

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

邢秦浩 电力公用研究负责人

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

燃料成本弹性显著对冲电价下行，大规模水电资产潜在注入可期

2026年4月15日

事件: 2026年4月14日晚，国电电力发布2025年年报。2025年公司实现营业收入1702.44亿元，同比-4.99%；实现归母净利润71.61亿元，同比-27.15%；扣非后归母净利润67.76亿元，同比+45.23%。其中，单Q4公司实现营业收入450.39亿元，同比-0.62%，环比-5.28%；实现归母净利润3.85亿元，同比-39.92%，环比-87.55%。

点评:

- **火电: 夯实公司业绩基本盘，燃料成本弹性显著对冲电量电价下行。** 2025年，受益于集团内部煤炭供应价格显著弹性有效对冲电量电价下行影响，公司火电板块业绩实现稳中有增。其中，公司火电板块实现归母净利44.00亿元，同比+6.93%。电量方面，受火电发电量整体低迷影响，公司火电机组小时数出现下降，其中煤机发电利用小时数4850小时，燃机发电利用小时数1966小时。电价方面，煤机实现平均上网电价424.02元/兆瓦时，同比-3.35分/千瓦时；燃机实现平均上网电价797元/兆瓦时，同比-6.38分/千瓦时。成本方面，公司入炉标煤单价实现825.06元/吨，较上年下降97.11元/吨。电力板块燃料成本弹性显著。
- **水电: 电量同比下行电价基本稳定，业绩因同比无大规模计提减值回升。** 2025年公司水电板块上网电量随来水有所下行；但2024年大兴川水电在建工程出现大规模计提减值，致使板块2025年业绩同比出现回升。2025年公司水电实现归母净利16.27亿元，同比+31.00%。电量方面，公司水电板块实现发电量551.21亿千瓦时，同比-7.31%。电价方面，公司水电板块平均上网电价236.70元/兆瓦时，同比-0.39分/千瓦时。
- **新能源: 电量增长较为可观，入市导致电价下行。** 2025年，公司新能源装机实现高速增长。其中，公司风电板块实现归母净利8.60亿元，同比+10.68%；光伏板块实现归母净利7.02亿元，同比+16.42%。电量方面，风电板块2025年全年发电量实现212.91亿千瓦时，同比+5.54%，机组利用小时数2108小时；光伏板块2025年全年发电量实现218.66亿千瓦时，同比+93.78%，机组利用小时数1259小时。电价方面，公司风电板块平均上网电价453.38元/兆瓦时，同比-2.08分/千瓦时；光伏板块平均上网电价331.41元/兆瓦时，同比-7.68分/千瓦时。装机方面，2025年公司新能源板块快速发展，实现新增装机726.46万千瓦。
- **资本开支及潜在注入展望: 26年资本开支预计同比持平，大规模水电资产潜在注入可期。** 资本开支计划方面，公司预计2026年计划固定资产投资517.35亿元，其中前期、基建项目投资470.71亿元（188.90亿元用于新能源项目，108.79亿元用于水电项目，165.06亿元用于火

电项目,7.96 亿元用于其他项目),与 2025 年固定资产投资 503.69 亿元(其中前期、基建项目投资 447.82 亿元)基本持平。我们预计公司 2026 年投产装机有望保持稳健步伐。潜在注入方面,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。值得注意的是,截至 2025 年底,原金沙江公司在建机组约 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金沙江水电在建 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 2026-2028 年归母净利润的预测分别为 65.81/76.97/88.51 亿元,对应 2026 年 4 月 14 日收盘价的 PE 分别为 13.06/11.17/9.71 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	179,182	170,244	175,073	175,196	177,169
同比(%)	-1.0%	-5.0%	2.8%	0.1%	1.1%
归属母公司净利润(百万元)	9,831	7,161	6,581	7,697	8,851
同比(%)	75.3%	-27.2%	-8.1%	17.0%	15.0%
毛利率(%)	14.2%	15.5%	10.2%	10.5%	11.7%
ROE(%)	17.5%	12.0%	10.0%	10.4%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.40	0.37	0.43	0.50
P/E	8.74	12.00	13.06	11.17	9.71
P/B	1.53	1.45	1.30	1.17	1.04
EV/EBITDA	8.57	8.26	9.67	9.14	8.01

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测。注:截至 2026 年 4 月 15 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	62,795	58,923	56,736	56,648	56,308	
货币资金	15,437	15,821	14,272	13,050	13,005	
应收票据	1,366	717	729	833	792	
应收账款	28,467	26,293	25,575	26,155	26,082	
预付账款	3,301	2,140	2,200	2,196	2,191	
存货	6,148	5,929	5,674	6,033	5,971	
其他	8,076	8,023	8,286	8,381	8,268	
非流动资产	431,141	461,228	489,196	512,126	534,675	
长期股权投资	16,404	17,918	19,584	21,110	22,679	
固定资产(合计)	293,375	331,654	370,473	416,870	472,548	
无形资产	7,034	7,646	6,962	5,909	5,535	
其他	114,328	104,011	92,177	68,236	33,914	
资产总计	493,936	520,152	545,932	568,774	590,984	
流动负债	125,901	140,844	155,193	159,720	165,654	
短期借款	30,413	32,409	31,909	36,909	42,909	
应付票据	6,705	9,547	13,967	13,941	13,913	
应付账款	27,012	28,575	37,101	37,030	36,957	
其他	61,772	70,314	72,216	71,840	71,874	
非流动负债	236,671	241,194	242,015	247,915	249,915	
长期借款	209,212	192,650	192,150	197,150	199,150	
其他	27,459	48,544	49,865	50,765	50,765	
负债合计	362,572	382,038	397,208	407,635	415,568	
少数股东权益	75,331	78,643	82,677	87,394	92,819	
归属母公司股东权益	56,034	59,471	66,048	73,745	82,596	
负债和股东权益	493,936	520,152	545,932	568,774	590,984	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	179,182	170,244	175,073	175,196	177,169	
同比(%)	-1.0%	-5.0%	2.8%	0.1%	1.1%	
归属母公司净利润	9,831	7,161	6,581	7,697	8,851	
同比(%)	75.3%	-27.2%	-8.1%	17.0%	15.0%	
毛利率(%)	14.2%	15.5%	10.2%	10.5%	11.7%	
ROE%	17.5%	12.0%	10.0%	10.4%	10.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.40	0.37	0.43	0.50	
P/E	8.74	12.00	13.06	11.17	9.71	
P/B	1.53	1.45	1.30	1.17	1.04	
EV/EBITDA	8.57	8.26	9.67	9.14	8.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	179,182	170,244	175,073	175,196	177,169	
营业成本	153,674	143,792	157,133	156,835	156,526	
营业税金及附加	1,872	2,359	1,854	1,870	1,904	
销售费用	16	7	24	22	24	
管理费用	2,218	2,027	2,014	2,034	2,012	
研发费用	555	550	633	606	634	
财务费用	6,551	5,888	3,309	3,426	3,182	
减值损失合计	-2,177	-589	-102	-225	-205	
投资净收益	7,333	2,361	3,000	5,000	6,000	
其他	573	641	551	519	532	
营业利润	20,025	18,033	13,554	15,698	19,215	
营业外收支	424	-237	129	226	-632	
利润总额	20,448	17,796	13,683	15,924	18,583	
所得税	3,805	4,069	3,069	3,509	4,308	
净利润	16,643	13,727	10,614	12,415	14,275	
少数股东损益	6,812	6,566	4,033	4,718	5,425	
归属母公司净利润	9,831	7,161	6,581	7,697	8,851	
EBITDA	40,107	43,797	37,213	40,684	47,408	
EPS(当年)(元)	0.55	0.40	0.37	0.43	0.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	55,640	53,668	46,350	30,295	37,895	
净利润	16,643	13,727	10,614	12,415	14,275	
折旧摊销	19,524	21,921	20,221	21,334	25,643	
财务费用	6,521	5,832	3,414	3,514	3,273	
投资损失	-7,333	-2,361	-3,000	-5,000	-6,000	
营运资金变动	18,300	14,006	15,136	-1,957	-121	
其它	1,985	543	-35	-11	824	
投资活动现金流	-48,745	-45,311	-44,803	-38,904	-42,666	
资本支出	-57,884	-45,415	-46,158	-42,461	-47,041	
长期投资	6,944	-758	-1,810	-1,609	-1,626	
其他	2,195	862	3,166	5,166	6,000	
筹资活动现金流	-10,242	-8,171	-3,093	7,386	4,727	
吸收投资	3,375	2,347	0	0	0	
借款	15,542	-14,566	-1,000	10,000	8,000	
支付利息或股息	-14,568	-16,435	-3,414	-3,514	-3,273	
现金流净增加额	-3,348	184	-1,549	-1,223	-45	

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。