

国电电力 (600795.SH)

扣非净利润高增 45%，多电源共振驱动新增 长

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	179,182	170,244	175,672	183,497	184,109
增长率 yoy (%)	-1.0	-5.0	3.2	4.5	0.3
归母净利润 (百万元)	9,831	7,161	7,556	8,164	8,479
增长率 yoy (%)	75.3	-27.2	5.5	8.0	3.9
ROE (%)	12.7	9.9	9.4	9.3	9.0
EPS 最新摊薄 (元)	0.55	0.40	0.42	0.46	0.48
P/E (倍)	8.7	12.0	11.4	10.5	10.1
P/B (倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

扣非净利润高增 45%，主业盈利大幅改善。 2025 年公司实现营业收入 1702.44 亿元，同比下降 4.99%；归母净利润 71.61 亿元，同比下降 27.15%，基本每股收益 0.402 元，同比下降 27.04%，主要受 2024 年同期转让国电建投 50% 股权产生大额投资收益的高基数影响。但更能反映主业经营情况的扣非归母净利润达 67.76 亿元，同比大幅增长 45.23%，加权平均 ROE 为 12.28%。分板块看，火电贡献归母净利润 44.00 亿元，水电 16.27 亿元，风电及光伏 15.62 亿元。

财务费用同比下降 10%，成本管控成效凸显。 2025 年，公司财务费用 58.88 亿元，同比下降 10.13%，主要受益于资金成本率下降。入炉标煤单价 825.06 元/吨，同比下降 97.11 元/吨，降幅 10.53%，长协煤占比高达 97.73%，燃料成本优势稳固。公司持续深入实施成本领先战略，多措并举控降采购价格，有效对冲部分电价下行压力。

火电：全年发电量稳增，Q4 新机集中投产。 2025 年，公司火电完成发电量 3691.44 亿千瓦时，同比增长 0.17%；其中，煤电发电量占比 99%，平均上网电价 424.02 元/兆瓦时，同比下降 7.32%。2025 年，公司火电控股装机净增 764.40 万千瓦，具体包括：常州发电 200 万千瓦、浙江北仑 200 万千瓦、福州热电 132 万千瓦、池州公司 132 万千瓦、肇庆燃机 100.4 万千瓦。Q4 单季度，公司火电装机增加 298 万千瓦，占全年火电净增总量的 39%，推动 Q4 火电上网电量同比增长 6.98%。

水电：来水偏枯拖累电量，资源禀赋依旧优质。 2025 年，公司水电完成发电量 551.21 亿千瓦时，同比下降 7.31%；平均上网电价 236.70 元/兆瓦时，同比下降 1.62%。受枯水期及基数效应影响，Q4 水电上网电量同比降幅为 18.5%。尽管短期承压，公司水电资产集中于大渡河流域，均为流域梯级电站，盈利能力较强；在建水电项目 566.65 万千瓦，主要分布在四川、新疆等省份，世界最高坝双江口水电站启动二阶段蓄水，沙坪一级首台机组投产发电。

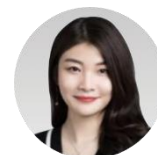
新能源：风电稳健增长，光伏爆发式放量。 2025 年，公司风电完成发电量 212.91 亿千瓦时，同比增长 5.53%；光伏完成发电量 218.66 亿千瓦时，同比大幅增长 93.78%。新能源合计发电量 431.57 亿千瓦时，占总发电量 9.23%。电价方面，

买入 (维持评级)

股票信息

行业	电力及公用事业
2026 年 04 月 17 日收盘价(元)	4.82
总市值 (百万元)	85,967.68
流通市值 (百万元)	85,967.68
总股本 (百万股)	17,835.62
流通股本 (百万股)	17,835.62
近 3 月日均成交额(百万元)	1,115.31

作者



分析师 于夕曛

SAC: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com



分析师 范杨春晓

SAC: S1070521050001

邮箱: fycx@cgws.com



分析师 何郭香池

SAC: S1070523110002

邮箱: hgxc@cgws.com



分析师 杨天放

SAC: S1070524080003

邮箱: yangtianfang@cgws.com



分析师 张靖苗

SAC: S1070524070005

邮箱: zhjingmiao@cgws.com

风电平均上网电价 453.38 元/兆瓦时,同比下降 4.39%;光伏平均上网电价 331.41 元/兆瓦时,同比下降 18.82%。利用小时方面,风电利用小时 2108 小时,与上年基本持平(2122 小时);光伏利用小时 1259 小时,同比增加 198 小时,反映新投产项目光照资源优质及运营效率提升。装机方面,风电控股装机 1049.52 万千瓦,同比增长 6.66%;光伏控股装机 1888.98 万千瓦,同比增长 53.82%,装机增速与发电量增速匹配。

2026 年:计划投产超 1400 万千瓦,新批项目蓄力中长期。根据年报披露,2026 年公司计划投产装机合计约 1402 万千瓦:其中水电计划投产 379.65 万千瓦,新能源 677.27 万千瓦,火电 345 万千瓦;2026 年公司计划固定资产投资 517.35 亿元,高于 2025 年的 503.69 亿元。在中长期项目储备上,2025 年 12 月,公司发布两大项目投资建设公告:国能谏壁八期 2×100 万千瓦扩建项目和大渡河丹巴 115 万千瓦水电站项目,为 2026 年及以后的项目储备增添新动能。

分红比例升至 60%,高股息价值彰显。公司 2025 年拟每股派现 0.241 元(含税),其中,2025 年半年度已完成派现 0.10 元(含税),全年现金红利合计 42.98 亿元,占归母净利润比例为 60.02%。2025 年 8 月,公司发布三年(2025-2027 年)现金分红规划,承诺每年分红不低于当年归母净利润的 60%且每股不低于 0.22 元(含税),为长期投资者提供稳定回报预期。

投资建议:公司业绩加速释放期已至,四季度火电新机与 2026 年超 1400 万千瓦装机计划将共同驱动发电量高增;高比例长协煤与财务费用优化构筑成本安全边际,火电清洁高效转型、大渡河水电及新能源大基地建设则持续打开远期成长空间。我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入 1756.72、1834.97、1841.09 亿元;实现归母净利润 75.56、81.64、84.79 亿元,同比增长 5.5%、8.0%、3.9%;对应 EPS 为 0.42、0.46、0.48 元/股;对应 PE 为 11.4X、10.5X、10.1X,维持“买入”评级。

风险提示:用电需求不及预期风险、煤价超预期上涨风险、来水偏枯风险、电价下行风险、新能源消纳风险、项目建设进度不及预期风险、市场化交易带来的竞争加剧风险。

相关研究

- 1、《火电新机投产驱动业绩,三季度盈利稳健增长》2025-10-30
- 2、《扣非盈利同比提升,新能源量增对冲价减》2025-08-26

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	62795	58923	60873	64918	62029
现金	15437	15821	16326	17053	17110
应收票据及应收账款	29834	27010	26450	30826	26769
其他应收款	1193	1517	1279	1642	1289
预付账款	3301	2140	3474	2390	3494
存货	6148	5929	6600	6491	6624
其他流动资产	6883	6506	6743	6516	6744
非流动资产	431141	461228	472806	475451	477012
长期股权投资	16404	17918	20144	22593	25287
固定资产	293510	331721	365697	385929	401449
无形资产	7634	8010	7354	6680	5857
其他非流动资产	113593	103579	79611	60249	44420
资产总计	493936	520152	533678	540369	539041
流动负债	125901	140844	160948	171110	174223
短期借款	30413	32409	48015	39816	43242
应付票据及应付账款	33717	38122	30454	42216	31047
其他流动负债	61772	70314	82479	89077	99934
非流动负债	236671	241194	222543	205573	187019
长期借款	209933	213252	194601	177631	159077
其他非流动负债	26738	27942	27942	27942	27942
负债合计	362572	382038	383491	376683	361242
少数股东权益	75331	78643	85189	92136	99485
股本	17836	17836	17836	17836	17836
资本公积	934	969	969	969	969
留存收益	35245	38661	48825	59555	70689
归属母公司股东权益	56034	59471	64998	71551	78314
负债和股东权益	493936	520152	533678	540369	539041

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	55640	53668	32872	50587	39154
净利润	16643	13727	14102	15111	15828
折旧摊销	19242	21514	21662	24633	27197
财务费用	6551	5888	6273	6045	5600
投资损失	-7333	-2361	-2479	-2726	-2999
营运资金变动	18300	14006	-7193	6996	-6998
其他经营现金流	2236	894	508	528	526
投资活动现金流	-48745	-45311	-30660	-24445	-25648
资本支出	58096	45814	31012	24829	26064
长期投资	987	-437	-2226	-2449	-2694
其他投资现金流	8363	941	2579	2833	3110
筹资活动现金流	-10242	-8171	-17314	-17215	-16876
短期借款	-18532	1996	15606	-8199	3426
长期借款	33098	3318	-18650	-16970	-18554
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-46	34	0	0	0
其他筹资现金流	-24762	-13520	-14271	7954	-1748
现金净增加额	-3348	184	-15102	8926	-3369

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	179182	170244	175672	183497	184109
营业成本	153674	143792	149168	155853	156139
营业税金及附加	1872	2359	2132	2281	2314
销售费用	16	7	14	13	13
管理费用	2218	2027	2098	2203	2204
研发费用	555	550	585	598	603
财务费用	6551	5888	6273	6045	5600
资产和信用减值损失	-2177	-589	-608	-635	-637
其他收益	522	497	520	513	513
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7333	2361	2479	2726	2999
资产处置收益	51	144	100	107	111
营业利润	20025	18033	17894	19217	20222
营业外收入	850	595	730	705	695
营业外支出	426	832	644	670	688
利润总额	20448	17796	17980	19251	20229
所得税	3805	4069	3878	4141	4401
净利润	16643	13727	14102	15111	15828
少数股东损益	6812	6566	6546	6947	7349
归属母公司净利润	9831	7161	7556	8164	8479
EBITDA	46134	45061	45796	49800	52894
EPS (元/股)	0.55	0.40	0.42	0.46	0.48

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-1.0	-5.0	3.2	4.5	0.3
营业利润 (%)	31.0	-9.9	-0.8	7.4	5.2
归属母公司净利润 (%)	75.3	-27.2	5.5	8.0	3.9
获利能力					
毛利率 (%)	14.2	15.5	15.1	15.1	15.2
净利率 (%)	9.3	8.1	8.0	8.2	8.6
ROE (%)	12.7	9.9	9.4	9.3	9.0
ROIC (%)	6.2	4.9	5.0	5.4	5.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.4	73.4	71.9	69.7	67.0
净负债比率 (%)	214.8	211.6	199.6	172.6	156.1
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	7.1	6.2	6.9	6.7	6.7
应付账款周转率	5.8	5.2	5.6	5.5	5.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.40	0.42	0.46	0.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.12	3.01	1.84	2.84	2.20
每股净资产 (最新摊薄)	3.14	3.33	3.62	3.96	4.31
估值比率					
P/E	8.7	12.0	11.4	10.5	10.1
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.6	10.1	10.3	9.2	8.7

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686