以各自持有的相关火电公司股权及资产，共同组建合资公司。合资公司组建后，国电电力控股装机容量将超过 8000 万千瓦
2019 年	与中国神华合资组建北京国电电力有限公司，完成资产交割，控股装机容量增加 3053 万千瓦
2021 年	与国家能源集团完成资产置换，置入山东、福建等 6 省优质常规能源发电资产，进一步优化业务布局
2022 年	收购国家能源集团所持大渡河公司 11% 股权，持股比例增加至 80%

资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

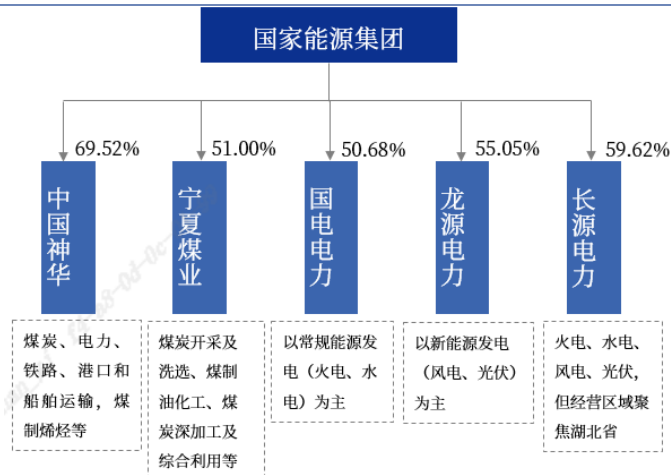
国家能源集团旗下常规能源发电资产整合平台。截至 2025 年三季度末，国家能源集团持有公司 50.68% 的股份，是公司第一大股东；国资委是公司实际控制人。国家能源集团由中国国电集团公司和神华集团有限责任公司于 2017 年 11 月 28 日合并重组而成。集团拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链业务。国家能源集团能源板块主要公司包括国电电力、龙源电力、中国神华、长源电力、宁夏煤业。其中，国电电力是核心电力上市公司和常规能源发电业务的整合平台，煤电一体化、大渡河、新能源协同发展。

图1：公司股权结构（截至 25Q3）



资料来源：Wind、爱企查、中国银河证券研究院

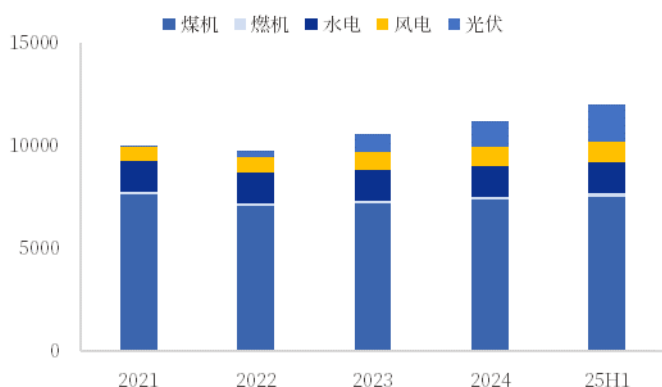
图2：国家能源集团旗下能源板块主要公司（截至 25Q3）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

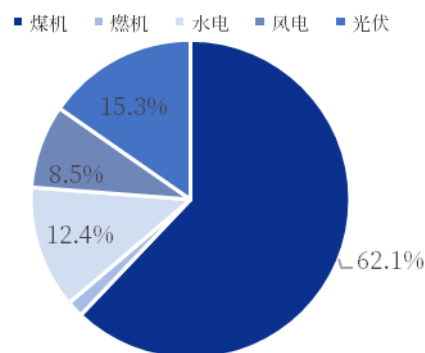
总装机 1.2 亿千瓦，火电占比超过 60%。公司成立之初，主营火力发电、蒸汽、热水生产和供应业务。2000 年，收购龚嘴水力发电总厂的部分经营性净资产，并以该部分资产出资组建国电大渡河流域水电开发有限公司，持股 51%，经营范围拓展至水力发电。2009 年，确立“积极推进新能源开发”发展战略，至此，“风光水火”一体化发展格局形成，开始由火电企业向综合性电力企业过渡。截至 2025 年上半年末，公司控股装机容量 12016 万千瓦，其中煤电、气电、水电、风电、光伏发电分别为 7461、202、1495、1017、1840 万千瓦。

图3：公司控股装机（万千瓦）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图4：公司控股装机结构（截至 25H1）

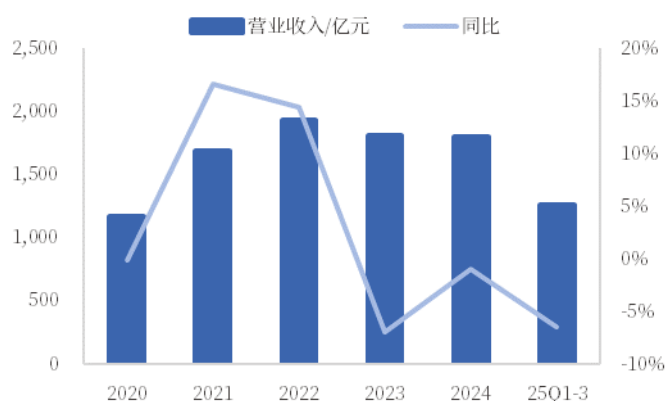


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）煤价下行推动盈利提升，固定分红承诺彰显投资价值

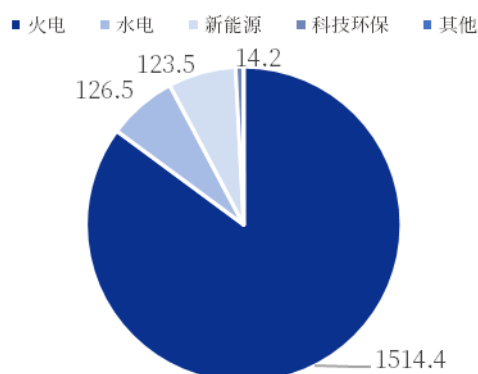
近年来煤价下行，公司盈利稳中有升。公司以火电业务为核心，2024 年火电营收、毛利占比分别为 85.1%、57.0%，且火电为传统周期性行业，因此公司业绩受火电业务影响较大。复盘过去 5 年公司经营业绩，2021 年受高煤价影响，公司盈利同比转亏。2022 年以来随着煤价进入下行通道，火电业务盈利能力得到修复，2022-2024 年、2025 年前三季度，公司扣非后归母净利润分别为 24.65 亿元、48.70 亿元、46.66 亿元、64.24 亿元，同比增速分别为 159.2%、97.8%、-4.2%、38.0%，整体呈稳中有升趋势。

图5：公司营收及同比（右）



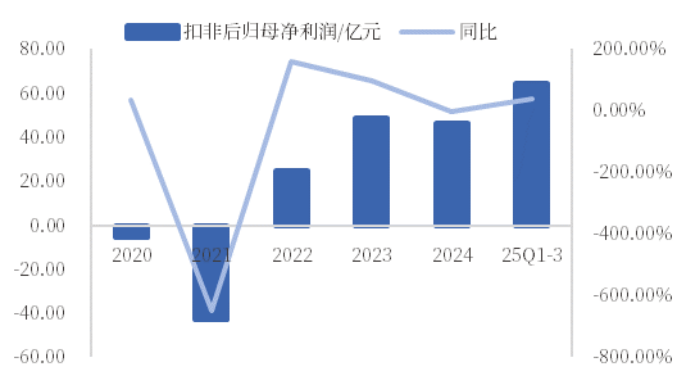
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图7：2024年公司营收构成（亿元）



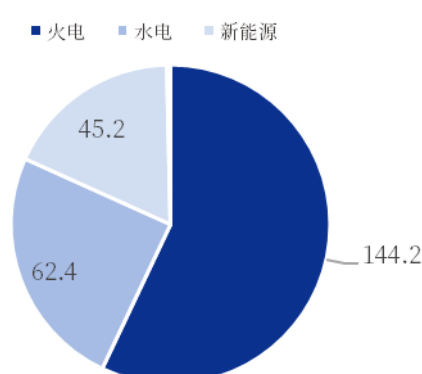
资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

图6：公司扣非后归母净利润及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

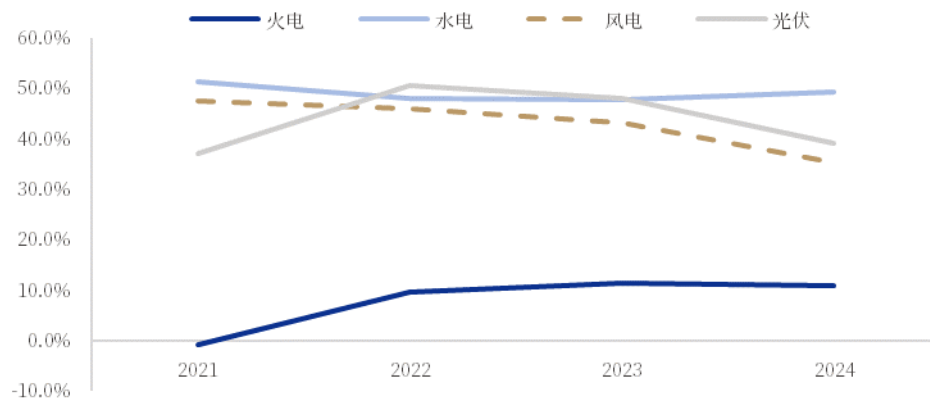
图8：2024年公司毛利构成（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

近年来火电业务毛利率波动上行，新能源业务毛利率有所下滑。公司火电业务毛利率受煤价影响，随着煤价高位回落，火电业务毛利率由2021年-0.6%上升至2024年10.9%。公司新能源业务毛利率受电价下行影响较大，风电、光伏毛利率分别由2022年46.0%、50.0%下滑至2024年35.4%、39.2%，两年累计下滑约10pct。公司水电业务毛利率主要受来水影响，其中2021、2024年来水偏丰，水电毛利率在49-51%之间，2022、2023年来水偏枯，水电毛利率在47-48%之间。

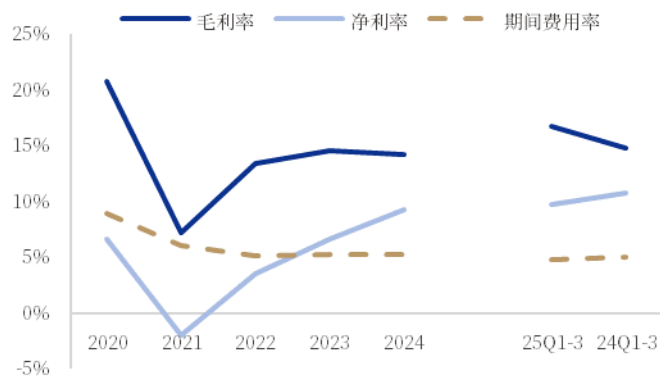
图9：公司分板块毛利率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

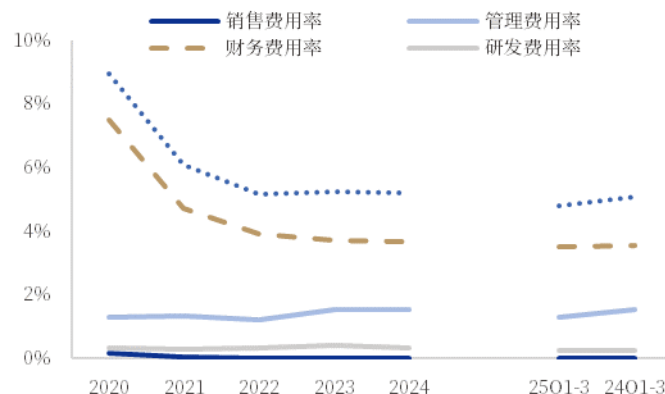
近年来公司期间费用率下降，其中财务费用率下降明显。公司期间费用以财务费用和管理费用为主，公司期间费用率由2020年的8.93%持续下降至2024年的5.21%，25Q1-3进一步降至4.78%。期间费用率下降主要受益于财务费用率下降，由2020年的7.50%持续下降至2024年的3.66%，25Q1-3进一步降至3.49%。

图10：公司毛利率、净利率、期间费用率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

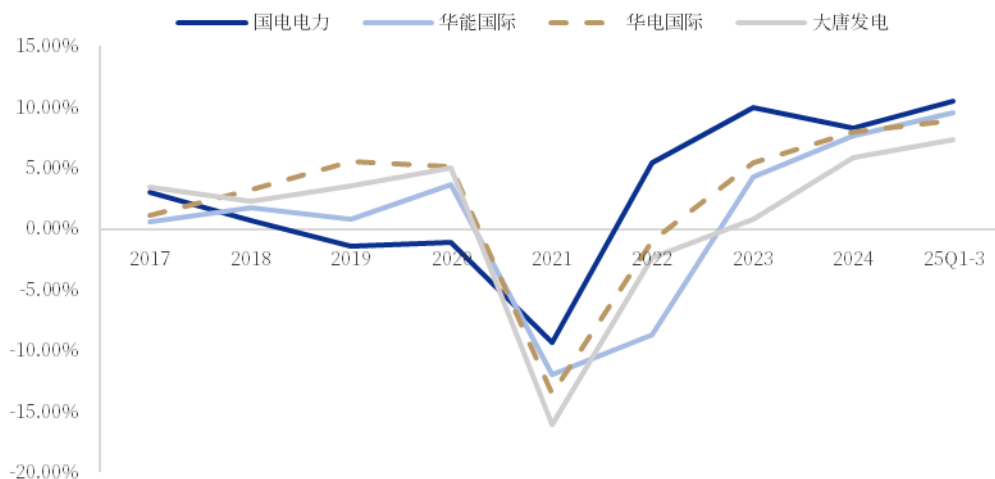
图11：公司期间费用率拆分



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

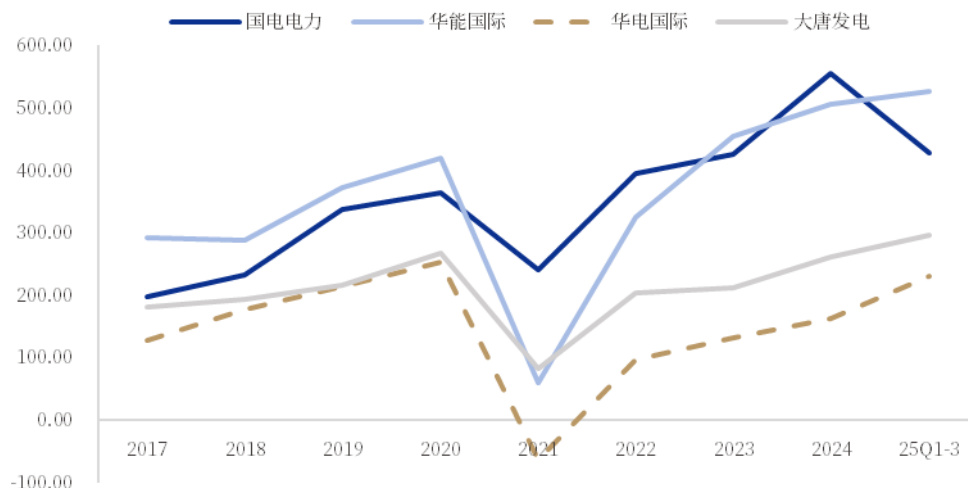
背靠集团长协煤供应，公司 ROE、现金流稳定性优于同业。背靠国家能源集团高比例长协煤供应，公司能够极大程度抵御市场煤价大幅波动的风险。在市场煤价高企的 2022 年公司入炉标单低于同业 200-300 元/吨，2025 年上半年市场煤价大幅回落时公司入炉标单依然低于同业 20-80 元/吨。因此，自 2017 年公司并入国家能源集团以来，公司多年来 ROE、现金流稳定性优于华能国际、华电国际、大唐发电等可比公司。其中，在十四五初期市场煤价处于历史高位时，公司 ROE 水平大幅领先华能国际、华电国际、大唐发电等可比公司，且 2022 年率先扭亏为盈；2023 年以来市场煤价进入下降通道，公司入炉标单优势有所降低，但 ROE 水平仍高于可比公司。

图12：公司及可比公司扣非后 ROE



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

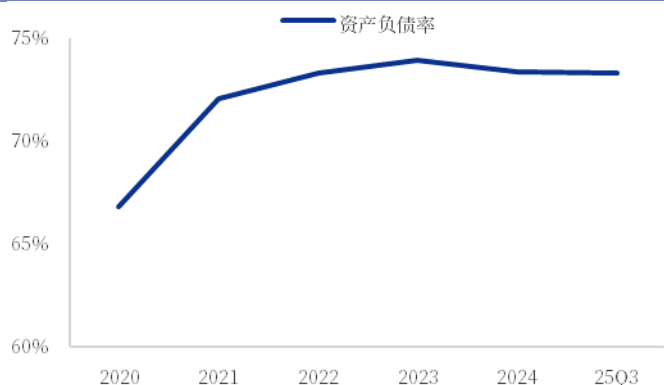
图13: 公司及可比公司经营性净现金流 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

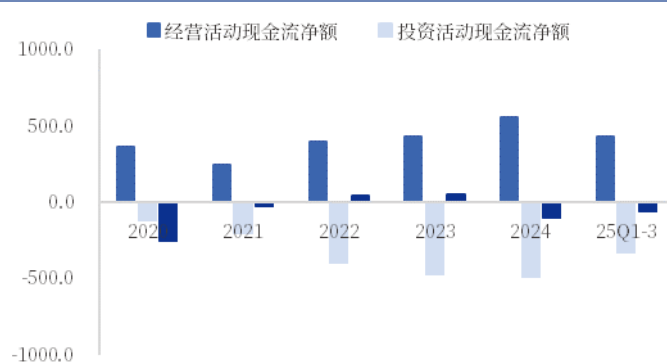
资产负债率稳定, 经营性现金流增加。十四五以来公司资产负债率在 72-74%之间, 波动幅度较小。现金流方面, 随着煤价下行带来的盈利能力改善, 公司经营性净现金流增加, 其中 2024 年、2025 年前三季度公司经营性净现金流分别为 556.4 亿元、427.8 亿元, 同比分别增长 30.7%、15.5%。

图14: 公司资产负债率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图15: 公司现金流 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

十四五以来分红金额逐年提高。2021-2024 年, 公司年度现金分红金额分别为 0 元 (当年亏损未分红)、17.84 亿元、21.40 亿元、35.67 亿元, 其中 2024 年分红金额创上市以来新高; 年度股利支付率分别为 0%、63.14%、38.16%、36.28%。2025 年上半年公司中期分红金额为 17.84 亿元, 连续第三年开展中期分红。

公司承诺 2025-2027 年每股分红不低于 0.22 元, 股息率具备吸引力。2025 年 8 月公司发布《关于未来三年"2025-2027 年"现金分红规划的公告》, 承诺在满足条件的情况下, 2025-2027 年每年分红占归母净利润比例不低于 60%, 且每股分红不低于 0.22 元 (含税)。按照 2026 年 1 月 20 日收盘价计算, 0.22 元/股分红对应保底股息率为 4.4%, 在利率下行环境下具备较强吸引力。

图16: 公司分红及股利支付率 (右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图17: 公司股息率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(三) 集团未上市装机占比 40%，资产注入潜在规模大

国家能源集团未上市装机 1.45 亿千瓦，占集团装机比例约 40%。国家能源集团能源板块上市公司包括国电电力、龙源电力、中国神华和长源电力。其中，国电电力是核心电力上市公司和常规能源发电业务的整合平台，煤电一体化、大渡河、新能源协同发展，总装机超过 1 亿千瓦，占集团 1/3 左右；龙源电力是集团下属风电业务整合平台，集团已承诺后续逐步将存续风力发电业务资产注入龙源电力；中国神华是集团下属的煤炭业务整合平台，是国内规模最大的煤炭企业，煤炭核定产能 3.5 亿吨/年；长源电力是国家能源集团在湖北省内唯一资本运作平台。

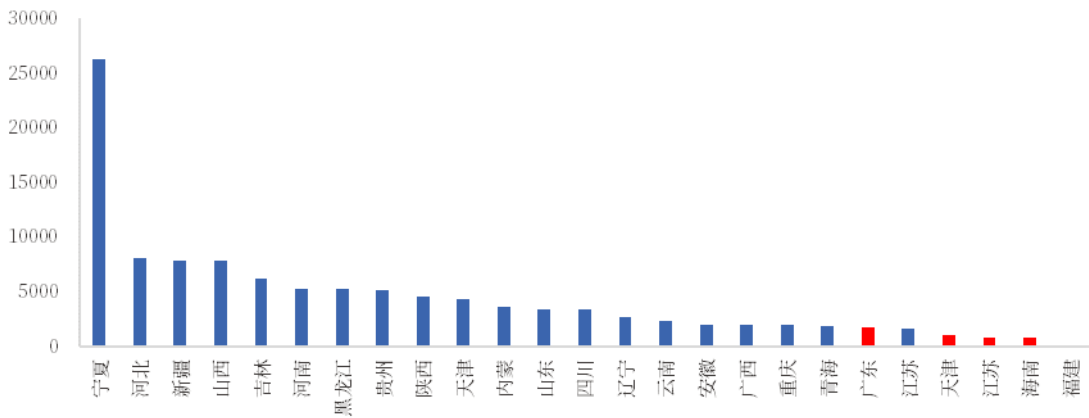
表2: 截至 2024 年底国家能源集团旗下上市平台电力装机情况 (单位: 万千瓦)

		火电		水电	风电	太阳能及其他		合计
集团	国家能源集团	21100		2100	6600	5600		35500
		煤电	气电	水电	风电	太阳能	其他	合计
上市公司	中国神华	4318	219	13		76		4626
	国电电力	7361	102	1495	984	1228		11170
	龙源电力				3041	1070	4	4114
	长源电力		831	58	26	204	2	1122
		火电		水电	风电	太阳能及其他		
合计上市		12832		1566	4051	2584		21033
合计未上市		8268		534	2549	3016		14467

资料来源: 国家能源集团债券募集说明书、公司公告、中国银河证券研究院

集团对国电电力火电潜在注入规模约 7000 万千瓦，占国电电力控股火电装机 93%。截至 2024 年末，集团未上市火电装机约为 1.3 亿千瓦，主要分布在宁夏、河北、新疆、山西、吉林等三北地区。2021-2022 年间国电电力剥离了盈利能力较差的宁夏和新疆所有火电装机，预计短时间内不再具备重新注入的可能性。除去宁夏和新疆，集团未上市火电资产约为 7000 万千瓦，占国电电力控股火电装机的 93%，预计盈利能力较强的火电装机有望陆续注入国电电力。

图18：截至 2025 年 4 月底国家能源集团控股未上市煤电装机分区域情况（含在运、在建和拟建）



资料来源：电力信息共享平台、中国银河证券研究院。备注：蓝色为煤电、红色为气电

集团控股未上市水电装机 534 万千瓦，占国电电力控股水电装机 36%。截至 2024 年末，集团未上市水电装机为 534 万千瓦，其中包括玛尔挡水电站 232 万千瓦。玛尔挡水电站位于青海省海南藏族自治州同德县与果洛藏族自治州玛沁县交界处的黄河干流上，是国家实施“西电东送”和“青电入豫”的骨干电源点，于 2024 年末全面投产，年平均发电量达 73.04 亿千瓦时。此外，集团在建及拟建水电站包括金沙江上游“一库 13 级”第 12、13 级旭龙和奔子栏水电站，两者装机均为 240 万千瓦，年平均发电量均超 100 亿千瓦时。

表3：国家能源集团主要控股未上市水电站

状态	电站名称	所在流域	装机容量（万千瓦）	调节能力	年发电量（亿千瓦时）	投产时间	造价（元/千瓦）
在运	玛尔挡	黄河上游	232	季调节	73.04	2024	9787
在建	旭龙	金沙江上游	240	日调节	105.14	预计十五五末期	12232
拟建	奔子栏	金沙江上游	240	日调节	102.56	预计十五五末期	-

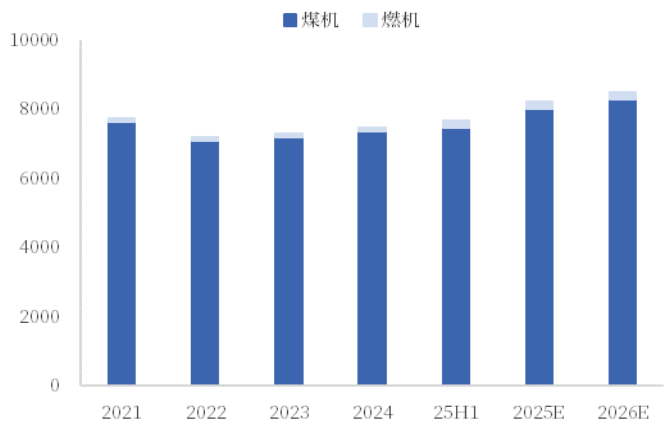
资料来源：国家能源集团债券募集说明书、国家能源集团官网，中国银河证券研究院

二、火电：煤电一体化稳健经营，利用小时数高

（一）经济发达地区煤电为主，利用小时数超过 5000

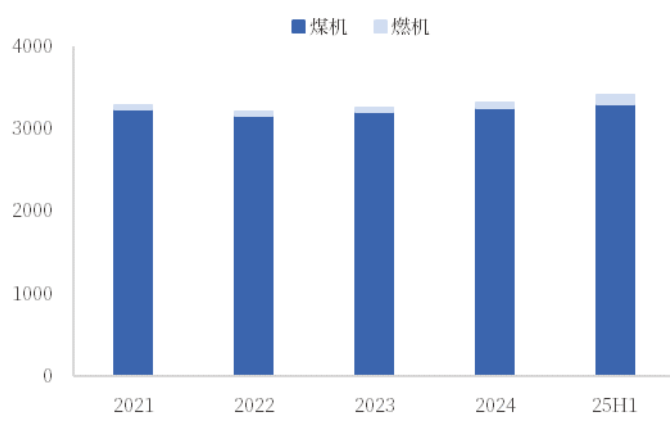
公司火电装机超过 7500 万千瓦，以煤电为主。近 5 年来公司火电装机基本保持稳定，截至 2025 年上半年末，公司控股火电装机 7663 万千瓦（其中煤机 7461 万千瓦、燃机 202 万千瓦），占公司总装机的 63.8%。公司 2025、2026 年将分别投产煤电 564 万千瓦、266 万千瓦，2026 年末煤电装机将进一步增长至 8291 万千瓦。

图19：公司火电控股装机（万千瓦）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

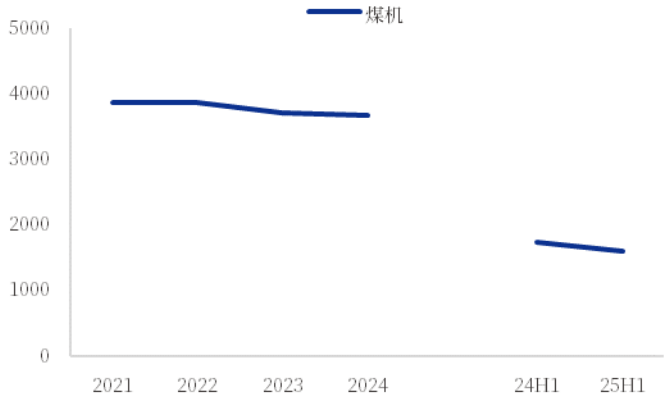
图20：公司火电权益装机（万千瓦）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

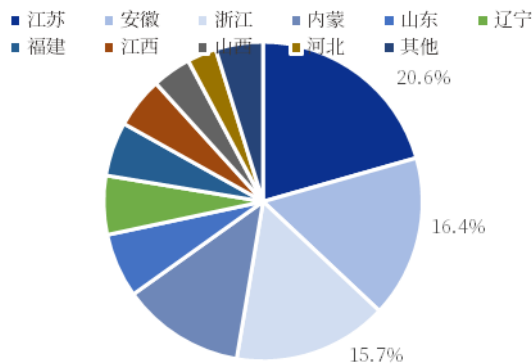
公司火电装机主要分布在华东地区，江浙皖三省占公司火电电量超过 50%。国电电力并入国家能源集团以来经历多轮资产整合与扩张，火电装机逐渐向经济发达地区倾斜。其中 2017 年国电电力和中国神华组建合资公司并由国电电力控股，中国神华标的资产主要集中在浙江、安徽、江苏等地；2021-2022 年国电电力向集团置出宁夏、新疆等盈利能力较差省份的火电资产。按照发电量统计，2024 年国电电力江苏、安徽、浙江占比分别为 20.6%、16.4%、15.7%，江浙皖三省合计占比 52.7%。

图21：公司煤电发电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

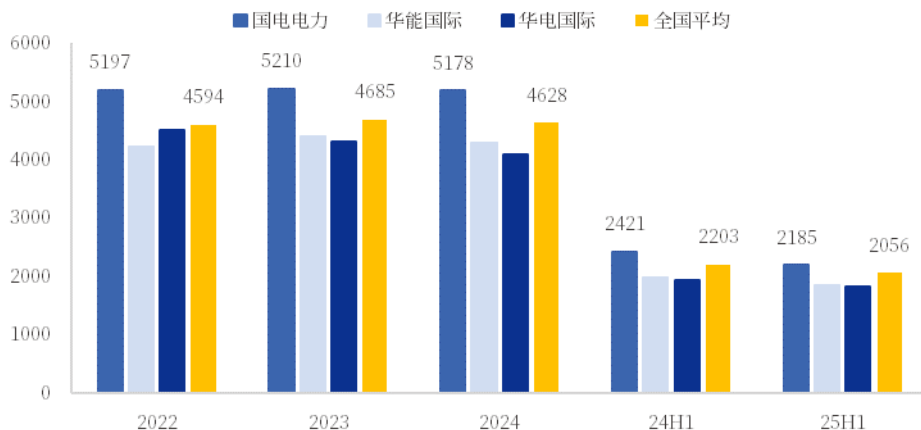
图22：2024 年公司各省火电电量占比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

近年来公司火电利用小时数超过 5000，高于同业及全国平均。公司火电装机主要分布在东部沿海、大型煤电基地和外送电通道等电力需求旺盛或资源富集区域，利用小时数有保障。2022-2024 年，公司火电年均利用小时数为 5195 小时，高于华能国际、华电国际约 900 小时，高于全国平均约 600 小时。

图23：火电利用小时数对比（小时）

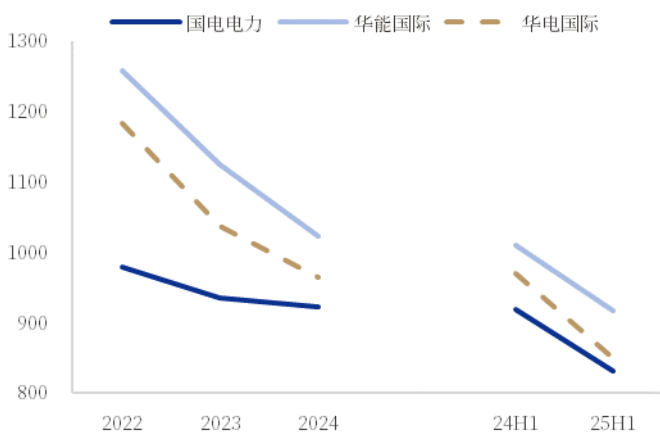


资料来源：国电电力公告、华能国际公告、华电国际公告、wind、中国银河证券研究院

（二）背靠集团长协煤供应，煤电一体化盈利能力稳定

煤炭供应以集团内部长协为主，入炉标单具有明显优势。以 2024 年为例，公司向国家能源集团及其所属单位购买燃料的关联交易金额为 877 亿元，占公司当年燃料成本的 85%。高比例的长协煤使公司入炉煤单价显著低于同行，在市场煤价高企的 2022 年，公司入炉标单为 979 元/吨，低于华能国际、华电国际约 200-300 元/吨。在 2025 年上半年市场煤价大幅回落的背景下，公司入炉标单为 831 元/吨，依然低于华能国际、华电国际约 20-80 元/吨。

图24：可比公司入炉标单比较（元/吨）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

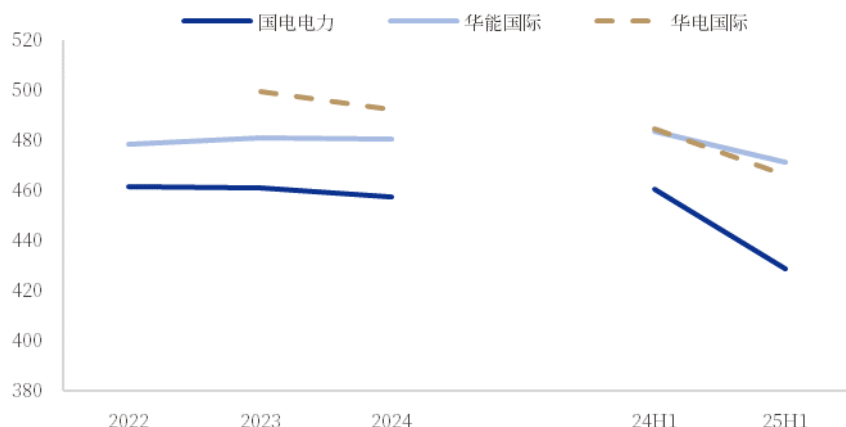
图25：秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价（元/吨）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

华东省份近两年来电价下行压力大，公司火电电价短期承压。以公司火电电量占比最大的江苏省为例，2024-2026 年江苏长协电价分别为 0.453 元/千瓦时、0.412 元/千瓦时、0.345 元/千瓦时，2025-2026 年降幅分别约为 4 分/千瓦时，7 分/千瓦时。在此背景下，公司火电平均上网电价短期压力较大，其中 2025 年上半年同比下降 3.2 分/千瓦时，高于华能国际 1.2 分/千瓦时以及华电国际 1.8 分/千瓦时的降幅。展望 2026 年及十五五，由于 2026 年江苏长协电价已较基准价下跌 12%，预计后续进一步降价空间较为有限。

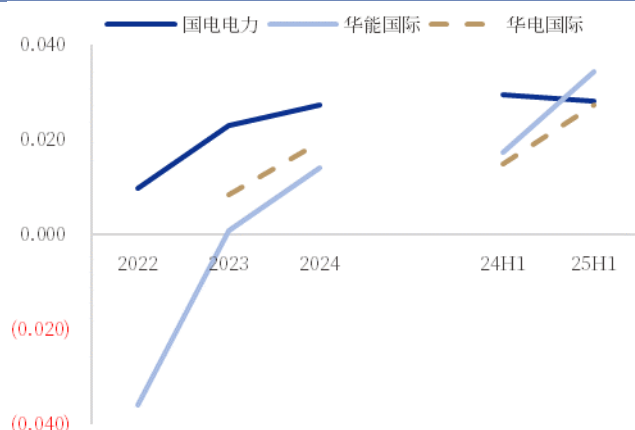
图26: 可比公司煤电电价比较 (元/MWh)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

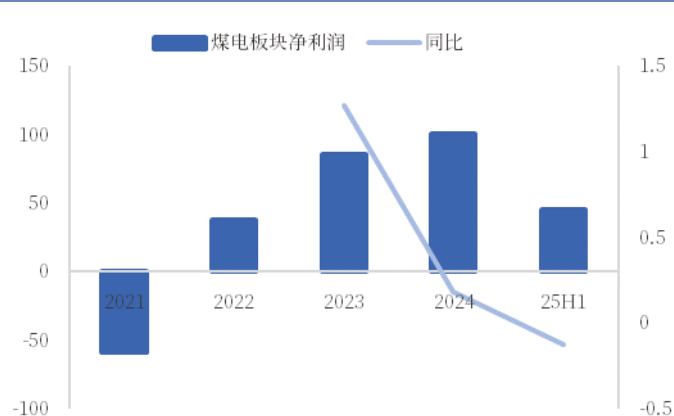
近年来燃料成本下行对冲电价下行影响, 公司煤电度电盈利稳定。2023 年以来煤价进入下行通道, 电价随之有调整压力。在此背景下, 公司煤电度电盈利在 2-3 分/千瓦时之间, 整体以稳为主。其中 2024 年、2025 年上半年公司煤电度电盈利分别为 0.027 元/千瓦时、0.028 元/千瓦时, 同比分别增加 0.004 元/千瓦时、减少 0.002 元/千瓦时。2024 年、2025 年上半年公司煤电板块净利润分别为 100.5 亿元、45.1 亿元, 同比分别+17.9%、-12.3%。2025 年上半年公司煤电盈利略有下滑, 主要是由于电价下行幅度超过煤价下行幅度。

图27: 可比公司煤电度电净利润 (元/kWh)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

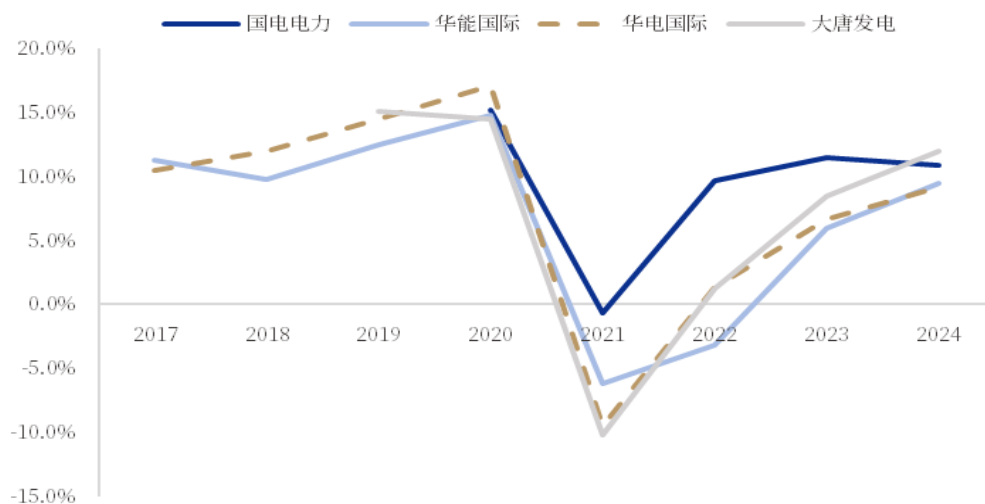
图28: 煤电板块净利润 (亿元) 及同比 (右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

拉长时间来看, 公司火电业务毛利率在市场煤价较高时优势明显。背靠国家能源集团高比例长协煤供应, 公司能够极大程度抵御市场煤价大幅波动的风险, 在市场煤价高位时仍能维持稳健盈利。复盘过去 5 年, 2020 年、2024 市场煤价处于低位, 下图 4 家公司火电业务毛利率较为接近; 2021-2023 年市场煤价相对较高, 国电电力火电业务毛利率相较其他 3 家公司高 5-10pct。

图29：公司及可比公司火电业务毛利率



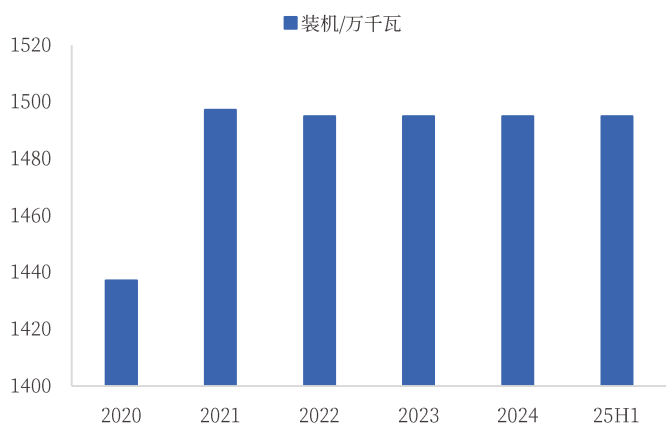
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

三、水电：大渡河进入投产高峰期，有望迎来量价齐升

（一）大渡河 25-26 年进入投产高峰期，远期成长空间大

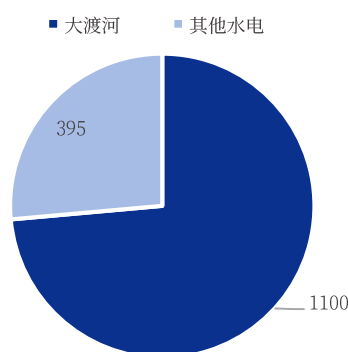
公司水电装机近年维持平稳，区域布局上集中在四川大渡河流域。截至 2025 年上半年末，公司水电控股装机容量为 1495 万千瓦，十四五以来基本维持稳定。从区域结构上来看，大渡河装机 1100 万千瓦，占公司水电装机 73.5%。国能大渡河流域水电开发有限公司是大渡河水电运营主体，组建于 2000 年，成立之初公司持股比例为 51%，随着 2007 年、2022 年两次股份购买，目前持股比例已增加至 80%。

图30：公司水电装机（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

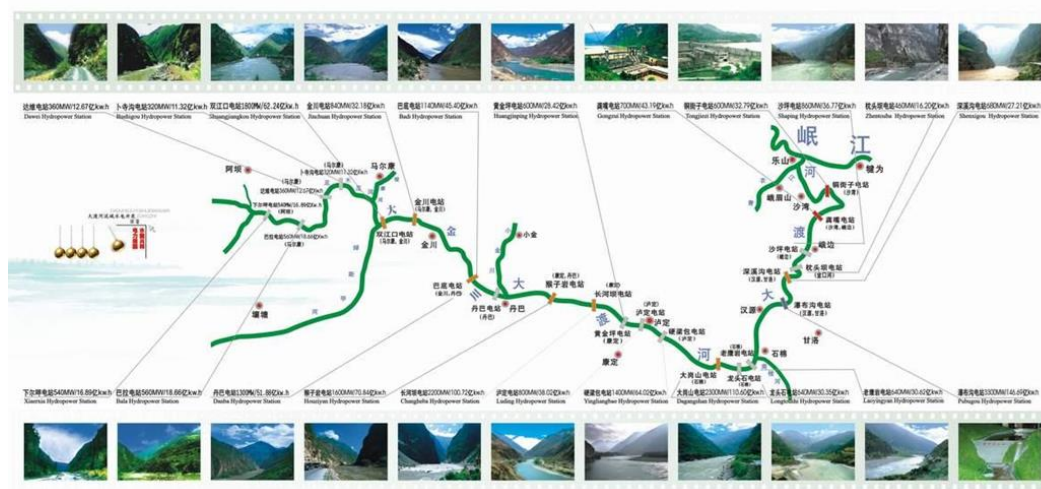
图31：2025 年上半年公司水电装机构成（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

大渡河水电资源富集，公司已获得 13 梯级水电站开发权，总装机容量 1700 万千瓦。大渡河干流和主要支流水力资源蕴藏量 3368 万千瓦，占四川省水电资源总量的 23.6%，在我国 13 大水电基地中位居第五，在四川“三江”水电基地中排名第三。根据 2004 年四川省政府批准的《四川省大渡河干流水电规划调整报告》，大渡河干流水电规划推荐三库 22 级开发方案，授权国电集团（现国家能源集团）、大唐集团、华能集团、中国水利水电建设集团等进行开发。其中，国能大渡河公司已授权获得 13 梯级水电站的开发权，总装机容量约 1700 万千瓦，占大渡河干流规划开发总装机容量 64.84%。

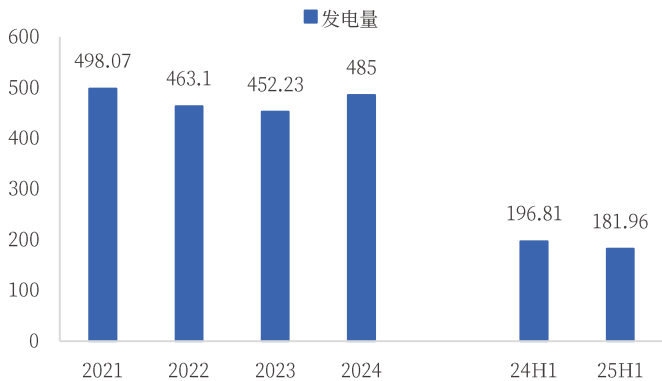
图32：大渡河流域开发示意图



资料来源：国能大渡河流域水电开发有限公司、中国银河证券研究院

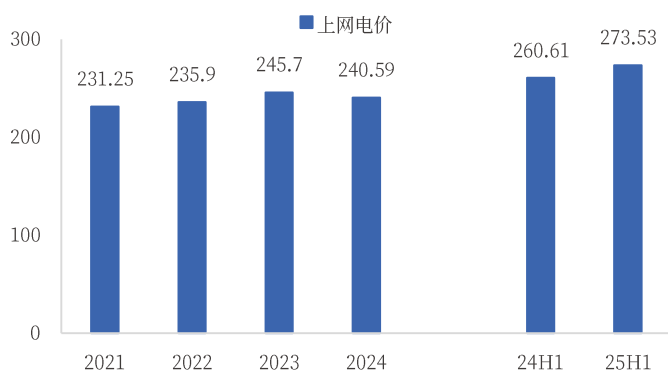
大渡河发电量随大渡河来水波动，上网电价中枢上移。大渡河年发电量在 450-500 亿千瓦时之间，主要取决于大渡河来水情况，例如 2022、2023 来水偏枯年份发电量略高于 450 亿千瓦时，2021、2024 来水偏丰年份发电量略低于 500 亿千瓦时。公司水电上网电价主要取决于大渡河上网电价，随着十四五期间四川省电力供需偏紧，近年来上网电价中枢呈上移趋势，即使在煤价回落的 2023-2025 年，上网电价依然保持坚挺。

图33：大渡河水电发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图34：公司水电上网电价（元/MWh）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

2025-2026 年大渡河进入投产高峰期，新增水电装机 352 万千瓦，占在运装机比例 32%。根据当前项目进展情况，我们预计枕头坝（二级）、沙坪（一级）、金川、双江口水电站有望在 2025-2026 年陆续投产，贡献装机容量 352 万千瓦，占大渡河在运装机 1100 万千瓦的 32%。而剩余的丹巴、巴底、老鹰岩水电站目前尚处在前期阶段，预计将在“十五五”及以后形成增量。

表4：大渡河流域水电装机梳理

电站名称	调节性能	装机容量（万千瓦）	持股比例	权益装机（万千瓦）	设计发电量（亿 kWh）	当前进度
龚嘴	日调节	77	100%	77	34	投产
铜街子	日调节	60	100%	60	32	投产
瀑布沟	季调节	360	100%	360	146	投产
深溪沟	日调节	66	100%	66	32	投产
大岗山	日调节	260	80%	208	115	投产
枕头坝一级	日调节	72	100%	72	33	投产
猴子岩	季调节	170	100%	170	70	投产
沙坪二级	日调节	34.8	100%	35	16	投产
在运汇总		1099.8		1048	478	
枕头坝二级	日调节	30	100%	30	11	在建
沙坪一级	日调节	36	100%	36	13	在建
金川	日调节	86	100%	86	35	在建
双江口	年调节	200	63%	126	81	在建
在建汇总		352		278	140	
丹巴	日调节	115	56%	65	47	待建
巴底	日调节	72	-	-	29	待建
老鹰岩一级	日调节	30	-	-	13	待建
老鹰岩二级	日调节	42	-	-	19	待建
待建汇总		259			109	
合计		1711			727	

资料来源：国电大渡河流域水电开发有限公司公告，阿坝州政府官网，四川省自然资源厅，丹巴县政府官网，中国银河证券研究院

（二）大渡河弃水问题有望改善，有望迎来量价齐升

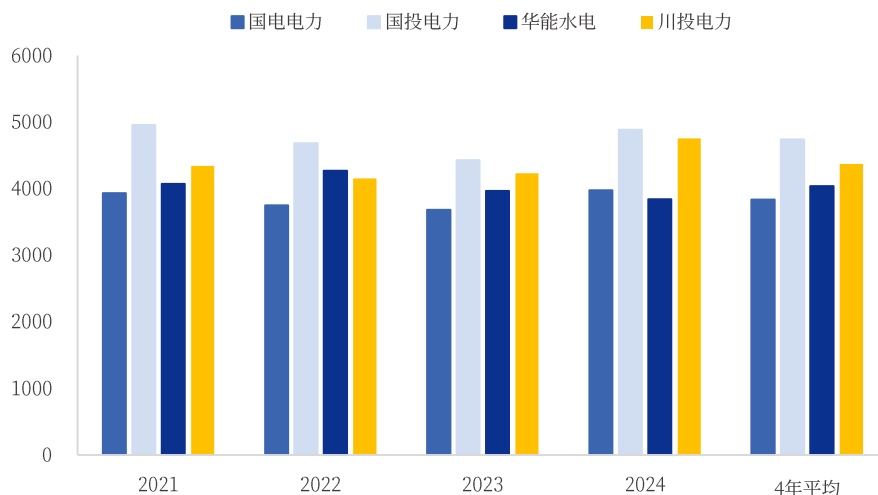
大渡河流域弃水严重，公司水电利用小时数偏低。大渡河流域历来弃水严重，水能利用率偏低。根据人民网报道，2015 至 2019 年，国能大渡河公司弃水电量超过 400 亿千瓦时。同时，国家能源局数据显示，2020-2024 年，全国 8 大主要流域中，大渡河年均水能利用率仅为 92.58%，远低于其他流域。受此影响，公司水电利用小时数一直处于较低水平，2021-2024 年平均为 3837 小时，低于国投电力、华能水电、川投电力等可比公司。

表5：全国主要流域水能利用率

主要流域	2020	2021	2022	2023	2024	2025
金沙江	99.20%	99.99%	99.99%	100.00%	99.86%	99.81%
雅砻江	93.54%	96.96%	98.15%	97.50%	98.36%	96.90%
乌江	98.34%	99.75%	99.16%	100.00%	99.91%	99.43%
长江干流上游	99.85%	99.97%	100.00%	100.00%	100%	99.96%
黄河干流上游	93.14%	99.73%	99.85%	100.00%	99.48%	98.44%
南盘江-红水河	99.26%	99.61%	99.51%	100.00%	99.77%	99.63%
澜沧江	99.88%	99.95%	100.00%	100.00%	99.85%	99.94%
大渡河	86.81%	92.83%	94.94%	95.11%	93.21%	92.58%

资料来源：国家能源局，中国银河证券研究院

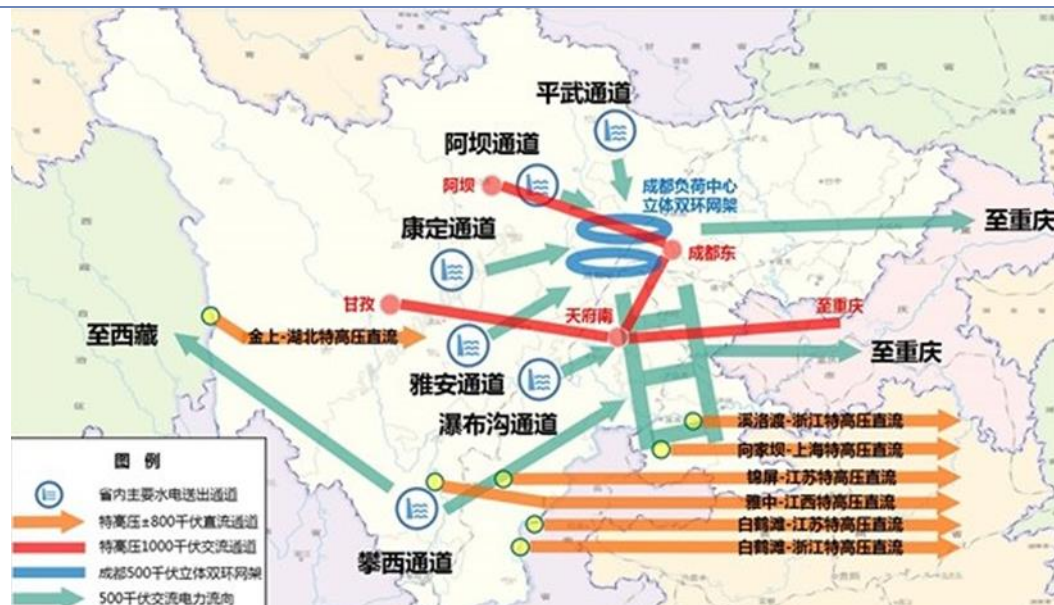
图35：公司和可比公司水电利用小时数比较（小时）



资料来源：国电电力公告、国投电力公告、华能水电公告、川投能源公告、中国银河证券研究院

随着川渝特高压交流建成，输送通道不足导致的弃水问题得到极大缓解。针对省内电网“强直弱交”问题，《四川省“十四五”能源发展规划》提出“推进川渝电网特高压交流目标网架建设，建成甘孜—天府南—成都东、阿坝—成都东、天府南—重庆铜梁 1000 千伏特高压交流；同时优化布局甘孜州、阿坝州、凉山州、攀枝花市送出通道，实施 500 千伏输变电加强工程”。川渝特高压交流已于 2025 年投运，极大缓解川西水电送至成都等负荷中心通道瓶颈制约，带动大渡河流域弃水改善。

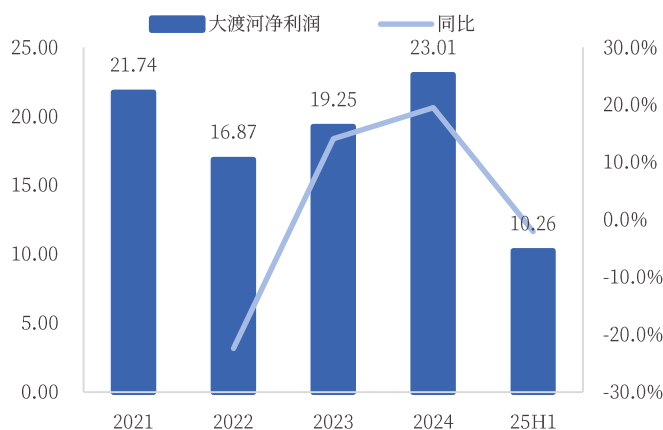
图36：2025年四川省际联网工程规划示意图



资料来源：《四川省“十四五”能源发展规划》、中国银河证券研究院

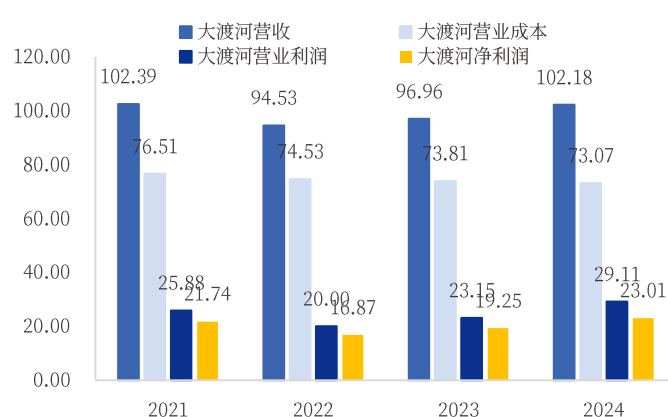
当前装机水平下，大渡河公司年均净利润约 20 亿元。2021-2024 年，大渡河公司净利润在 17-23 亿元区间波动，年均净利润约 20 亿元，每年净利润主要取决于来水情况及营业成本。（1）来水：如上一节所述，2022、2023 年来水偏枯，2021、2024 年来水偏丰，对发电量及大渡河公司营收产生直接影响；（2）成本：2021-2024 年间大渡河公司营业成本由 76.51 亿元减少至 73.07 亿元，主要是由于利率下行、财务成本减少，预计十五五期间利率和财务成本仍有进一步压降的空间。

图37：大渡河公司净利润（亿元）及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图38：大渡河公司营收、营业成本、营业利润、净利润（亿元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

双江口投产后增加下游电站枯水期发电量，预计年均增厚净利润 5 亿元。归属公司开发的 13 梯级水电站中，仅有双江口水电站具备年调节能力。根据四川省人民政府新闻报道，双江口水电站 2025 年底实现首台机组投产，预计 2026 年实现全投。双江口水电站全面投产之后，将增加流域下游各梯级电站枯水期保证出力 176 万千瓦，增加枯水期发电量 66 亿 kWh。假设该部分电量的厂用电率为 0.74%，上网电价为 0.394 元/kWh（含税），净利润率 22.5%，则有望为相关水电站额外贡献净利润 5.14 亿元。

表6：双江口投产后的增发电量带来的业绩贡献

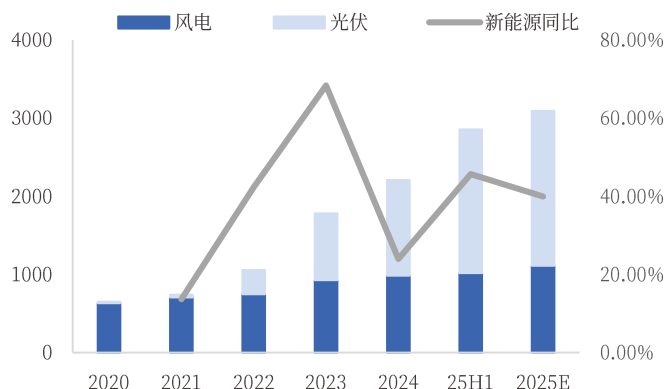
项目	单位	数据	假设依据
增加枯水期发电量	亿 kWh	66	人民网
厂用电率		0.74%	2024 年，国电电力水电厂用电率
上网电价（含税）	元/kWh	0.394	2025 年，四川水电企业参与省内市场直接交易结算均价（枯水期）
净利润率		22.5%	2024 年，国能大渡河水电业务净利润率（加回减值）
增发电量贡献净利润	亿元	5.14	

资料来源：公司公告，四川省电力交易中心，中国银河证券研究院

四、新能源：十四五期间增长迅速，装机接近 3000 万千瓦

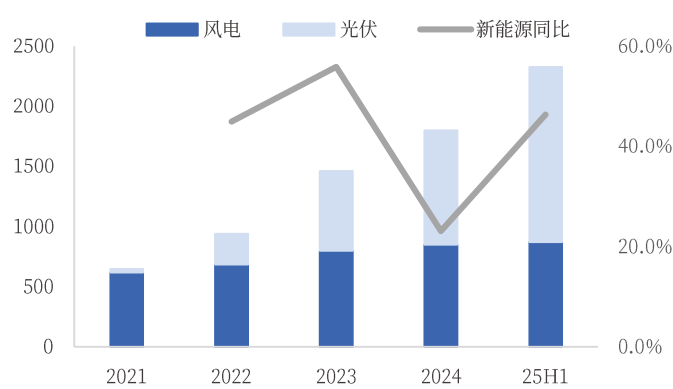
十四五期间公司新能源装机增长迅速，年化增速 36%。十四五期间公司绿色转型步伐加快，新能源装机由 2020 年末 654 万千瓦增长至 2025 年上半年 2857 万千瓦，按照在建工程进度，预计 2025 年末将增长至 3097 万千瓦，五年年化增速 36%。按照电源结构来看，十四五期间风电、光伏装机年化增速分别为 12%、148%，光伏装机增速领先。

图39：公司新能源控股装机（万千瓦）及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

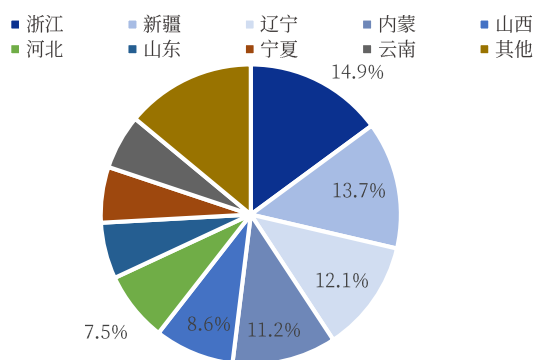
图40：公司新能源权益装机（万千瓦）及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

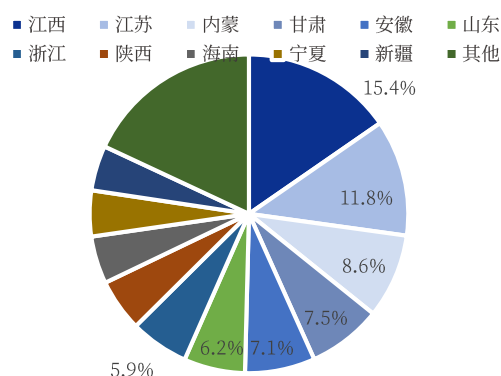
风电装机主要分布在三北地区，光伏装机区域分布均衡。按照发电量统计，2024 年公司风电电量中排名靠前的省份包括浙江、新疆、辽宁、内蒙、山西、河北、山东、宁夏等，除浙江外均属于三北地区，三北地区累计占比超过 65%；2024 年公司光伏电量中排名靠前的省份包括江西、江苏、内蒙、甘肃、安徽、山东、浙江等，区域分布较为均衡。

图41：2024 年公司各省风电电量占比



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

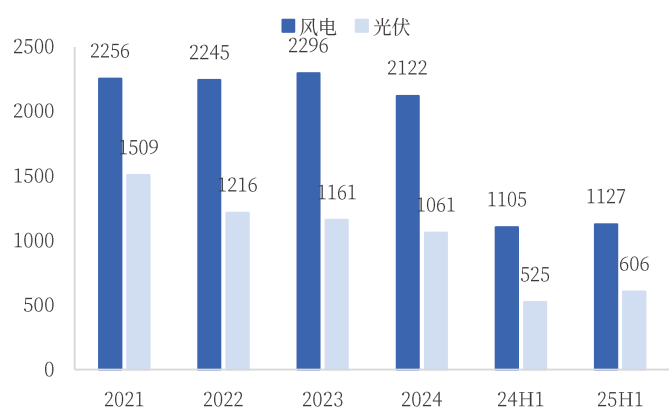
图42：2024 年公司各省光伏电量占比



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

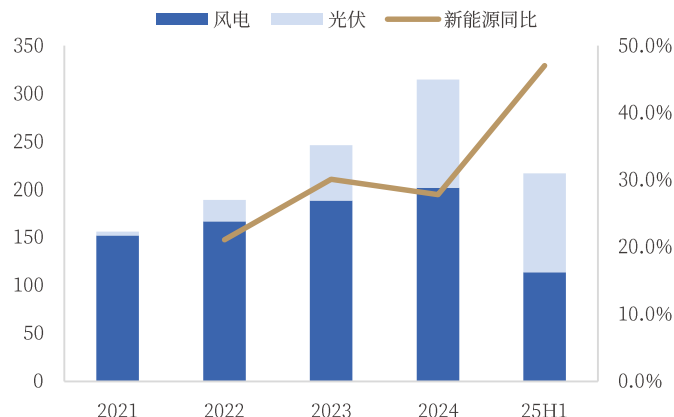
近年来风电利用小时数较为稳定，光伏利用小时数有所下滑。公司风电项目以三北存量项目为主，利用小时数主要与当年风资源有关，2021-2024 年年均利用小时数在 2200 左右。公司十四五期间光伏新增项目占比大，考虑到新增项目中有较大比例分布在光资源较差的中东部地区，且三北地区光伏消纳压力逐年增加，因此公司光伏利用小时数呈下行趋势。

图43: 公司新能源利用小时数



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

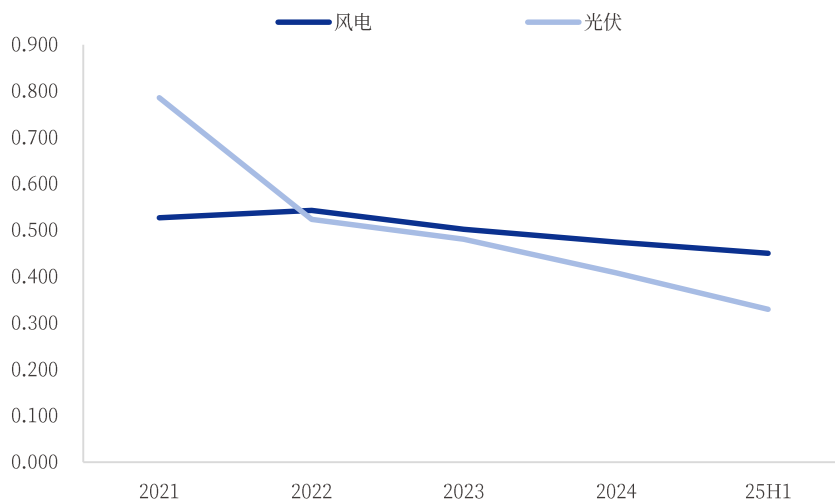
图44: 公司新能源发电量 (亿千瓦时) 及同比 (右)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

公司新能源上网电价下降，其中光伏下降幅度更大。十四五期间，随着公司平价新能源项目占比提升，以及市场化交易影响，公司新能源项目上网电价呈下降趋势。其中风电电价由2021年0.527元/千瓦时下降至2025年上半年0.450元/千瓦时，累计降幅14.6%；光伏电价由2021年0.786元/千瓦时下降至2025年上半年0.330元/千瓦时，累计降幅58.0%。

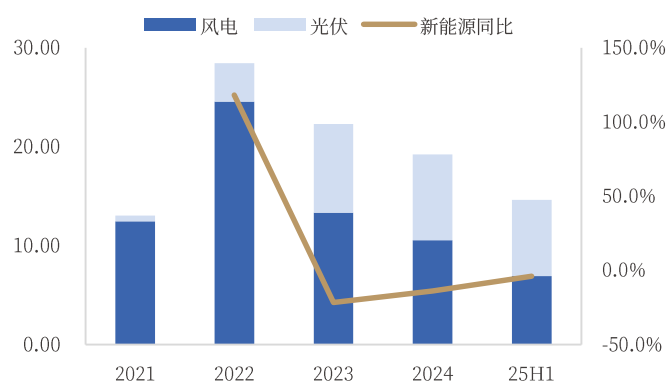
图45: 公司新能源上网电价 (元/kWh)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

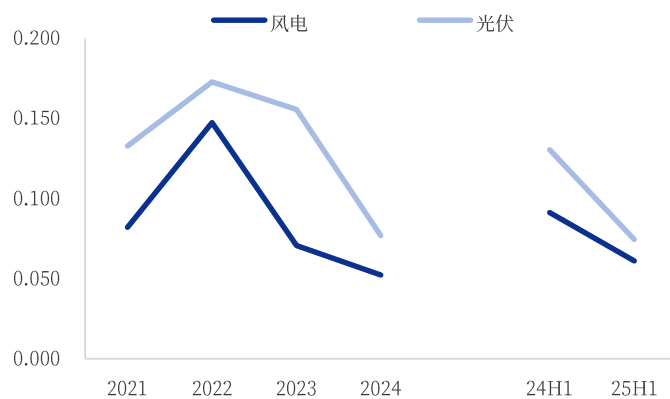
电价下降拖累公司新能源板块业绩，十五五期间电价有望企稳。十四五期间受到新能源上网电价下滑的拖累，公司风光项目盈利能力承压。其中，风电度电盈利由2022年0.147元下降至2025年上半年0.061元，光伏度电盈利由2022年0.173元下降至0.074元，累计降幅均超过50%。因此，公司新能源发电量增长难以对冲度电盈利下降的影响，公司新能源板块整体盈利承压。展望十五五，136号文推动新能源全面进入市场，并通过可持续发展价格结算机制稳定电价预期，十五五期间新能源上网电价有望逐步企稳。

图46：公司风电光伏板块净利润（亿元）及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图47：公司风电光伏度电净利润（元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

五、投资建议与估值

（一）盈利预测

（1）火电：考虑在建机组投产进度，预计 2025-2027 年装机分别为 8027 万千瓦、8293 万千瓦、8293 万千瓦；能源转型挤压火电出力空间，预计利用小时数（加权平均）分别为 4900 小时、4850 小时、4800 小时；燃料成本下行，预计度电营收分别为 0.358 元/千瓦时、0.340 元/千瓦时、0.340 元/千瓦时，度电成本同比分别下降 8%、3%、2%。

（2）水电：考虑公司在大渡河以及新疆地区水电站投产进度，预计 2025-2027 年装机分别为 1632 万千瓦、1915 万千瓦、1915 万千瓦；考虑来水波动以及双江口投产后下游电站增发效应，预计利用小时数（加权平均）分别为 3900 小时、4000 小时、4000 小时；四川电力供需偏紧，预计度电营收分别为 0.213 元/千瓦时、0.215 元/千瓦时、0.217 元/千瓦时，度电成本同比分别下降 3%、3%、3%。

（3）风电：十五五期间精选优质项目，预计 2025-2027 年装机分别为 1112 万千瓦、1212 万千瓦、1312 万千瓦；新能源电量全面进入市场，预计除税电价分别为 0.376 元/千瓦时、0.371 元/千瓦时、0.366 元/千瓦时；产业链上游价格下降，预计度电成本同比分别下降 1%、1%、1%。

（4）光伏：十五五期间精选优质项目，预计 2025-2027 年装机分别为 1985 万千瓦、2085 万千瓦、2185 万千瓦；新能源电量全面进入市场，预计除税电价分别为 0.305 元/千瓦时、0.300 元/千瓦时、0.295 元/千瓦时；产业链上游价格下降，预计度电成本同比分别下降 1%、1%、1%。

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司分别实现营收 1758.05、1788.79、1819.22 亿元，归母净利润 74.05、71.81、86.62 亿元。

表7：公司收入成本拆分和预测

业务板块	项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
火电	装机/万千瓦	7177	7463	8027	8293	8293
	利用小时数（加权平均）	5194	5034	4900	4850	4800
	发电量/亿千瓦时	3729	3685	3795	3958	3981
	度电营收/元	0.361	0.383	0.358	0.340	0.340
	收入/亿元	1346.05	1412.74	1358.63	1345.58	1353.42
	度电成本/元	0.320	0.342	0.314	0.305	0.299
	同比	5.3%	6.6%	-8.0%	-3.0%	-2.0%
	成本/亿元	1195.10	1258.82	1192.62	1206.39	1189.15
	毛利/亿元	150.95	153.92	166.00	139.19	164.27
	毛利率	11.2%	10.9%	12.2%	10.3%	12.1%
水电	装机/万千瓦	1495	1495	1632	1915	1915
	利用小时数	3685	3978	3900	4000	4000
	发电量/亿千瓦时	551	595	610	709	766
	度电营收/元	0.216	0.213	0.213	0.215	0.217
	收入/亿元	119.11	126.50	129.86	152.51	166.25
	度电成本/元	0.113	0.108	0.104	0.101	0.098
	同比	4.7%	-4.6%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
	成本/亿元	62.24	64.06	63.70	71.90	75.32
	毛利/亿元	56.87	62.44	66.15	80.62	90.93
	毛利率	47.7%	49.4%	50.9%	52.9%	54.7%

风电	装机/万千瓦	929	984	1112	1212	1312
	利用小时数	2251	2203	2200	2200	2200
	发电量/亿千瓦时	189	211	231	256	278
	度电营收/元	0.434	0.396	0.376	0.371	0.366
	收入/亿元	81.76	83.47	86.69	94.84	101.62
	度电成本/元	0.247	0.256	0.253	0.251	0.248
	同比	-2.8%	3.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
	成本/亿元	46.48	53.94	58.42	64.13	68.95
	毛利/亿元	35.28	29.53	28.27	30.72	32.67
	毛利率	43.2%	35.4%	32.6%	32.4%	32.1%
光伏	装机/万千瓦	854	1228	1985	2085	2185
	利用小时数	987	1084	1080	1080	1080
	发电量/亿千瓦时	57.60	112.84	173.50	219.78	230.58
	度电营收/元	0.440	0.355	0.305	0.300	0.295
	收入/亿元	25.36	40.01	52.92	65.93	68.02
	度电成本/元	0.229	0.216	0.211	0.207	0.203
	同比	-2.9%	-5.8%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	成本/亿元	13.19	24.33	36.66	45.51	46.79
	毛利/亿元	12.17	15.68	16.26	20.42	21.23
	毛利率	48.0%	39.2%	30.7%	31.0%	31.2%
其他	收入/亿元	223.27	129.10	130.00	130.00	130.00
	成本/亿元	213.57	135.59	135.00	135.00	135.00
整体	收入/亿元	1809.99	1791.82	1758.05	1788.79	1819.22
	成本/亿元	1545.40	1536.74	1486.39	1522.89	1515.18
	毛利/亿元	264.59	255.08	271.67	265.90	304.05
	毛利率	14.6%	14.2%	15.5%	14.9%	16.7%

资料来源：公司公告、Wind、中国银河证券研究院

（二）相对估值

我们选取央企电力龙头华能国际、华电国际、大唐发电作为可比公司。可比公司 2026 年、2027 年 wind 一致预期 PE 略低于公司，最新 PB 略高于公司。但考虑到公司煤电一体化盈利稳定性强，我们认为公司估值仍有提升空间。

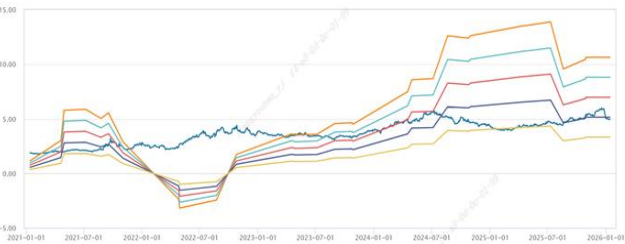
表8：公司&可比公司估值水平（截至 2026 年 1 月 20 日）

代码	简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB（最新）
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601088.SH	华能国际	7.54	1076	0.65	0.80	0.90	1.00	11.7	9.4	8.4	7.6	1.77
000933.SZ	华电国际	5.05	564	0.49	0.65	0.72	0.81	10.3	7.8	7.0	6.3	1.23
000807.SZ	大唐发电	3.98	631	0.24	0.23	0.28	0.32	16.3	17.6	14.3	12.3	2.16
	平均数		757					12.8	11.6	9.9	8.7	1.77
002128.SZ	国电电力	4.98	888	0.55	0.42	0.40	0.49	9.0	11.9	12.5	10.2	1.49

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

截至 2026 年 1 月 20 日，公司 PE（TTM）为 11.97x，处于过去 5 年中下水平；PB 为 1.49x，处于过去 5 年平均水平。

图48：公司 PE-Band



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图49：公司 PB-Band



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（三）绝对估值

我们采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2025-2027 年，参照本节及附录中盈利预测；第二阶段为 2028-2034 年，我们假设过渡期增长率为 1.5%；第三阶段为 2035 年以后，我们假设永续增长率为 1%。我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在永续增长率正负波动 0.02%、贴现率正负波动 0.05%的假设下，公司合理每股价值区间为 5.08-11.17 元，对应市值 907-1993 亿元。

表9：基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	7
过渡期增长率	1.5%
永续增长率 g	1.0%
贝塔值(β)	0.40
无风险利率 Rf	1.86%
市场的预期收益率 Rm	8.00%
所得税率 T	20.00%
债务资本成本 Kd	2.94%
债务资本比重 Wd	77.29%
股权资本成本 Ke	4.32%
加权平均资本成本 WACC	2.80%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表10：绝对估值敏感性分析

估值区间		折现率						
		2.65%	2.70%	2.75%	2.80%	2.85%	2.90%	2.95%
永续 增长 率	0.94%	9.30	8.50	7.74	7.02	6.34	5.70	5.08
	0.96%	9.60	8.78	8.00	7.27	6.57	5.92	5.29
	0.98%	9.90	9.06	8.27	7.52	6.81	6.14	5.50
	1.00%	10.20	9.35	8.54	7.77	7.05	6.37	5.72
	1.02%	10.52	9.64	8.81	8.03	7.30	6.60	5.94
	1.04%	10.84	9.94	9.10	8.30	7.55	6.84	6.16
	1.06%	11.17	10.25	9.39	8.57	7.80	7.08	6.39

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

六、风险提示

煤价大幅上涨的风险。煤炭是公司火电业务主要成本，若煤价大幅上涨，将推动公司火电业务成本上涨。

上网电价下降的风险。公司火电、水电、新能源项目市场化电量占比高，若上网电价下降，将显著影响公司的收入和利润。

在建和拟建项目推进不及预期的风险等。公司水电目前有较多在建&拟建项目，若上述项目建设节奏不及预期，将对公司未来的成长性产生一定影响。

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 25Q3)	4
图 2: 国家能源集团旗下能源板块主要公司 (截至 25Q3)	4
图 3: 公司控股装机 (万千瓦)	4
图 4: 公司控股装机结构 (截至 25H1)	4
图 5: 公司营收及同比 (右)	5
图 6: 公司扣非后归母净利润及同比 (右)	5
图 7: 2024 年公司营收构成 (亿元)	5
图 8: 2024 年公司毛利构成 (亿元)	5
图 9: 公司分板块毛利率	5
图 10: 公司毛利率、净利率、期间费用率	6
图 11: 公司期间费用率拆分	6
图 12: 公司及可比公司扣非后 ROE	6
图 13: 公司及可比公司经营净现金流 (亿元)	7
图 14: 公司资产负债率	7
图 15: 公司现金流 (亿元)	7
图 16: 公司分红及股利支付率 (右)	8
图 17: 公司股息率	8
图 18: 截至 2025 年 4 月底国家能源集团控股未上市煤电装机分区域情况 (含在运、在建和拟建)	9
图 19: 公司火电控股装机 (万千瓦)	10
图 20: 公司火电权益装机 (万千瓦)	10
图 21: 公司煤电发电量 (亿千瓦时)	10
图 22: 2024 年公司各省火电电量占比	10
图 23: 火电利用小时数对比 (小时)	11
图 24: 可比公司入炉标单比较 (元/吨)	11
图 25: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价 (元/吨)	11
图 26: 可比公司煤电电价比较 (元/MWh)	12
图 27: 可比公司煤电度电净利润 (元/kWh)	12
图 28: 煤电板块净利润 (亿元) 及同比 (右)	12
图 29: 公司及可比公司火电业务毛利率	13
图 30: 公司水电装机 (万千瓦)	14
图 31: 2025 年上半年公司水电装机构成 (万千瓦)	14
图 32: 大渡河流域开发示意图	14
图 33: 大渡河水电发电量 (亿千瓦时)	15

图 34: 公司水电上网电价 (元/MWh) 15

图 35: 公司和可比公司水电利用小时数比较 (小时) 16

图 36: 2025 年四川省际联网工程规划示意图 17

图 37: 大渡河公司净利润 (亿元) 及同比 (右) 17

图 38: 大渡河公司营收、营业成本、营业利润、净利润 (亿元) 17

图 39: 公司新能源控股装机 (万千瓦) 及同比 (右) 19

图 40: 公司新能源权益装机 (万千瓦) 及同比 (右) 19

图 41: 2024 年公司各省风电电量占比 19

图 42: 2024 年公司各省光伏电量占比 19

图 43: 公司新能源利用小时数 20

图 44: 公司新能源发电量 (亿千瓦时) 及同比 (右) 20

图 45: 公司新能源上网电价 (元/kWh) 20

图 46: 公司风电光伏板块净利润 (亿元) 及同比 (右) 21

图 47: 公司风电光伏度电净利润 (元) 21

图 48: 公司 PE-Band 24

图 49: 公司 PB-Band 24

表 1: 公司历史重大事件 3

表 2: 截至 2024 年底国家能源集团旗下上市平台电力装机情况 (单位: 万千瓦) 8

表 3: 国家能源集团主要控股未上市水电站 9

表 4: 大渡河流域水电装机梳理 15

表 5: 全国主要流域水能利用率 16

表 6: 双江口投产后增发电量带来的业绩贡献 18

表 7: 公司收入成本拆分和预测 22

表 8: 公司&可比公司估值水平 (截至 2026 年 1 月 20 日) 23

表 9: 基本假设及关键参数 24

表 10: 绝对估值敏感性分析 24

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	62,795	63,618	69,058	78,907
现金	15,437	21,449	23,787	30,979
应收账款	28,467	22,944	24,517	25,860
其它应收款	1,193	2,100	1,986	1,801
预付账款	3,301	3,530	3,389	3,408
存货	6,148	4,880	5,003	5,174
其他	8,249	8,715	10,377	11,685
非流动资产	431,141	454,740	476,216	494,404
长期投资	18,755	19,660	21,164	22,385
固定资产	293,375	350,134	388,131	415,487
无形资产	7,034	6,210	5,061	3,432
其他	111,977	78,735	61,860	53,100
资产总计	493,936	518,357	545,275	573,311
流动负债	125,901	113,464	106,951	101,837
短期借款	30,413	20,413	12,413	7,413
应付账款	27,012	24,090	25,682	25,580
其他	68,477	68,961	68,857	68,844
非流动负债	236,671	264,981	289,798	311,867
长期借款	209,212	239,212	264,212	284,212
其他	27,459	25,770	25,586	27,656
负债总计	362,572	378,445	396,749	413,704
少数股东权益	75,331	81,389	87,264	94,351
归属母公司股东权益	56,034	58,523	61,262	65,255
负债和股东权益	493,936	518,357	545,275	573,311

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	55,640	43,292	41,305	45,746
净利润	16,643	13,463	13,056	15,748
折旧摊销	19,524	21,208	24,069	26,515
财务费用	6,521	7,476	8,096	8,631
投资损失	-7,333	-1,582	-1,789	-1,819
营运资金变动	18,300	3,269	-778	-1,926
其他	1,985	-542	-1,351	-1,403
投资活动现金流	-48,745	-43,199	-43,244	-42,325
资本支出	-57,884	-43,913	-43,630	-42,993
长期投资	6,944	-905	-1,505	-1,220
其他	2,195	1,619	1,890	1,888
筹资活动现金流	-10,242	5,919	4,278	3,771
短期借款	-18,532	-10,000	-8,000	-5,000
长期借款	34,074	30,000	25,000	20,000
其他	-25,783	-14,081	-12,722	-11,229
现金净增加额	-3,348	6,012	2,338	7,193

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	179,182	175,805	178,879	181,922
营业成本	153,674	148,639	152,289	151,518
税金及附加	1,872	1,934	1,968	2,001
销售费用	16	18	18	18
管理费用	2,218	2,285	2,325	2,365
研发费用	555	703	716	728
财务费用	6,551	7,322	7,882	8,393
资产减值损失	-1,394	-862	-376	-332
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	7,123	2,198	2,415	2,456
营业利润	20,025	16,239	15,720	19,023
营业外收入	850	800	800	800
营业外支出	426	500	500	500
利润总额	20,448	16,539	16,020	19,323
所得税	3,805	3,076	2,964	3,575
净利润	16,643	13,463	13,056	15,748
少数股东损益	6,812	6,058	5,875	7,087
归属母公司净利润	9,831	7,405	7,181	8,662
EBITDA	46,524	45,070	47,971	54,231
EPS（元）	0.55	0.42	0.40	0.49

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-1.0%	-1.9%	1.7%	1.7%
营业利润增长率	31.0%	-19.1%	-3.7%	20.4%
归母净利润增长率	75.3%	-24.8%	-3.5%	20.1%
毛利率	14.2%	15.5%	14.9%	16.7%
净利率	9.3%	7.6%	7.2%	8.6%
ROE	17.5%	12.6%	11.5%	12.8%
ROIC	5.4%	4.4%	4.1%	4.4%
资产负债率	73.4%	73.2%	73.2%	72.7%
净资产负债率	276.0%	272.9%	272.5%	266.3%
流动比率	0.50	0.55	0.68	0.88
速动比率	0.37	0.42	0.53	0.71
总资产周转率	0.38	0.35	0.33	0.32
应收账款周转率	7.09	6.84	7.54	7.22
应付账款周转率	5.80	5.82	6.12	5.91
每股收益	0.55	0.41	0.40	0.48
每股经营现金流	3.12	2.43	2.32	2.57
每股净资产	3.14	3.28	3.47	3.75
P/E	9.02	11.99	12.43	10.36
P/B	1.58	1.52	1.43	1.32
EV/EBITDA	7.53	8.10	7.92	7.14
PS	0.49	0.50	0.50	0.49

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn