



国电电力 (600795.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

水火共振，红利为锚

投资逻辑

■ **集团常规能源整合平台，资产注入与高分红夯实价值底座**
公司是国家能源集团常规能源发电业务的整合平台，截至 2025 年末控股装机达 127GW。历史上控股股东持续向公司注入优质火电、水电资产，并同步剥离低效业务；目前集团体内仍储备 70GW+未上市火电、水电资产，在符合条件的情况下择机注入。近年随着煤价回落、水风光业务占比提升，公司盈利及自由现金流持续修复。公司承诺 2025-2027 年每年实施两次分红，比例不低于归母净利润的 60%，且每股分红不低于 0.22 元，当前具备确定 4.5%股息。

■ **长协煤与容量电价筑底，27 年火电电价弹性可期**
2025 年末控股火电 82.27GW，江苏/浙江/安徽三地占比过半。背靠集团煤电运一体产业链，公司长协煤覆盖比例超 90%，燃料成本及价格波动显著低于同业，2023-2025 年火电 ROE 稳定在 8%-10%。新型电力系统下，火电正由电量电源向容量保障和灵活调节电源转型，容量电价提升将进一步增强盈利稳定性。展望 2027 年，随着燃料成本逐步由电价传导、用电供需边际改善，公司机组重点分布省份近年电价下降幅度大、有望率先受益于年度长协电价上行；测算当电价提升 0.015 元、煤价持平时，可增厚归母净利润 25.55 亿元，占 2025 年火电归母净利的 58%。

■ **水电集中投产贡献增量，期待绿电企稳、算电协同拓展空间**
2025 年末控股水电装机 15.13GW，在建水电装机 5.67GW，双江口、金川等项目陆续投产，有望推动 2026 年水电装机增长约 25%。其中，双江口龙头水库还将改善大渡河流域调节能力，增加下游电站枯水期发电量，测算电价持平情况下，可增厚归母净利润 6.7 亿元（占 2025 年水电归母净利的 31%）。新能源方面，公司十五五期间拟新增装机 18.50GW；与此同时，控股股东国能集团正积极对接绿电智算、算电协同等项目，公司有望依托电源资源和综合能源服务能力，拓展数据中心算电一体等新增长场景。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2026/2027/2028 年公司营业收入 1734/1769/1777 亿元，同比+1.9%/+2.0%/+0.5%，归母净利润 59.67/77.84/83.46 亿元，同比-16.7%/+30.4%/+7.2%，对应 EPS 为 0.335/0.436/0.468 元。参考可比公司市场给予 2026 年 11-17 倍 PE，公司兼备未来三年业绩增长较快及稳定分红、保底股息价值，给予 2026 年 18 倍 PE，对应目标价格 6.02 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

煤价波动；项目建设不及预期风险；利用小时不及预期风险。

公用事业与环保组

分析师：姜涛 (执业 S1130525120007)

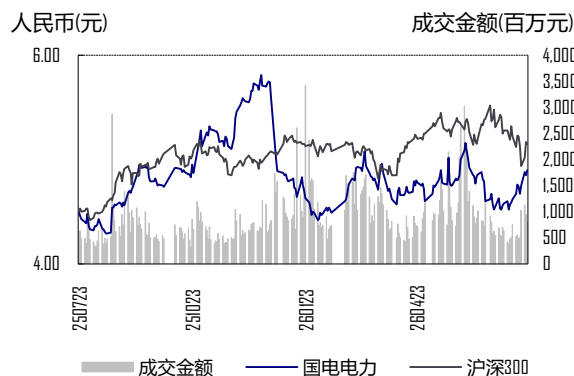
jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：许子怡 (执业 S1130526030003)

xuziyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：4.90 元

目标价 (人民币)：6.02 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	179,182	170,244	173,395	176,862	177,719
营业收入增长率	-1.00%	-4.99%	1.85%	2.00%	0.48%
归母净利润(百万元)	9,831	7,161	5,967	7,784	8,346
归母净利润增长率	75.28%	-27.15%	-16.67%	30.44%	7.22%
摊薄每股收益(元)	0.551	0.402	0.335	0.436	0.468
每股经营性现金流净额	3.12	3.01	2.19	2.70	2.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.54%	12.04%	9.80%	12.02%	12.06%
P/E	8.31	12.55	14.65	11.23	10.47
P/B	1.46	1.51	1.43	1.35	1.26

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、集团常规能源整合平台，分红承诺增强回报确定性	4
1.1 集团常规能源整合平台，火水风光多元协同发展	4
1.2 股东更迭不改平台定位，常规能源资产整合仍可期	6
1.3 煤价下行推动盈利改善，分红承诺增强回报确定性	8
二、火电：高长协煤+容量电价筑牢盈利底，机组分布 27 年电价弹性可期	12
2.1 长协煤高覆盖平滑成本波动，23-25 年 ROE 保持 8%-10%	12
2.2 火电容量电价提升稳定收益，机组分布 27 年电价弹性可期	13
三、清洁能源：水电集中投产释放增量，期待绿电企稳、算电打开空间	15
3.1 水电依托大渡河核心资产，26 年集中投产释放 25%增量	15
3.2 多因素压制大渡河水电盈利，龙头水库投产显著增厚利润	16
3.3 十五五目标新增绿电近 20GW，期待盈利企稳、算电打开空间	17
四、盈利预测、估值和评级	19
4.1 业务核心假设	19
4.2 盈利预测	20
五、风险提示	22

图表目录

图表 1：国电电力发展历程图	4
图表 2：截至 26Q1 国家能源集团直接持股公司 50.68%股权	4
图表 3：截至 2025 年公司控股装机达 127GW	5
图表 4：截至 2025 年可比公司装机容量（GW）	5
图表 5：截至 2025 年可比公司装机结构	5
图表 6：公司“十五五”发展目标	5
图表 7：2010-2016 年公司收购标的资产类型及交易对价情况	6
图表 8：子公司北京国电电力利润贡献度高	7
图表 9：2021 年公司与集团资产置换标的装机规模及估值对价情况	7
图表 10：2025 年集团未上市火电、水电装机达 90GW	8
图表 11：2026Q1 公司营收同比下降 1.6%	8
图表 12：2026Q1 公司归母净利润同比下降 22.8%	8
图表 13：2026Q1 公司扣非归母净利润同比下降 15.5%	9
图表 14：近年公司资产减值规模已显著收窄	9
图表 15：公司火电业务占营收比例超八成（亿元）	9



图表 16: 公司分业务毛利率情况	9
图表 17: 公司同业毛利率对比	9
图表 18: 公司同业 ROE 对比	9
图表 19: 公司资产负债率（含永续债）低于同业平均	10
图表 20: 公司投资收益构成（亿元）	10
图表 21: 2025 年公司经营现金流净额达 537 亿元	11
图表 22: 近年公司投资支出体量仍较大	11
图表 23: 2025 年公司自由现金流达 84 亿元	11
图表 24: 除 2021 年大额亏损外，近十年公司持续保持分红	11
图表 25: 截至 2025 年公司控股火电装机达 82.27GW	12
图表 26: 公司火电机组主要分布在华东地区	12
图表 27: 2025 年公司火电上网电价同比降幅较大	13
图表 28: 公司标煤单价显著低于同业平均（元/吨）	13
图表 29: 近年公司火电 ROE 稳定在 8%-10%	13
图表 30: 公司火电度电毛利润稳定性显著优于同业	13
图表 31: 2025 年公司火电利用小时数同比下滑 352 小时	13
图表 32: 2024-2025 年容量部分稳定为公司贡献利润	14
图表 33: 江苏月度电价近期持续提升（元/兆瓦时）	14
图表 34: 秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价（元/吨）	14
图表 35: 公司火电度电净利润边际变化测算	14
图表 36: 2026 年公司水电装机有望提升 25%（GW）	15
图表 37: 2025 年公司水电发电量分布	15
图表 38: 国能大渡河控股梯级水电站在运、在建及拟建项目（截至 2026 年 7 月）	15
图表 39: 主要水电公司 ROE 情况	16
图表 40: 全国主要流域水能利用率	16
图表 41: 国能大渡河水电上网电价机制	17
图表 42: 双江口对下游电站增益测算	17
图表 43: 截至 2025 年公司新能源控股装机达 29.39GW	18
图表 44: 公司风电主要集中在浙江（发电量，亿千瓦时）	18
图表 45: 公司光伏主要集中在内蒙古（发电量，亿千瓦时）	18
图表 46: 受市场化电价下降等影响，新能源 ROE 承压	18
图表 47: 控股股东国家能源集团积极布局算电协同领域	19
图表 48: 公司发电业务经营数据预测	20
图表 49: 公司各分部业务预测	20
图表 50: 国电电力同业对比（收盘价日期：2026/7/22）	22

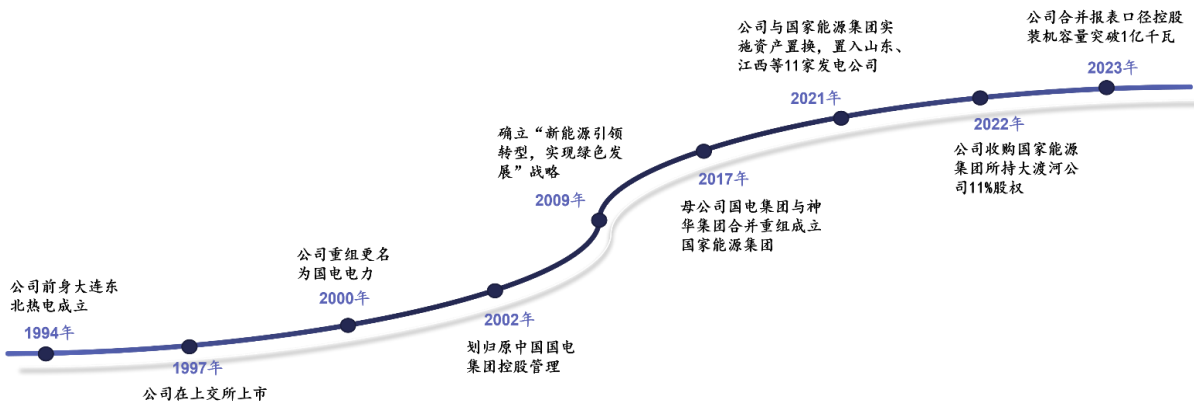


一、集团常规能源整合平台，分红承诺增强回报确定性

1.1 集团常规能源整合平台，火水风光多元协同发展

公司是国家能源集团控股的全国性核心电力上市平台，主营业务为电力、热力生产及销售，产业涉及火电、水电、风电、光伏发电及煤炭等领域。公司成立于 1992 年，前身为大连东北热电发展股份有限公司，1997 年在上海证券交易所挂牌上市，2000 年重组更名为“国电电力发展股份有限公司”，2002 年划归原中国国电集团公司控股管理。2017 年 11 月原国电集团与原神华集团合并重组为国家能源集团后，公司成为国家能源集团旗下核心的常规能源发电业务（包括火电、水电）整合平台。截至 2026Q1，国家能源集团持股占比达 50.68%，国务院国资委是公司实际控制人。

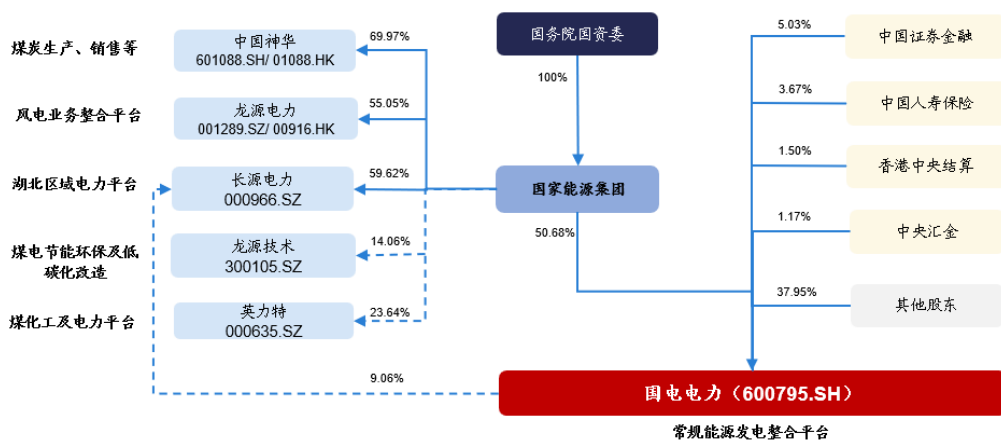
图表1：国电电力发展历程图



来源：iFind，国金证券研究所

公司控股股东国家能源集团是全球最大的煤炭生产、火力发电、风力发电和煤制油煤化工企业，拥有煤炭、电力、化工、运输等全产业链业务，旗下共有 6 家上市公司：中国神华（601088.SH/01088.HK）、龙源电力（001289.SZ/00916.HK）、长源电力（000966.SZ）、国电电力（600795.SH）、龙源技术（300105.SZ）、英力特（000635.SZ）。集团业务划分清晰，将国电电力作为包括火电、水电在内的常规能源发电业务整合平台，近年来通过资产置换、股权收购等方式持续将优质资产注入公司，为公司发展提供政策和资金支持。

图表2：截至 26Q1 国家能源集团直接持股公司 50.68% 股权



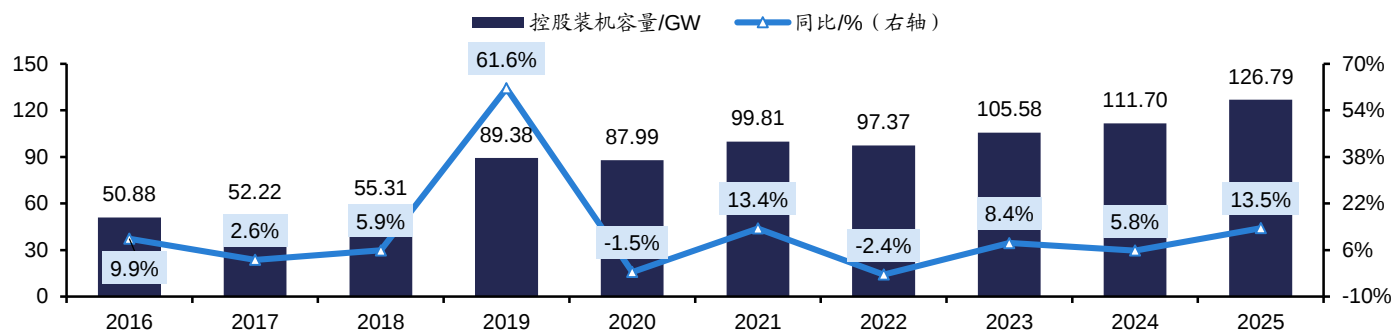
来源：iFind，国金证券研究所

公司早期发电业务以火电为主，主要通过自主投产、并购等方式实现装机增长。2010 年，国电集团启动首轮注资，公司新增传统能源装机 3.76GW。2011-2018 年，公司重点开发大渡河流域水电资源，并开始快速发展风电、光伏等新能源业务。2019 年公司与中



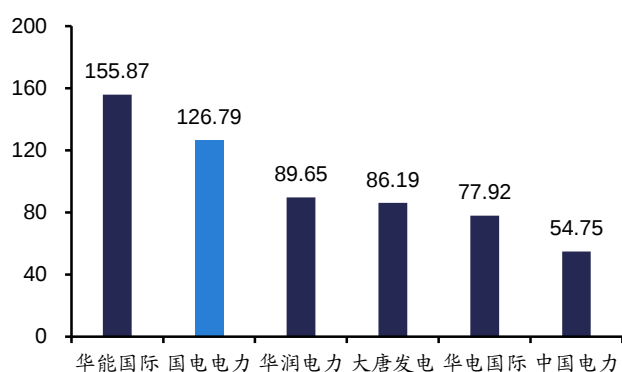
华分别以各自持有的火电资产组建合资公司北京国电电力有限公司，国电电力持股 57.5%，本次交易后公司控股装机容量增长 30.53GW（占 2019 年末总装机的 34.2%）。2020 年至今国家能源集团持续将符合要求的常规能源资产注入公司，截至 2025 年末公司控股装机容量已达到 126.79GW，对比同业公司装机容量和上网电量规模稳居行业前列。

图表3：截至 2025 年公司控股装机达 127GW



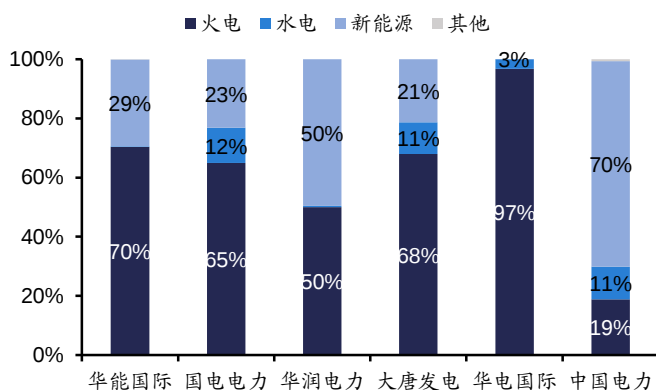
来源：iFinD，国金证券研究所

图表4：截至 2025 年可比公司装机容量 (GW)



来源：iFinD，国金证券研究所

图表5：截至 2025 年可比公司装机结构



来源：iFinD，国金证券研究所

公司当前正加快以“三个转型”为战略支点，从“开发优质新能源、发展新一代高效煤电、抢先布局战新产业”三线推动，“科技创新、强化管理、投资于人”三维发力，推动公司盈利模式向高附加值领域转型，打造“一站式”能源服务供应商。公司提出到“十五五”末力争实现：新增新能源装机 18.50GW（占 2025 年末新能源装机的 63%）、火电装机 6.40GW（占 2025 年末火电装机的 8%），取得 40 项以上行业引领性科技成果，所有火电机组具备 20%深度调峰能力，并争取在 2029 年实现碳达峰目标。

图表6：公司“十五五”发展目标

类别	序号	指标	2029 年	2030 年
规模发展	1	新增新能源装机	—	18.50GW
	2	新增火电装机	—	6.40GW
创新引领	3	行业引领性科技成果	—	40 项以上
绿色低碳	4	碳达峰目标	争取实现	—
风险防范	5	所有火电机组深调能力	—	20%

来源：iFinD，国金证券研究所



1.2 股东更迭不改平台定位，常规能源资产整合仍可期

2010 年 4 月原控股股东中国国电正式将公司确立为常规火电及水电业务整合平台，承诺逐步将相关发电资产注入国电电力；2014 年 7 月中国国电进一步明确将继续坚持整体上市战略，继续将公司作为常规发电业务整合平台（不包括中国国电除国电电力以外其他控股上市公司的相关资产、业务及权益，且不包括区域常规发电上市公司所在区域的相关资产、业务及权益）。在承诺窗口引导下，控股股东积极履行对公司的全力支持，2010-2016 年公司共作价 137.1 亿元收购中国国电 13 个标的资产，合计装机达 16.15GW（占 2016 年末公司总控股装机的 31.7%），其中常规火电装机 14.65GW，占比高达 90.71%。估值角度而言，13 家标的公司合计净资产账面价值 156.87 亿元，评估价值 269.27 亿元，增值率 71.65%，平均综合买入 PB 为 1.82 倍。

图表7：2010-2016 年公司收购标的资产类型及交易对价情况

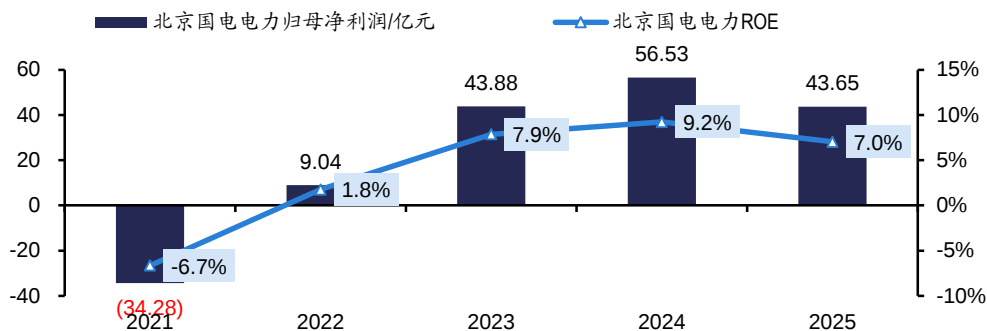
序号	年份	交易对方	交易标的	资产类型	装机容量	其中：火电	其中：水电	其中：风电	权益比例	支付总对价
					/GW	/GW	/GW	/GW		/亿元
1	2010	中国国电	北仑第三发电	火电	2.00	2.00			50%	27.60
2			新疆公司	—	1.10	0.49	0.51	0.10	100%	22.60
3			谏壁公司	火电	0.66	0.66			100%	9.15
4			江苏公司	火电	4.58	4.58			20%	12.71
5	2013	中国国电	安徽公司	—	3.46	3.36	0.05	0.05	100%	34.67
6	2016	中国国电	开都河公司	水电	0.51		0.51		55%	6.41
7			阿克苏公司	水电	0.28		0.28		65%	4.27
8			青松矿业	煤矿					20%	0.96
9			宿迁热电	火电	0.27	0.27			51%	3.06
10			大武口电厂	火电					100%	0.48
11			大武口热电	火电	0.66	0.66			60%	4.26
12	2016	国电燃料	乐清公司	煤炭					23%	10.91
13			朔州煤业	火电	2.64	2.64			100%	0.01
合计					16.15	14.65	1.35	0.15		137.10

来源：iFind，国金证券研究所

2017 年 8 月，原中国国电集团与原神华集团实施联合重组，正式成立国家能源集团；2018 年 3 月，国家能源集团向公司出具避免同业竞争相关承诺。在控股股东大力支持下，公司于 2019 年 1 月与中国神华完成重大资产重组，双方以各自持有的火电股权及资产共同组建合资公司北京国电电力，其中公司持股 57.47% 实现并表控股。本次重组促成中国神华旗下 17 家火电企业整体并表（嘉华发电计入对联营企业的长期股权投资），使公司新增控股装机 30.53GW（占 2019 年末公司总控股装机的 34.2%），进一步增强公司在常规能源发电业务的规模和核心竞争力。北京国电电力作为公司核心子公司之一，2023-2025 年分别贡献归母净利润 43.88、56.53、43.65 亿元，占当年归母净利润的 78%、57%、61%。



图表8：子公司北京国电电力利润贡献度高



来源：iFinD，国金证券研究所

在国家能源集团支持下，公司积极推进资产注入与剥离的双向优化。2021年9月，公司与国家能源集团实施资产置换，公司向国家能源集团置出银行、化工等非发电资产，国家能源集团向公司置入山东、江西、福建、广东、海南、湖南等区域共计15.66GW常规能源发电资产（占2021年末公司装机的15.7%）。2022年公司收购国家能源集团持有的国能大渡河水电11%股权，持股比例增至80%，带动清洁能源权益装机提升。资产剥离方面，公司坚定出清低效常规能源资产，累计剥离火电、煤炭等资产并回笼76.02亿元，先后于2020-2022年清退甘肃酒泉（0.66GW煤电）、新疆（5.96GW煤电）、宁夏（6.64GW煤电）等部分盈利承压的资产；并于2024年转让国电建投50%股权（1.32GW煤电），以规避察哈素煤矿复产不确定性对公司带来的持续拖累；累计置出煤电资产14.58GW。

图表9：2021年公司与集团资产置换标的装机规模及估值对价情况

交易标的	资产类型	总控股装机规模/GW	权益比例	净资产账面价值	净资产评估值	评估增值率	交易总对价/亿元	归母净资产/亿元	PB/倍
山东公司	火电	5.18	100%	57.65	93.02	61.35%	93.02	57.65	1.61
江西公司	火电、水电	4.55	100%	23.15	30.75	32.83%	30.75	23.15	1.33
福建公司	火电	3.16	100%	23.83	36.29	52.29%	36.29	23.83	1.52
广东公司	火电	0.70	100%	10.31	10.86	5.33%	10.86	10.31	1.05
海南公司			100%	-0.02	-0.02	-	-0.015	-0.02	0.79
乐东公司	火电	0.70	100%	10.62	11.56	8.85%	11.56	10.62	1.09
海南能源销售			100%	0.34	0.45	32.35%	0.45	0.34	1.32
湖南公司			100%	0.00	0.00	-	0.004	-	-
宝庆煤电	火电	1.32	90.49%	12.94	19.08	47.45%	17.26	11.71	1.47
巫水水电	水电	0.05	85.78%	0.74	0.03	-95.95%	0.03	0.63	0.05
置入合计		15.66		139.56	202.03	44.76%	200.21	138.23	1.45
河北银行			19.02%	271.17	322.17	18.81%	61.26	51.57	1.19
英力特集团			51.03%	25.21	30.40	20.59%	15.51	12.86	1.21
置出合计				296.38	352.57	18.96%	76.77	64.43	1.19
差额							123.44		

来源：iFinD，国金证券研究所

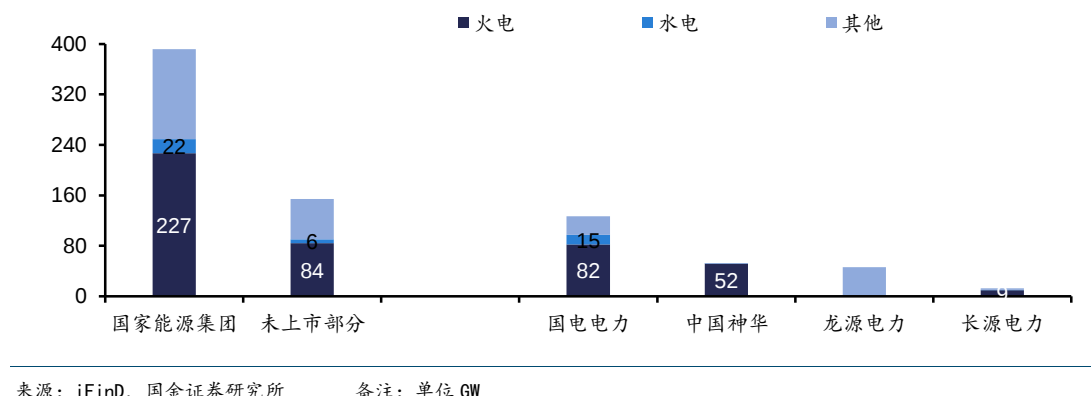
备注：海南公司、湖南公司审计、评估基准日为2021年3月31日；其余标的审计、评估基准日为2020年9月30日。

国家能源集团常规能源资产储备雄厚，截至2025年底，集团体内未上市火电及水电装机分别为84、6GW；其中，剔除公司此前置出的甘肃、宁夏、新疆区域14.58GW煤电资产后，具备潜在整合可能的火电装机约70GW，占2025年末公司控股煤电的84%，资产整



合具备较大的弹性。此外，集团未上市主要在建水电金沙江旭龙水电站（2.4GW）、青海黄河玛尔挡水电站（2.32GW）亦具备整合预期，未上市水电装机占 2025 年末公司控股水电的 41%。

图表10：2025 年集团未上市火电、水电装机达 90GW

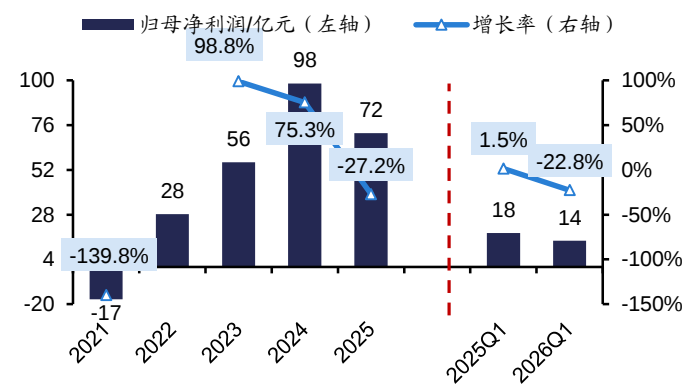
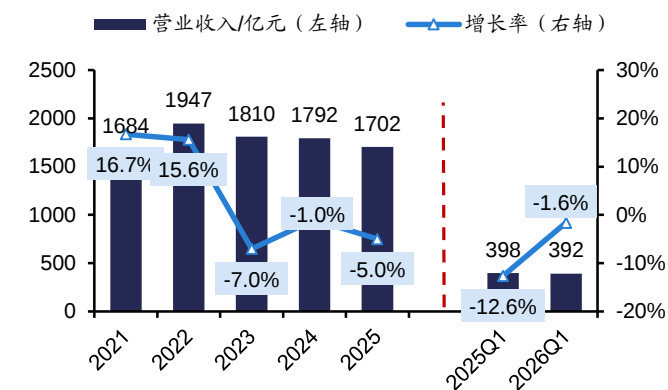


1.3 煤价下行推动盈利改善，分红承诺增强回报确定性

公司营收近年来维持在 1700-1900 亿元左右；2025 年受电价下降影响，公司营业收入为 1702 亿元（同比-5.0%），2026Q1 营业收入为 392 亿元（同比-1.6%）。2021 年受燃料成本大幅提升影响，公司归母净利润亏损 17.3 亿元，此后随煤价中枢回落逐年修复。2024 年公司转让国电建投 50% 股权确认 46 亿元投资收益，带动归母净利润同比增长 75.3%至 98.3 亿元；但由于该收益具有明显一次性，扣非归母净利润仅 46.7 亿元，同比下降 4.2%。基数影响下，2025 年归母净利润同比下降 27.2%至 71.6 亿元，扣非归母净利润同比增长 45.2%至 67.8 亿元，主要受经营利润改善及减值压力减轻推动。需要注意的是，公司资产减值并非均被认定为非经常性损益，2024 年大兴川电站计提约 8.3 亿元在建工程减值进入经常性损益，显著压低扣非利润；因而 2025 年公司减值损失由 13.9 亿元收窄至 4.7 亿元，对扣非业绩形成较强增厚。

图表11：2026Q1 公司营收同比下降 1.6%

图表12：2026Q1 公司归母净利润同比下降 22.8%

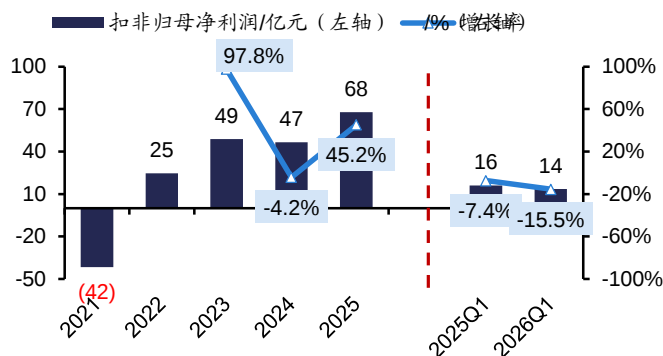


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

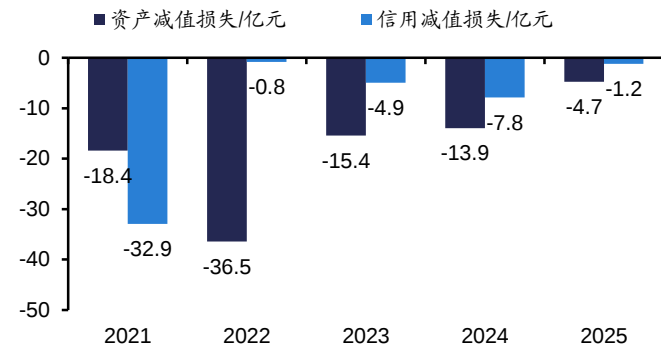


图表13: 2026Q1 公司扣非归母净利润同比下降 15.5%



来源: iFinD, 国金证券研究所

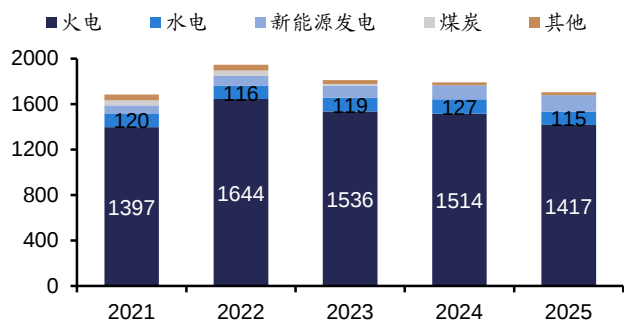
图表14: 近年公司资产减值规模已显著收窄



来源: iFinD, 国金证券研究所

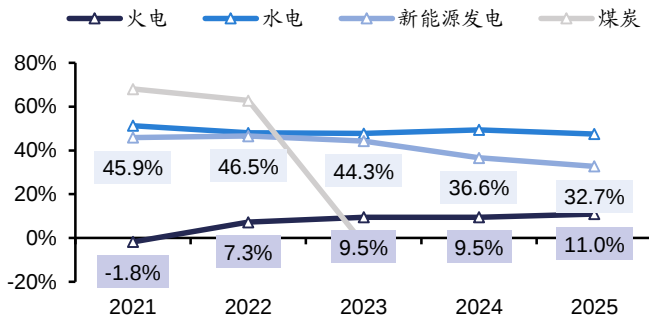
分业务来看, 公司火电业务收入占总营收比例一直超过 80%。2025 年公司火电业务营收 1417.2 亿元 (占比 83.24%), 水电业务营收 115.1 亿元 (占比 6.76%), 新能源发电营收 146.9 亿元 (占比 8.63%)。毛利率方面, 火电业务毛利率受煤价回落影响, 逐步由 2021 年-1.8%恢复至 2025 年 11.0%; 新能源业务毛利率主要受电价下行影响, 由 2021 年的 45.9%下滑至 2025 年 32.7%; 水电业务毛利率较为稳定, 近年来维持在 50%左右。2024 年公司转让国电建投 50%股权, 煤炭业务不再纳入合并报表范围。

图表15: 公司火电业务占营收比例超八成 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

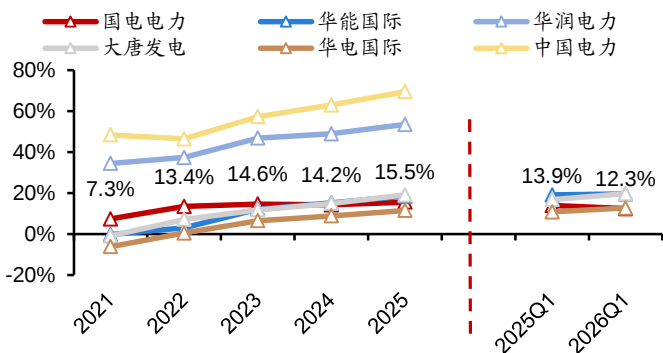
图表16: 公司分业务毛利率情况



来源: iFinD, 国金证券研究所

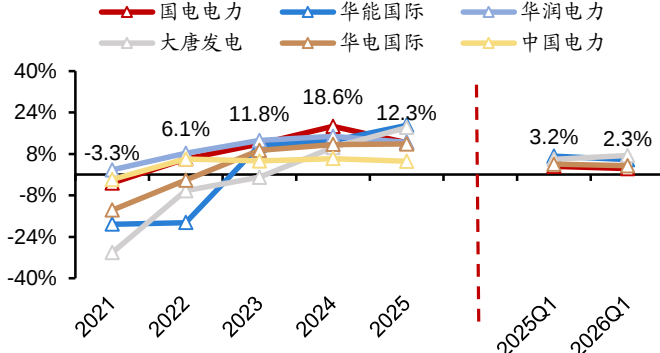
近年来公司盈利能力整体呈改善趋势, 受益于煤价中枢回落及水风光业务比例提升, 公司毛利率由 2021 年的 7.3%提升至 2025 年 15.5%, ROE 由-3.3%提升至 11%以上 (2024 年达 18.6%主要为出售资产一次性收益影响)。横向对比来看, 公司盈利能力属于中上游水平, 但盈利稳定性显著高于同业。

图表17: 公司同业毛利率对比



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表18: 公司同业 ROE 对比

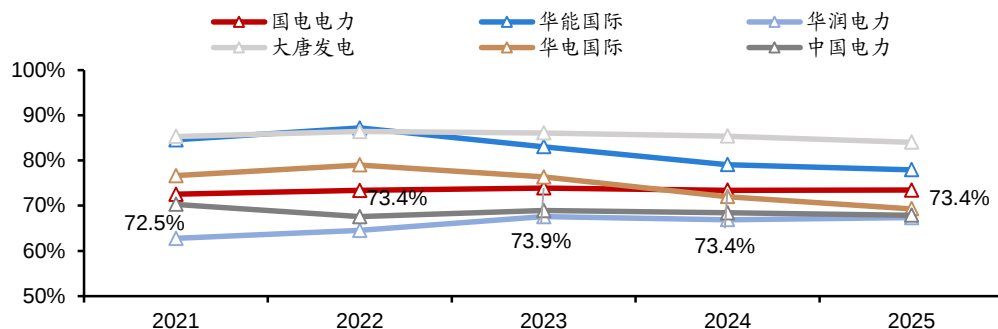


来源: iFinD, 国金证券研究所



受益于集团资产注入以及新能源装机持续扩张等影响,2021-2025 年公司总资产规模持续攀升,CAGR 为 6.92%;截止 2026Q1,公司总资产增至 5224 亿元(较上年末+0.42%)。伴随项目逐步投入,2021-2025 年公司总负债亦有所增加,CAGR 为 7.43%;2026Q1 公司总负债小幅降至 3814 亿元(较上年末-0.17%)。公司资产负债率稳定保持在 73%左右(公司无永续债),低于同业可比公司资产负债率(含永续债)平均水平。

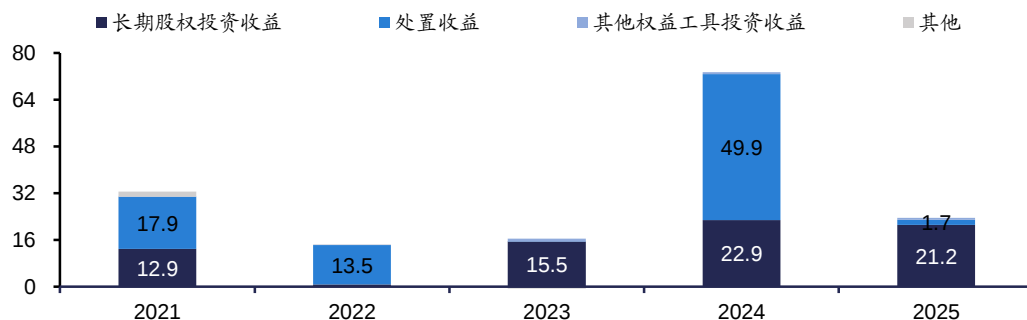
图表19: 公司资产负债率(含永续债)低于同业平均



来源: iFinD, 国金证券研究所

公司参控股电厂众多,正常年份投资收益显著增厚业绩。从构成来看,长期股权投资收益为公司投资收益主要来源,主要来自参股的火电发电与煤炭矿业公司,经营正常年份可贡献约 15~20 亿元,对利润水平影响较大。2021 年受煤价上涨影响,各火电厂经营承压,公司火电相关长期股权投资收益出现亏损 3.26 亿元。2024 年公司转让国电建投形成高基数处置收益,2025 年公司投资收益回落至 23.61 亿元(同比-67.8%),其中长期股权投资收益达 21.21 亿元,仍保持在正常年份的合理区间。

图表20: 公司投资收益构成(亿元)

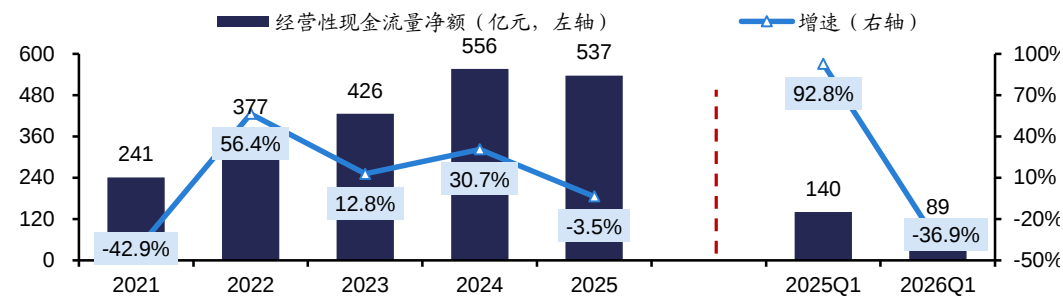


来源: iFinD, 国金证券研究所

现金流来看,经营正常年份公司经营现金流净额在 400-550 亿元左右(2021 年受制于火电业务亏损仅为 241 亿元);投资方面,十四五期间受在建项目增多影响,公司投资现金流净流出规模较大,2023-2025 年维持在 450 亿元以上。综合影响下,公司自由现金流自 2024 年回正,2025 年为 84 亿元(同比+21.3%),增强分红可持续性。

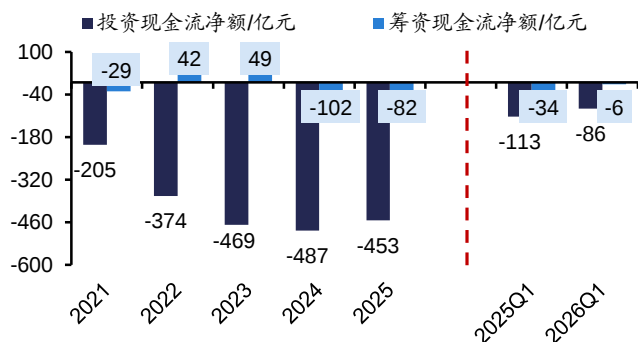


图表21：2025 年公司经营现金流净额达 537 亿元



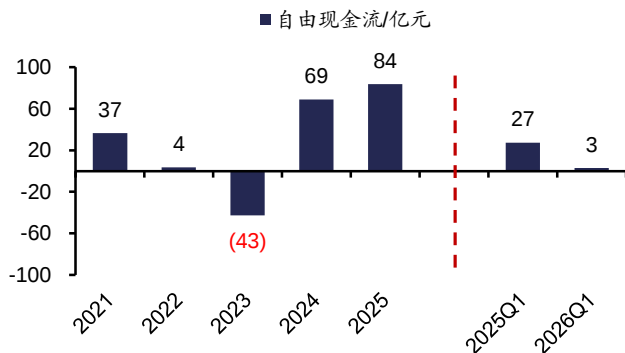
来源：iFinD，国金证券研究所

图表22：近年公司投资支出体量仍较大



来源：iFinD，国金证券研究所

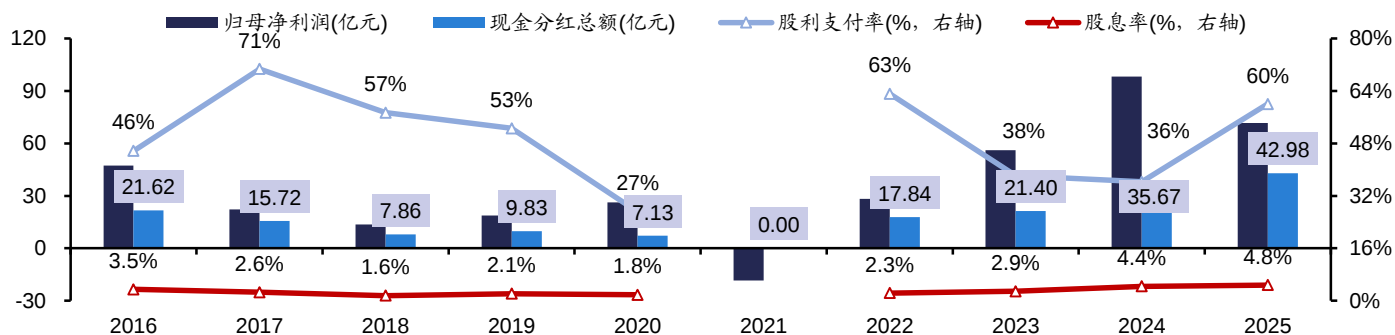
图表23：2025 年公司自由现金流达 84 亿元



来源：iFinD，国金证券研究所

除 2021 年大额亏损未分红外，近十年公司持续保持分红。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》，承诺在满足条件的前提下，2025-2027 年每年均进行中期及年度两次分红，分红总额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）。2024、2025 年对应股息率分别为 4.4%、4.8%，若按照 0.22 元/股分红、7 月 21 日收盘价进行计算，当前有确定 4.53%股息率。

图表24：除 2021 年大额亏损外，近十年公司持续保持分红



来源：iFinD，国金证券研究所

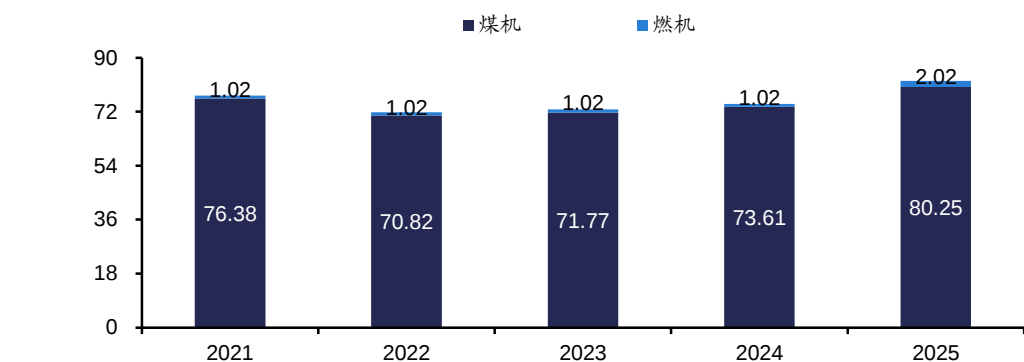


二、火电：高长协煤+容量电价筑牢盈利底，机组分布 27 年电价弹性可期

2.1 长协煤高覆盖平滑成本波动，23-25 年 ROE 保持 8%-10%

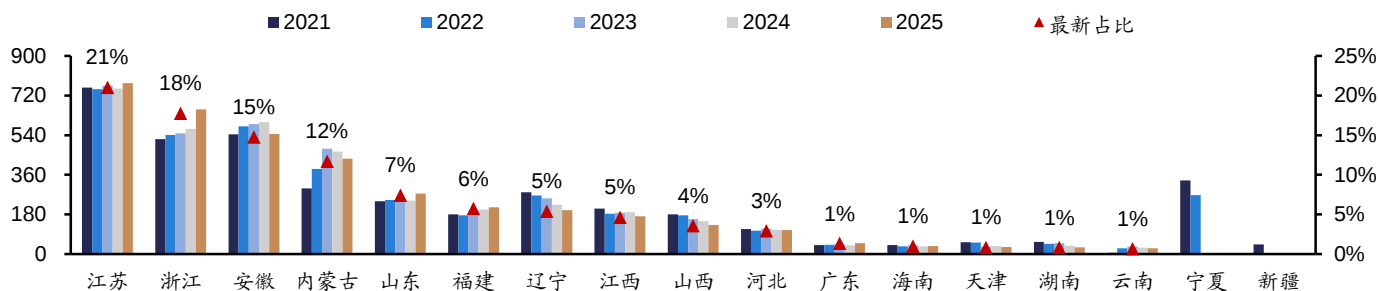
公司控股火电装机稳中有升，截至 2025 年末火电装机达 82.27GW（占控股总装机的 65%），其中煤机 80.25GW、燃机 2.02GW，较 2024 年新增 7.64GW，包括常州发电、浙江北仑各投产 2GW，福州热电、池州公司各投产 1.32GW，肇庆燃机投产 1GW，大容量高参数机组占比进一步提升。2025 年公司完成火电发电量 3691 亿千瓦时（同比+0.2%），其中江苏省为 776.72 亿千瓦时，占全部火电发电量的 21%，浙江、安徽的占比分别为 17.8% 和 14.8%，三地合计火电发电量占比高达 53.6%。从近年机组分布的历史变动来看，公司积极推进非核心区域火电资产的优化与剥离，2021-2022 年先后向集团置出宁夏、新疆等区域的低效火电资产，战略性向经济发达地区倾斜。截止 2025 年末，公司在建火电 3.45GW，有望 2026 年内投产贡献增量。

图表25：截至 2025 年公司控股火电装机达 82.27GW



来源：iFinD，国金证券研究所

图表26：公司火电机组主要分布在华东地区



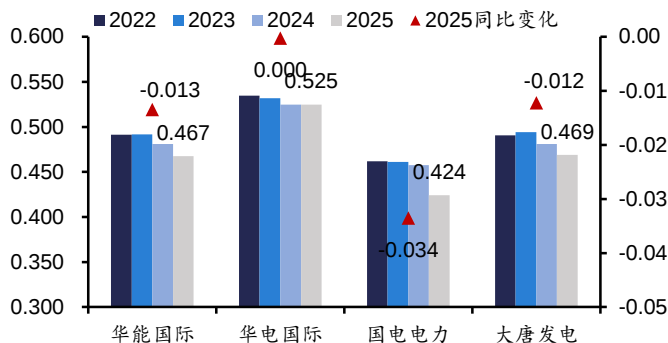
来源：iFinD，国金证券研究所

备注：发电量口径

受火电装机分布影响，2025 年江苏、浙江等地长协电价下降幅度大，公司火电上网电价为 0.424 元/千瓦时，同比下降 3.4 分/千瓦时，降幅显著大于其他全国性布局的龙头企业；成本端，背靠国家能源集团内部高比例长协供应，公司标煤单价及波动显著低于同业平均水平，展现优异的成本控制。综合影响下，公司 2023-2025 年火电贡献归母净利润 30.7、41.1、43.9 亿元，对应 ROE 基本保持 8%-10% 波动，火电盈利稳定性显著优于同业。

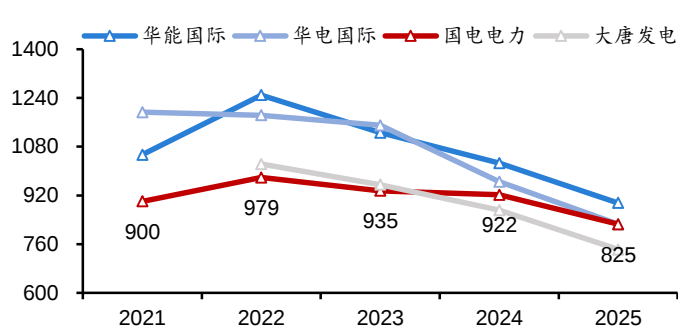


图表27：2025 年公司火电上网电价同比降幅较大



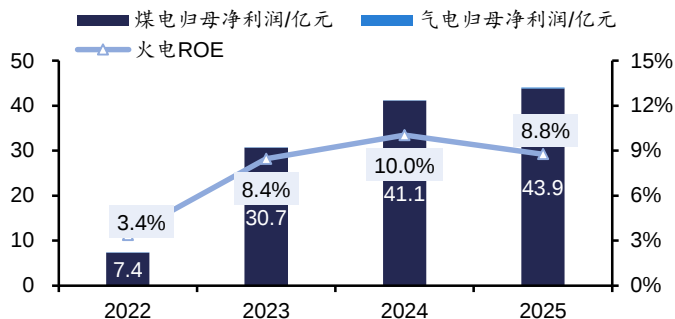
来源：iFinD，国金证券研究所 备注：单位为元/度，含税

图表28：公司标煤单价显著低于同业平均（元/吨）



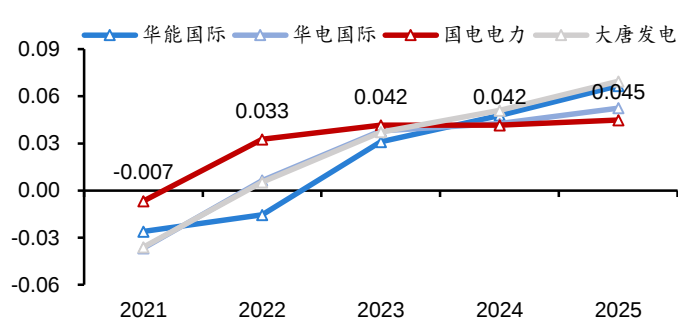
来源：iFinD，国金证券研究所

图表29：近年公司火电 ROE 稳定在 8%-10%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表30：公司火电度电毛利润稳定性显著优于同业

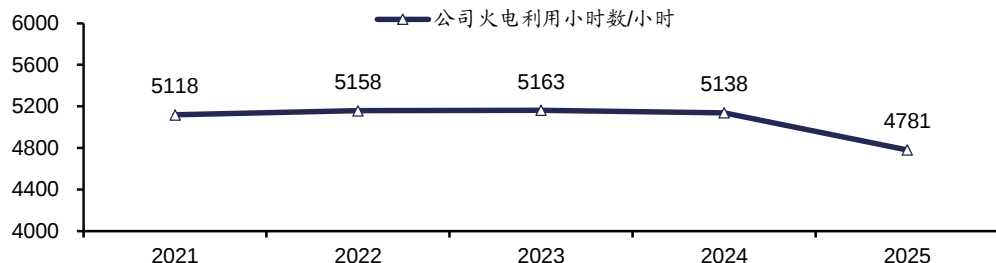


来源：iFinD，国金证券研究所 备注：单位为元/度

2.2 火电容量电价提升稳定收益，机组分布 27 年电价弹性可期

从发电效率角度来看，公司火电利用小时数虽在下滑（2025 年同比下降 352 小时至 4781 小时），但我们认为新型电力系统及电改持续完善下，火电市场化交易使得利用小时数/名义供需与火电度电利润有所脱钩（《火电重估系列：煤价逐步传导，弱化利用小时，强化容量价值》），火电现在隐含了非发电利用小时，即通过市场化交易的方式，在部分风光大发市场化交易电价较低的时段，通过现货市场等渠道采购更低价格的电量来履行发电合同，实现了不发电但形成收入的情况，即名义上利用小时数在下降，但实际度电利润并未受损。与此同时，火电凭借其灵活性在高价时段发电占比提升，提升度电利润水平。

图表31：2025 年公司火电利用小时数同比下滑 352 小时



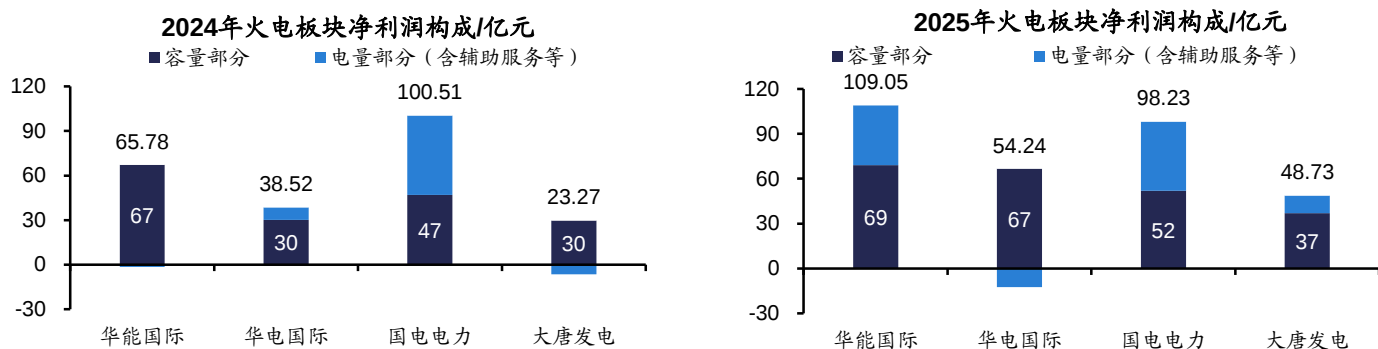
来源：iFinD，国金证券研究所

另一方面而言，我国最大用电负荷持续新高，新能源装机快速增长但峰时有效容量折减的背景下，系统可靠容量需求增长快于名义装机增长，煤电等调节资源的容量价值更加突出。以华能、华电、国电、大唐四家公司为例，测算 2024-2025 年度容量部分利润贡献总额稳定、占利润比例分别从 2024 年的 102%、78%、47%、128%（华电未重述调整），调整至 2025



年的 63%、123%、53%、76%，2025 年华电国际收购气电资产（气电多为发电部分亏钱、需较高的容量补偿），因而容量电价占利润比例大幅提升。综合来看，2026 年全国大部分省份容量电价提升至 165 元/千瓦·年（涨幅达 65%），考虑公司在建火电投产后，控股在运装机达 85.72GW 为基数，则容量收入（扣除增值税）将提升至 125 亿元，较 2025 年提升 72%。我们预计后续有更多省份继续提高，未来容量电价的提升可对冲利用小时数的下降，叠加市场化交易能力提升，小时数的下降对利润的影响已被大幅削弱。

图表32：2024-2025 年容量部分稳定为公司贡献利润

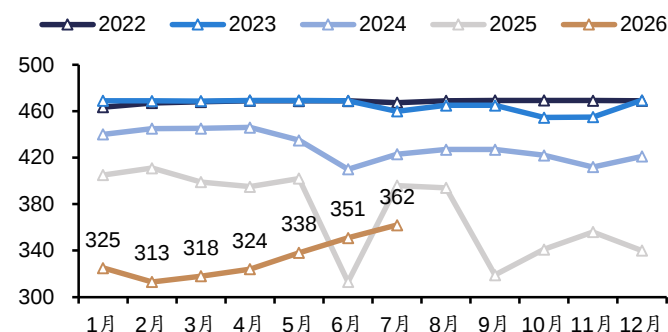


来源：iFinD，国金证券研究所

备注：华电国际 2024 年数据未经重述

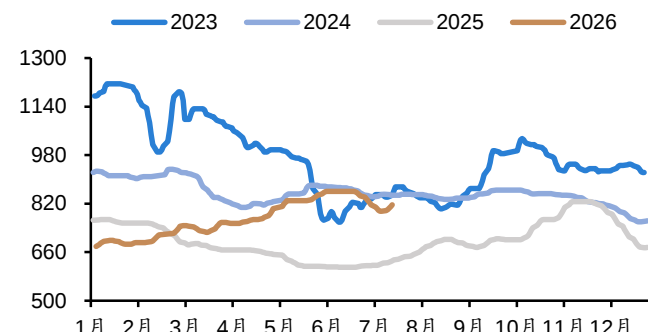
因而我们认为在火电从发电到调节角色转换下，容量电价已显著增强火电盈利稳定性，而公司高长协煤占比平滑燃料成本波动进一步增强这一特质，公司火电盈利波动范围收窄。展望明年，燃料成本抬升（2025 年现货煤价均值为 697 元/吨，2026 年初至今均值为 774 元/吨、若当前煤价维持 26 全年均值达 800 元/吨）、供需边际改善叠加容量价值持续凸显，预计 2027 年度长协电价同比上行，公司机组江苏、浙江分布较多，较其他全国布局火电有望获得更大电价弹性。以公司煤耗 294 克/千瓦时、现货煤比例 10%进行测算，当全口径电价提升 0.015 元、现货煤价同比持平时，公司火电度电净利润将提升 0.013 分，对应 3500 亿千瓦时上网电量、55%权益比例，可增厚归母净利润 25.55 亿元，占 2025 年火电归母净利润的 58%。

图表33：江苏月度电价近期持续提升（元/兆瓦时）



来源：江苏电力交易中心，国金证券研究所

图表34：秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表35：公司火电度电净利润边际变化测算

现货煤价同比变化 (元/吨)	全口径电价同比变化 (元/度)				
	0.005	0.010	0.015	0.020	0.025
-40	0.006	0.010	0.015	0.019	0.024
-20	0.005	0.010	0.014	0.018	0.023
0	0.004	0.009	0.013	0.018	0.022



20	0.004	0.008	0.013	0.017	0.021
40	0.003	0.007	0.012	0.016	0.021

来源：iFinD，国金证券研究所

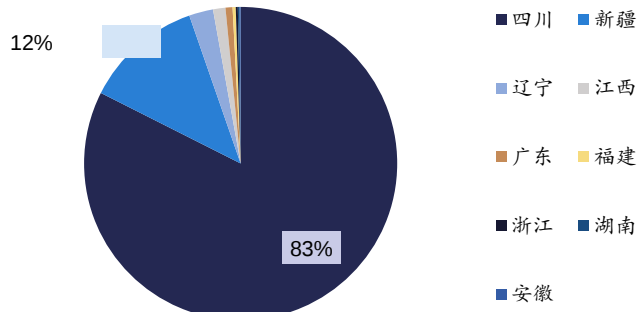
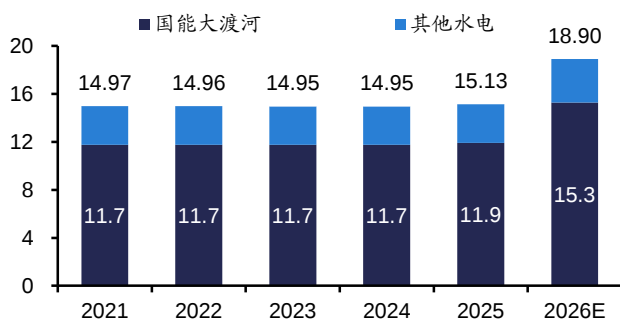
三、清洁能源：水电集中投产释放增量，期待绿电企稳、算电打开空间

3.1 水电依托大渡河核心资产，26 年集中投产释放 25%增量

公司近年水电装机总量基本保持 15GW 平稳，主要集中在四川大渡河流域，2025 年沙坪一级 1-3 号机组投产，新增装机 0.18GW；从装机构成来看，国能大渡河作为公司水电板块的核心经营主体，2025 年末其水电控股装机规模为 11.92GW，占水电总控股装机的 79%，贡献 83%的水电发电量。截止 2025 年末公司在建水电 5.67GW，主要分布在四川、新疆等地；预计大渡河共计 3.34GW（双江口 2GW、金川 0.86GW、沙坪一级 0.18GW、枕头坝 0.3GW）及新疆霍尔古吐 0.43GW 有望 2026 年内投产，届时水电装机提升 25%。

图表36：2026 年公司水电装机有望提升 25%（GW）

图表37：2025 年公司水电发电量分布



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

大渡河流域水电资源丰富，国能大渡河未来水电装机尚有增量。根据 2004 年四川省人民政府批准的《四川省大渡河干流水电规划调整报告》，大渡河干流河段施行 3 库 22 级开发方案，由国家能源集团等主体实施梯级水电开发；大渡河全流域规划 28 个梯级电站，总装机约 23.40GW，年发电量 1123.6 亿千瓦时。国能大渡河作为国家能源集团旗下大型流域水电开发公司，已获得干流 17 个梯级水电站的开发权，总装机容量约 18GW。

截至 2026 年 7 月，国能大渡河 2026 年内已投产双江口首台机组、金川、枕头坝二级、沙坪一级 4-6 号机组共计 1.84GW；另有在建及拟建装机合计 4.50GW（其中双江口剩余 1.5GW 机组预计年内投产）。预计 2026 年末大渡河水电装机较 2025 年末提升 28%；远期在建拟建项目全部投产，大渡河水电装机将达 18.26GW，较 2025 年末提升 53%。

图表38：国能大渡河控股梯级水电站在运、在建及拟建项目（截至 2026 年 7 月）

国能大渡河梯级电站-在运情况							
水电站名称	状态	所在地区	装机容量/GW	持股比例	权益装机/GW	投产时间	调节能力
猴子岩	投运	四川	1.70	100%	1.70	2017.1	季调节
大岗山	投运	四川	2.60	80%	2.08	2015.9	日调节
瀑布沟	投运	四川	3.60	100%	3.60	2009.12	季调节
深溪沟	投运	四川	0.66	100%	0.66	2010.6	日调节
枕头坝一级	投运	四川	0.72	100%	0.72	2015.12	日调节
沙坪二级	投运	四川	0.348	100%	0.348	2017.7	日调节
龚嘴	投运	四川	0.77	100%	0.77	1971.12	日调节
铜街子	投运	四川	0.70	100%	0.70	1992.1	日调节
枕头坝二级	投运	四川	0.30	100%	0.30	2026.5	日调节



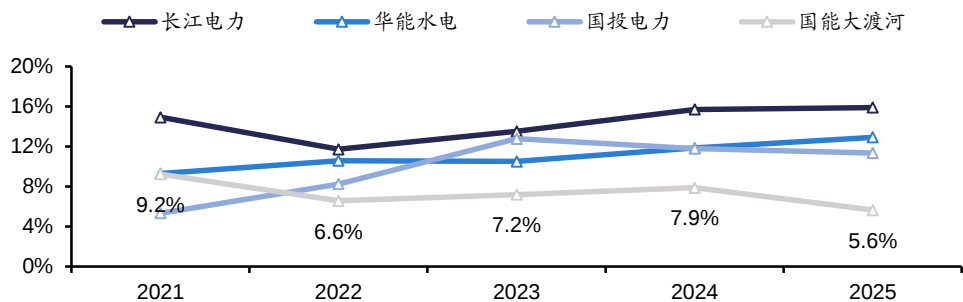
金川	投运	四川	0.86	100%	0.86	2026.6	日调节
双江口	部分投运	四川	0.50 (共 2.0)	63%	0.315	2026.6 首台	年调节
沙坪一级	投运	四川	0.36	100%	0.36	2026.7	日调节
合计-在运			13.12		12.42		
国能大渡河梯级电站-在建&拟建情况							
水电站名称	状态	所在地区	装机容量/GW	持股比例	权益装机/GW	预计投产时间	调节能力
双江口	部分在建	四川	1.50 (共 2.0)	63%	0.945	2026 年内	年调节
老鹰岩一级	在建	四川	0.30	85%	0.26	2029	日调节
老鹰岩二级	在建	四川	0.42	85%	0.36	2029	日调节
丹巴	在建	四川	1.15	56%	0.64	2031	日调节
巴底	拟建	四川	0.72	-	-	-	日调节
安宁	拟建	四川	0.41	-	-	-	日调节
合计-在建&拟建			4.50				

来源：iFind，国金证券研究所

3.2 多因素压制大渡河水电盈利，龙头水库投产显著增厚利润

大渡河盈利能力弱于主要水电平台，主要受低电价、外送不足和调节能力偏弱影响。公司 ROE 长期在 8% 左右，2025 年受一次性非经常性损益扰动及来水偏枯影响，ROE 进一步下滑至 5.6%。拆分来看，较高市场化交易比例导致上网电价偏低，同时此前流域缺少专属送出线路、外送能力不足，叠加调节库容有限，使丰水期水能资源难以充分消纳。2025 年大渡河水能利用率仅 92.58%，显著低于全国其他主要流域，弃水问题是压制利用小时和盈利能力的重要因素。后续看，川渝 1000 千伏特高压已于 2024 年底建成投运，送出通道改善与龙头水库投产有望共同推动盈利修复。

图表39：主要水电公司 ROE 情况



来源：iFind，国金证券研究所

图表40：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%	100.00%	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%

来源：国家能源局，国金证券研究所


图表41：国能大渡河水电上网电价机制

电站	装机容量/GW	调节能力	批复电价（元/千瓦时）	电价政策
猴子岩水电站	1.70	不完全季调节	0.3380	四川执行分时电价政策，丰水期（6-10月）优先发电合同电价较批复电价下浮24%，枯水期（1-4月、12月）电价较批复电价上浮24.5%，平水期（5月、11月）执行批复电价；市场电量的电价由市场化交易形成
大岗山水电站	2.60	日调节	0.2974	
瀑布沟水电站	3.60	不完全年调节	0.3341	
深溪沟水电站	0.66	日调节	0.2897	
枕头坝一级水电站	0.72	日调节	0.2974	
沙坪二级水电站	0.348	日调节	0.2974	
龚嘴水电站	0.77	日调节	0.2105	
铜街子水电站	0.70	日、周调节		

来源：国能大渡河债券募集说明书，四川省发改委，国金证券研究所

双江口作为大渡河流域具有年调节能力的水库电站，投产后可增加下游电站枯水期发电量66亿千瓦时。将增发电量按照装机比例分配，剔除非国能大渡河旗下电站，考虑金川等三座在建电站与双江口投产时间接近，将对其的增发效应也考虑在内，测算双江口可为国能大渡河下游电站增发电量36.17亿千瓦时。四川省执行丰枯期电价政策，假设增发电量全部在枯水期，取省内2025年水电枯水期直接交易均价0.3760元/千瓦时，测算可为国能大渡河增加8.38亿元净利润；按公司80%持股比例测算，贡献归母净利润约6.7亿元，占2025年公司水电归母净利润的31%。

图表42：双江口对下游电站增益测算

项目	数值
发电量/亿千瓦时	36.17
厂用电率	0.64%
上网电量	35.94
上网电价（含税）	0.376
售电收入/亿元（不含税）	11.96
水资源费/亿元	0.18
库区基金/亿元	0.29
税金及附加/亿元	0.47
利润总额	11.02
所得税	2.65
净利润	8.38

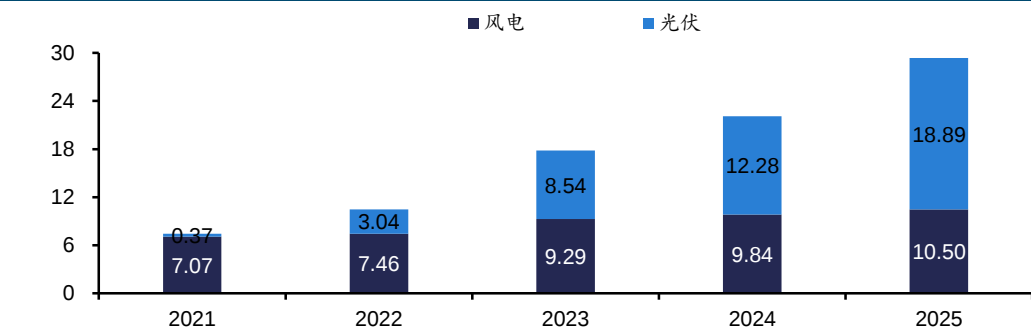
来源：国能大渡河债券募集说明书，国金证券研究所

3.3 十五五目标新增绿电近20GW，期待盈利企稳、算电打开空间

十四五期间公司新能源规模快速增长，截至2025年末新能源控股装机容量为29.39GW（21-25CAGR达41%），其中风电10.5GW（21-25CAGR为10%），光伏18.89GW（21-25CAGR为168%）。公司自2022年正式提出“加快低碳化转型”战略，目标十四五期间新增新能源装机35GW；从完成情况来看，公司实际完成新增新能源装机共22.84GW，完成率约65%。从分布来看，十四五期间新增风电主要集中在浙江、内蒙古等地，新增光伏主要集中在内蒙古、江西等地，公司积极跟进国家“沙戈荒”大型风光基地建设，在内蒙古等三北陆上核心区通过大基地项目实现集中式扩容。

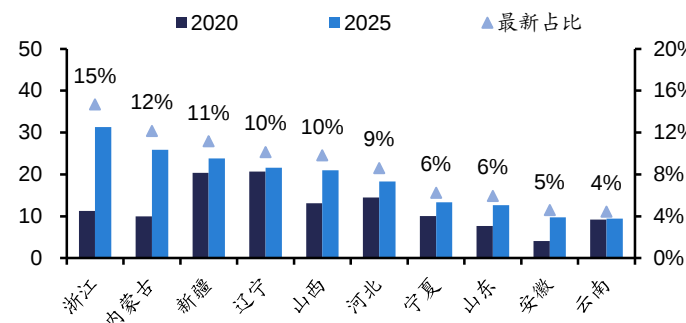


图表43: 截至 2025 年公司新能源控股装机达 29.39GW



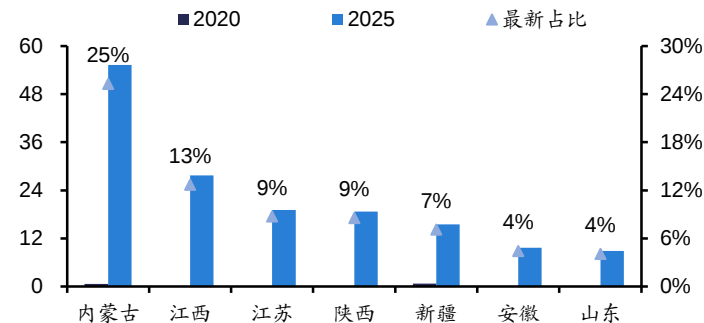
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表44: 公司风电主要集中在浙江(发电量, 亿千瓦时)



来源: iFinD, 国金证券研究所

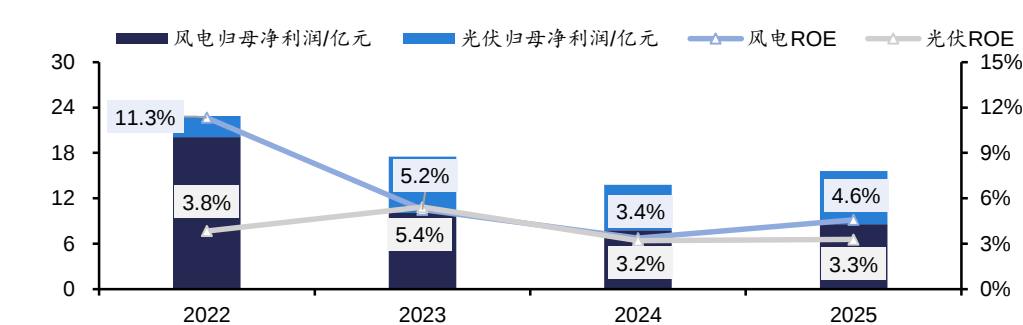
图表45: 公司光伏主要集中在内蒙古(发电量, 亿千瓦时)



来源: iFinD, 国金证券研究所

受新能源电价下行、消纳及资源变动导致利用小时数承压影响, 近年公司风光 ROE 显著承压。十四五期间公司风光利用小时走势分化, 风电利用小时基本保持在 2100-2200 小时, 光伏此前因中东部低效电站扩张、三北消纳承压持续走低, 利用小时数由 2021 年的 1509 小时降至 2023-2024 年的 1000-1100 小时, 2025 年回升至 1259 小时, 同比提升 18.7%。电价层面风光均价逐年走低, 2021-2025 年风电电价由 0.527 元/千瓦时降至 0.453 元/千瓦时 (降幅达 14%), 同期光伏自 0.786 元/千瓦时大幅回落至 0.331 元/千瓦时 (降幅达 58%)。一方面新增平价项目无国家补贴电价本就较低, 另一方面为市场化交易占比提高, 风光集中出力压低分时电价, 进一步拉低综合电价。综合影响下, 近年公司风光 ROE 持续下行, 2025 年边际改善, 风电 ROE 回升至 4.6% (同比+1.2pct), 海上风电增厚利润; 光伏 ROE 小幅上行至 3.3% (同比+0.1pct), 但整体盈利仍受电价下行约束。

图表46: 受市场化电价下降等影响, 新能源 ROE 承压



来源: iFinD, 国金证券研究所



公司提出到“十五五”末力争实现新增新能源装机 18.50GW（占 2025 年末新能源装机的 63%），并争取在 2029 年实现碳达峰目标。展望后续，一方面预计十五五伴随跨省跨区输电通道完善、灵活性调节资源加快建设、市场机制的陆续完善，风光消纳压力有望逐步缓解、盈利触底回升；另一方面，我们看好电力企业未来将更多以参股甚至控股方式参与算力设施建设和运维。当前公司控股股东国家能源集团正积极布局算电协同领域，依托其覆盖煤炭、新能源、火电及综合能源服务的产业基础，加快对接宁夏、甘肃、天津等地区的绿电智算、算电协同及“东数西算”相关项目，并与通信运营商深化绿电与算力融合合作。公司拥有规模领先的电源资产、较强的新能源开发能力及丰富的园区供能经验，有望借助控股股东的资源统筹、技术储备和项目渠道，参与数据中心绿电供应、源网荷储一体化及综合能源服务。随着算力基础设施用电需求持续增长、绿色低碳要求不断提升，我们看好公司后续承接相关项目及拓展新型用能场景的发展潜力。

图表47：控股股东国家能源集团积极布局算电协同领域

主体	时间	项目/事项	所在地	类型及阶段	主要内容
国家能源集团	2025-01	西部算力中心及“源网荷储”一体化绿电智算数据中心	宁夏	建设及规划中	建设集团西部算力中心，规划源网荷储一体化绿电智算数据中心；依托当地煤电、绿电资源降低算力成本，服务煤矿智能开采、电力负荷预测等场景
	2025-02	分布式绿电智算中心及人工智能智算网	-	集团规划	计划结合综合能源大基地布局分布式绿电智算中心，形成中心训练、边缘推理、统一管控的智算网络
	2026-05	与中国电信开展算电协同合作	-	战略合作	双方拟在上云用数、人工智能、算电协同、绿电与算力协同等领域深化合作
	2026-06	甘肃算电协同及“东数西算”合作	甘肃	央地合作意向	拟在绿电直连、零碳园区、算电协同、“东数西算”等领域深化合作
	2026-06	天津算电协同合作	天津	央地合作意向	天津市提出与国家能源集团在科技创新、能源保供、算电协同等方面开展深度合作

来源：国资委官网，国家能源局官网，北极星电力网，国际能源网，国金证券研究所

四、盈利预测、估值和评级

4.1 业务核心假设

装机方面，截至 2025 年末，公司可控火电装机 82.27GW，假设 2026-2028 年煤机净增加 0.6GW、0.6GW、0GW，燃机暂不考虑装机投产，则 2028 年末火电累计在运装机达 83.47GW。水电方面，2025 年末公司可控水电装机 15.13GW，在建水电项目规模达 5.67GW，假设 2026 年新增投产 3.77GW（双江口 2GW、金川 0.86GW、沙坪一级 0.18GW、枕头坝 0.3GW 及新疆霍尔古吐 0.43GW），2027-2028 年暂不考虑装机投产，则 2028 年末水电累计在运装机达 18.90GW。新能源方面，2025 年末公司可控风电/光伏分别为 10.50/18.89GW，假设 2026-2028 年风电与光伏每年各新增装机 2GW，则 2028 年末风电和光伏累计在运装机分别达到 16.50GW 和 24.89GW。

电量方面，考虑新型电力系统下火电逐步向调节性电源转型，假设 2026-2028 年公司火电平均利用小时数同比分别-4.3%、-3.0%、-1.9%，对应火电发电量为 3794、3706、3647 亿千瓦时；考虑来水波动及双江口投产后增发效应，假设公司水电利用小时数同比分别+10.3%、2.3%、-0.4%，对应水电发电量为 684、785、782 亿千瓦时；新能源受消纳及资源变动影响，风电利用小时数假设同比分别-4.0%、+3.0%、-0.6%，对应风电发电量为 229、277、317 亿千瓦时；光伏利用小时数假设同比分别-7.8%、0.0%、+2.8%，对应光伏发电量为 226、249、280 亿千瓦时。

电价方面，考虑容量电价 2026 年由 2024-2025 年的 100 元/千瓦·年提升至 165 元/千



瓦·年、而后持平，2026-2028 年电量电价部分跟随煤价趋势分别-3/+0.5/+0.3 分/度，综合影响下 2026-2028 年火电平均上网电价同比分别-2.9%、+1.4%、+0.9%。参考 2026 年新能源全面入市，后续伴随特高压投产、下游需求提升，新能源供需有所改善，假设 2026-2028 年风电上网电价同比分别-4.8%、-4.8%、-3.7%，光伏上网电价同比分别-5.6%、-0.2%、-0.2%。

图表48：公司发电业务经营数据预测

火电	2024	2025	2026E	2027E	2028E
累计在运装机规模/GW	74.63	82.27	82.87	83.47	83.47
利用小时数/Hour	5137	4781	4594	4456	4369
发电量/亿千瓦时	3685.24	3691.44	3793.60	3706.47	3647.31
平均上网电价同比变化/%	-0.6%	-7.0%	-2.9%	1.4%	0.9%
标煤单价同比变化/%	-1.4%	-10.5%	1.5%	-0.2%	0.0%
水电	2024	2025	2026E	2027E	2028E
累计在运装机规模/GW	14.95	14.95	18.90	18.90	18.90
利用小时数/Hour	3978	3680	4060	4153	4137
发电量/亿千瓦时	594.68	551.21	683.90	784.73	781.80
平均上网电价同比变化/%	-2.1%	-1.6%	3.8%	3.5%	0.1%
风电	2024	2025	2026E	2027E	2028E
累计在运装机规模/GW	9.84	10.50	12.50	14.50	16.50
利用小时数/Hour	2122	2108	2023	2084	2072
发电量/亿千瓦时	201.75	212.91	228.51	277.12	316.89
平均上网电价同比变化/%	-5.5%	-4.4%	-4.8%	-4.8%	-3.7%
光伏	2024	2025	2026E	2027E	2028E
累计在运装机规模/GW	12.28	18.89	20.89	22.89	24.89
利用小时数/Hour	1061	1259	1160	1160	1193
发电量/亿千瓦时	112.84	218.66	226.15	249.31	280.27
平均上网电价同比变化/%	-15.1%	-18.8%	-5.6%	-0.2%	-0.2%

来源：iFind，国金证券研究所

备注：表中 2024-2025 年数据均为拟合值，2026-2028 年为假设值

4.2 盈利预测

基于对上述关键业务核心假设，预计公司 2026-2028 年：

火电业务营收分别为 1415、1402、1393 亿元，成本方面，年初至今现货煤价上涨 20%+、但长协煤仅上涨 1.3%，考虑公司长协煤高覆盖比例，假设 2026-2028 年公司用煤成本同比分别+1.5%、-0.2%、0%，则对应火电毛利率分别为 9.1%、11.0%、12.0%。

水电业务营收分别为 148、175、175 亿元，水电成本主要为折旧、成本较为刚性，毛利率主要受利用小时数影响，基于我们看好龙头电站投产增发叠加消纳改善，对应未来三年毛利率分别为 42.6%、49.8%、49.8%。

新能源业务营收分别为 148、168、186 亿元，风光成本主要为折旧，预计风机、组件等设备下行空间有限，伴随新增项目电价逐步触底，电价降幅收窄，对应未来三年毛利率分别为 27.4%、26.7%、25.7%。

图表49：公司各分部业务预测

合计	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入/亿元	1791.82	1702.44	1733.95	1768.62	1777.19



yoy	-1.0%	-5.0%	1.9%	2.0%	0.5%
成本/亿元	1536.74	1437.92	1493.61	1475.15	1467.92
毛利润/亿元	255.08	264.52	240.34	293.48	309.26
毛利率/%	14.2%	15.5%	13.9%	16.6%	17.4%
火电业务	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入/亿元	1514.38	1417.19	1414.88	1402.18	1392.82
yoy	-1.4%	-6.4%	-0.2%	-0.9%	-0.7%
成本/亿元	1370.17	1261.44	1286.04	1248.29	1225.79
毛利润/亿元	144.22	155.76	128.84	153.90	167.03
毛利率/%	9.5%	11.0%	9.1%	11.0%	12.0%
水电业务	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入/亿元	126.50	115.08	147.55	175.33	174.81
yoy	6.2%	-9.0%	26.2%	18.8%	-0.3%
成本/亿元	64.06	60.46	84.72	87.97	87.74
毛利润/亿元	62.44	54.62	62.83	87.36	87.07
毛利率/%	49.4%	47.5%	42.6%	49.8%	49.8%
新能源业务	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入/亿元	123.49	146.85	148.20	167.79	186.24
yoy	15.28%	18.92%	0.5%	13.2%	11.0%
成本/亿元	78.27	98.81	107.67	123.04	138.31
毛利润/亿元	45.21	48.04	40.54	44.75	47.93
毛利率/%	36.6%	32.7%	27.4%	26.7%	25.7%
其他业务	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入/亿元	27.45	23.32	23.32	23.32	23.32
yoy	-17.4%	-15.1%	0.0%	0.0%	0.0%
成本/亿元	17.83	17.21	15.18	15.85	16.08
毛利润/亿元	9.62	6.11	8.14	7.47	7.24
毛利率/%	35.0%	26.2%	34.9%	32.0%	31.0%

来源：iFind，国金证券研究所

备注：表中 2024-2025 年数据均为拟合值，2026-2028 年为假设值

投资收益方面，主要来自权益法核算的长期股权投资收益，参股企业主要为火电，如上海外高桥第二、第三发电，浙江北仑、乐清发电等，基于我们看好火电整体盈利趋稳，预计公司投资收益亦相对稳定，假设 2026-2028 年分别为 21.22/22.40/21.81 亿元。

少数股东权益方面，根据公司披露的控股装机、权益装机计算，2025 年控股装机 127GW，权益装机 72GW，对应权益比例约 57%，其中火电控股装机/权益装机/权益比例分别为 82GW/36/GW/44%（下同），水电分别为 15GW/12GW/78%，风电分别为 11GW/9GW/86%，光伏分别为 19GW/15GW/80%，因此公司大部分少数股东权益来自火电、水电业务板块。基于我们判断未来公司火电装机规模大体稳定，预计少数股东比例亦相对稳定，2026 年火电板块受电价承压而煤价上行影响预计盈利低基数，2027-2028 年盈利改善、少数股东损益亦增加；水电板块 2026 年内装机陆续投产，2027 年可完整贡献利润，少数股东损益亦提升；综合影响下，预计 2026-2028 年公司少数股东损益分别为 64.65/84.33/90.41 亿元。

综上我们预测，2026/2027/2028 年公司营业收入为 1734/1769/1777 亿元，同比 +1.9%/+2.0%/+0.5%，归母净利润 59.67/77.84/83.46 亿元，同比 -16.7%/+30.4%/+7.2%，对应 EPS 为 0.335/0.436/0.468 元。参考可比公司市场给予 2026 年 11-17 倍 PE，公司兼备未来三年业绩增长较快及稳定分红、保底股息价值，给予 2026 年 18 倍 PE，对应目



标价格 6.02 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表50：国电电力同业对比（收盘价日期：2026/7/22）

公司代码	公司名称	市值/ 亿元	PE/倍				归母净利润/亿元					ROE	
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	26-28 CAGR	2024A	2025A
600795.SH	国电电力	874	12.55	14.65	11.23	10.47	71.61	59.67	77.84	83.46	18.3%	18.8%	12.4%
600863.SH	华能蒙电	418	11.73	15.54	14.01	13.36	24.93	26.88	29.81	31.26	7.8%	12.8%	14.8%
601088.SH	中国神华	9614	15.23	16.63	16.00	15.18	528.49	578.01	600.95	633.29	4.7%	14.0%	12.6%
001286.SZ	陕西能源	397	11.60	12.09	11.14	10.84	30.09	32.84	35.66	36.62	5.6%	12.6%	11.8%
601918.SH	新集能源	255	8.02	10.94	10.31	10.07	21.36	23.36	24.77	25.37	4.2%	16.5%	13.1%

来源：国电电力、华能蒙电盈利预测来自国金证券，其他同业对比公司盈利预测来自 iFind 一致预测，国金证券研究所

五、风险提示

煤价持续上行风险：由于公司煤电机组占比仍较高，盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。如果煤炭价格的再次大幅上涨，可能挤压火电公司的盈利空间，带来盈利水平波动的风险。

项目建设不及预期风险：公司当前大渡河在建水电超 3.5GW，十五五拟新增新能源装机 18.50GW、火电装机 6.40GW，若项目不能按时投产，将对公司未来 3 年营收、业绩产生较大影响。

利用小时不及预期风险：为实现“碳达峰、碳中和”战略目标，国家推动构建以新能源为主体的新型电力系统。目前公司火电装机占比仍然较高，随着风电、光伏发电等清洁能源项目的密集投产对火电厂利用小时数造成较大冲击，公司火电业务盈利能力有降低的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	180,999	179,182	170,244	173,395	176,862	177,719
增长率		-1.0%	-5.0%	1.9%	2.0%	0.5%
主营业务成本	-154,540	-153,674	-143,792	-149,361	-147,515	-146,792
%销售收入	85.4%	85.8%	84.5%	86.1%	83.4%	82.6%
毛利	26,459	25,508	26,452	24,034	29,348	30,926
%销售收入	14.6%	14.2%	15.5%	13.9%	16.6%	17.4%
营业税金及附加	-1,870	-1,872	-2,359	-2,081	-2,122	-2,133
%销售收入	1.0%	1.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-32	-16	-7	-17	-18	-18
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-2,025	-2,218	-2,027	-2,081	-2,122	-2,133
%销售收入	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-741	-555	-550	-520	-531	-533
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	21,792	20,847	21,509	19,335	24,555	26,110
%销售收入	12.0%	11.6%	12.6%	11.2%	13.9%	14.7%
财务费用	-6,711	-6,551	-5,888	-6,448	-6,615	-6,625
%销售收入	3.7%	3.7%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%
资产减值损失	-2,033	-2,177	-589	-300	-300	-300
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,518			2,122	2,240	2,181
%税前利润	9.7%	35.8%	13.3%	13.8%	10.9%	9.9%
营业利润	15,289	20,025	18,033	15,317	20,504	21,982
营业利润率	8.4%	11.2%	10.6%	8.8%	11.6%	12.4%
营业外收支	381	424	-237	31	23	27
税前利润	15,670	20,448	17,796	15,348	20,527	22,009
利润率	8.7%	11.4%	10.5%	8.9%	11.6%	12.4%
所得税	-3,698	-3,805	-4,069	-2,916	-4,311	-4,622
所得税率	23.6%	18.6%	22.9%	19.0%	21.0%	21.0%
净利润	11,972	16,643	13,727	12,432	16,216	17,387
少数股东损益	6,364	6,812	6,566	6,465	8,433	9,041
归属于母公司的净利润	5,609	9,831	7,161	5,967	7,784	8,346
净利率	3.1%	5.5%	4.2%	3.4%	4.4%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	11,972	16,643	13,727	12,432	16,216	17,387
少数股东损益	6,364	6,812	6,566	6,465	8,433	9,041
非现金支出	20,764	21,701	22,510	24,343	26,720	29,097
非经营收益	5,050	-1,004	3,425	4,160	4,248	4,278
营运资金变动	4,798	18,300	14,006	-1,899	971	-604
经营活动现金净流	42,584	55,640	53,668	39,036	48,156	50,158
资本开支	-49,609	-57,884	-45,415	-42,047	-39,686	-40,819
投资	2,328	6,944	-758	-530	-530	-530
其他	421	2,195	862	2,122	2,240	2,181
投资活动现金净流	-46,860	-48,745	-45,311	-40,454	-37,976	-39,167
股权募资	1,761	3,375	2,347	0	0	0
债权募资	21,467	20,448	16,488	8,518	1,313	450
其他	-18,299	-34,064	-27,006	-10,994	-10,526	-10,534
筹资活动现金净流	4,929	-10,242	-8,171	-2,476	-9,213	-10,084
现金净流量	654	-3,348	184	-3,894	967	907

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	19,166	15,437	15,821	10,661	10,445	10,226
应收账款	26,114	31,143	28,536	26,253	26,778	26,908
存货	4,976	6,148	5,929	5,320	5,254	5,228
其他流动资产	8,429	10,067	8,636	8,183	8,544	8,339
流动资产	58,684	62,795	58,923	50,416	51,021	50,701
%总资产	12.8%	12.7%	11.3%	9.5%	9.3%	9.1%
长期投资	17,755	18,973	20,352	20,882	21,412	21,942
固定资产	360,117	383,684	413,492	429,799	443,760	455,377
%总资产	78.6%	77.7%	79.5%	80.9%	81.2%	81.4%
无形资产	13,037	9,742	10,545	10,987	11,204	11,487
非流动资产	399,215	431,141	461,228	480,646	495,259	508,661
%总资产	87.2%	87.3%	88.7%	90.5%	90.7%	90.9%
资产总计	457,899	493,936	520,152	531,063	546,280	559,362
短期借款	88,476	64,440	70,935	74,817	73,948	76,489
应付款项	41,950	42,186	45,110	42,965	42,438	42,231
其他流动负债	12,595	19,275	24,798	21,326	23,642	23,140
流动负债	143,020	125,901	140,844	139,108	140,028	141,861
长期贷款	175,138	209,212	192,650	197,650	199,650	197,650
其他长期负债	20,315	27,459	48,544	48,282	48,287	48,073
负债	338,473	362,572	382,038	385,040	387,964	387,583
普通股股东权益	48,762	56,034	59,471	60,915	64,775	69,197
其中：股本	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836
未分配利润	22,384	29,080	32,014	34,058	37,918	42,340
少数股东权益	70,664	75,331	78,643	85,108	93,540	102,582
负债股东权益合计	457,899	493,936	520,152	531,063	546,280	559,362

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.314	0.551	0.402	0.335	0.436	0.468
每股净资产	2.734	3.142	3.334	3.415	3.632	3.880
每股经营现金净流	2.388	3.120	3.009	2.189	2.700	2.812
每股股利	0.220	0.380	0.241	0.220	0.220	0.220
回报率						
净资产收益率	11.50%	17.54%	12.04%	9.80%	12.02%	12.06%
总资产收益率	1.22%	1.99%	1.38%	1.12%	1.42%	1.49%
投入资本收益率	4.32%	4.18%	3.92%	3.56%	4.28%	4.42%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.06%	-1.00%	-4.99%	1.85%	2.00%	0.48%
EBIT 增长率	2.64%	-4.34%	3.18%	-10.10%	26.99%	6.33%
净利润增长率	98.56%	75.28%	-27.15%	-16.67%	30.44%	7.22%
总资产增长率	10.91%	7.87%	5.31%	2.10%	2.87%	2.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.4	51.4	58.7	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	13.1	13.2	15.3	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	57.8	62.9	70.6	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	546.1	597.6	711.1	722.6	727.5	738.2
偿债能力						
净负债/股东权益	206.10%	197.11%	194.31%	193.40%	179.23%	165.63%
EBIT 利息保障倍数	3.2	3.2	3.7	3.0	3.7	3.9
资产负债率	73.92%	73.40%	73.45%	72.50%	71.02%	69.29%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	16	24	64
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究