

国电电力（600795.SH）

业绩有所承压，启动资产注入打开成长空间

优于大市

核心观点

电价下行燃料成本上升及投资收益导致业绩承压。2026年上半年，公司实现营业收入 790.29 亿元，同比增长 1.77%；归母净利润 30.14 亿元，同比减少 18.25%。公司业绩有所下滑主要原因一是本期电价较上年同期下降，燃料成本较上年同期上升；二是联营企业投资收益较上年同期下降，上半年投资收益 6.45 亿元，同比-47.53%，主要是上年同期处置国能电力工程管理有限公司等事项带来一次性收益基数影响，以及对联营合营投资收益 6.00 亿元，同比-42.00%。分板块看，火电板块净利润 38.45 亿元，水电板块净利润 14.49 亿元，风电及光伏板块净利润 8.08 亿元。基本每股收益 0.169 元/股，比上年同期减少 18.36%。单二季度公司实现营业收入 398.60 亿元，同比增长 5.33%，环比增长 1.77%；实现归母净利润 16.16 亿元，同比下降 13.86%，环比增长 15.59%，同比降幅较一季度有所收窄，边际改善趋势初现。

机组密集投产，贡献业绩增量。截至 2026 年 6 月末，公司控股装机容量 13029.12 万千瓦，其中中火电 8302.30 万千瓦，占比 63.72%；水电 1685.06 万千瓦，占比 12.93%；风电 1067.48 万千瓦，占比 8.19%；太阳能光伏 1974.28 万千瓦，占比 15.15%。2026 年上半年控股装机容量增加 350.26 万千瓦，其中火电增加 75 万千瓦，水电增加 172 万千瓦，新能源增加 103.26 万千瓦，其中风电增加 17.96 万千瓦，太阳能光伏增加 85.30 万千瓦。

启动资产注入，打开成长空间。8 月 19 日，公司发布《关于启动收购控股股东部分资产的公告》，拟收购合计在运控股装机容量约 32 万千瓦，在建/拟建控股装机容量 1354 万千瓦，其中包括火电 734 万千瓦，水电 620 万千瓦。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到上网电价下降及投资收益等因素导致业绩有所承压，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润 61.1/72.5/82.0 亿元（2026-2027 原为 79.0/87.2 亿元，新增 2028 年预测），同比增速-15%/19%/13%，对应当前股价 PE 为 15/13/11X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	179,182	170,244	173,389	179,199	182,318
(+/-%)	-1.0%	-5.0%	1.8%	3.4%	1.7%
净利润(百万元)	9831	7161	6113	7253	8202
(+/-%)	75.3%	-27.2%	-14.6%	18.6%	13.1%
每股收益(元)	0.55	0.40	0.34	0.41	0.46
EBIT Margin	11.6%	12.6%	11.6%	13.3%	13.9%
净资产收益率(ROE)	17.5%	12.0%	9.9%	11.2%	12.0%
市盈率(PE)	9.6	13.1	15	13	11
EV/EBITDA	11.4	11.1	11.7	10.4	10.2
市净率(PB)	1.68	1.58	1.52	1.45	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：刘汉轩

010-88005198

liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

证券分析师：崔佳诚

021-60375416

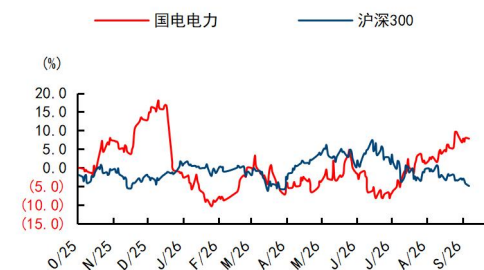
cuijiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.31 元
总市值/流通市值	94707/94707 百万元
52 周最高价/最低价	6.04/4.53 元
近 3 个月日均成交额	661.28 百万元

市场走势



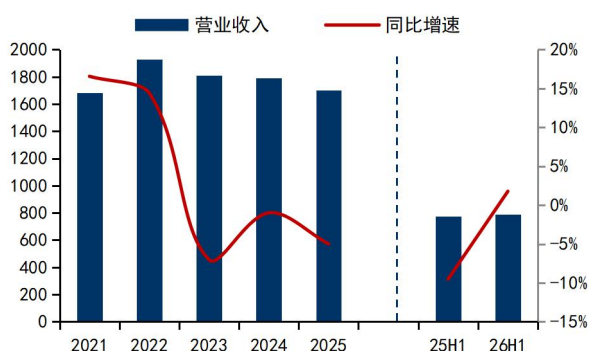
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《国电电力（600795.SH）-25H1 扣非归母净利润同比+56%，未来三年现金分红规划发布》——2025-08-20
- 《国电电力（600795.SH）-煤电盈利大幅增长，电源项目建设持续推进》——2025-04-21
- 《国电电力（600795.SH）-火电电量环比改善，新能源发展稳步推进》——2024-10-27

电价下行燃料成本上升及投资收益导致业绩承压。2026 年上半年，公司实现营业收入 790.29 亿元，同比增长 1.77%；归母净利润 30.14 亿元，同比减少 18.25%。公司业绩有所下滑主要原因一是本期电价较上年同期下降，燃料成本较上年同期上升；二是联营企业投资收益较上年同期下降，上半年投资收益 6.45 亿元，同比-47.53%，主要是上年同期处置国能电力工程管理有限公司等事项带来一次性收益基数影响，以及对联营合营投资收益 6.00 亿元，同比-42.00%。分板块看，火电板块净利润 38.45 亿元，水电板块净利润 14.49 亿元，风电及光伏板块净利润 8.08 亿元。基本每股收益 0.169 元/股，比上年同期减少 18.36%。单二季度公司实现营业收入 398.60 亿元，同比增长 5.33%，环比增长 1.77%；实现归母净利润 16.16 亿元，同比下降 13.86%，环比增长 15.59%，同比降幅较一季度有所收窄，边际改善趋势初现。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



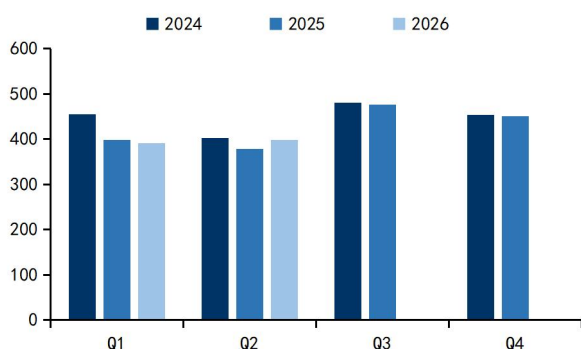
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



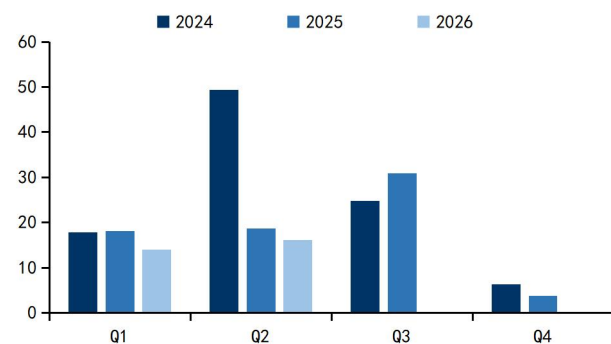
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



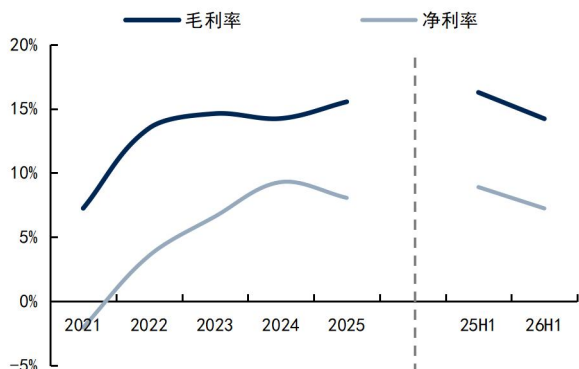
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电价下降，燃料成本上升，主业盈利能力有所降低。2026 上半年，公司毛利率为 14.22%，同比降低 2.05pct；叠加投资收益有所降低，公司净利率为 7.24%，同比降低 1.66pct。经营期间费用率合计 4.84%，同比降低 0.26pct。其中，管理费用同比减少 12.69%，主要是公司持续加强成本管控所致；财务费用率 3.64%，同比降低 0.07pct；研发费用率 0.18%，同比降低 0.03pct。

ROE 有所降低，融资性现金净流出增加。2026 年上半年，公司 ROE 为 4.93%，同比降低 1.43pct，主要系净利率及权益乘数降低所致。公司经营性现金净流入

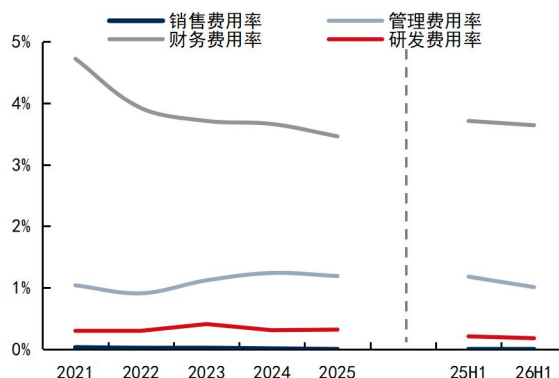
205.17 亿元，同比减少 21.02%，主要系燃料成本上升，燃料支出增加所致；投资性现金净流出 159.15 亿元，同比减少 31.34%，主要系购建长期资产投资同比减少所致；融资性现金净流出 60.84 亿元，同比增加 433.80%，主要系归还债务及新增融资综合影响所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



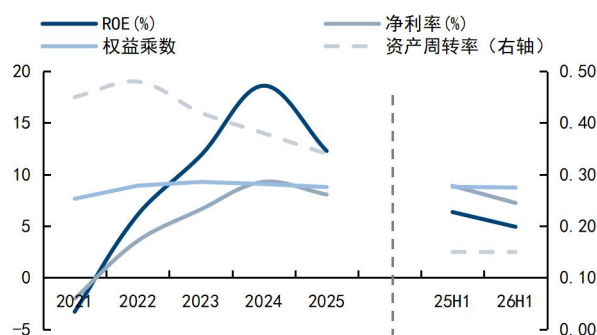
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



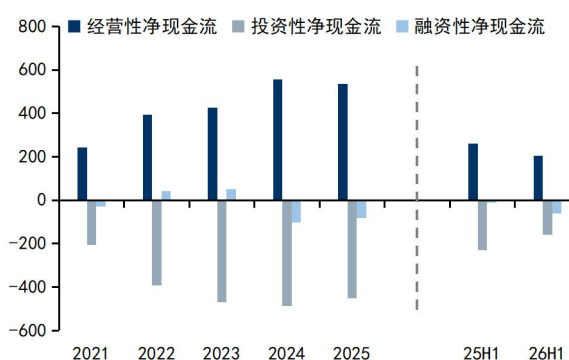
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元，未经调整）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

机组密集投产，贡献业绩增量。截至 2026 年 6 月末，公司控股装机容量 13029.12 万千瓦，其中中火电 8302.30 万千瓦，占比 63.72%；水电 1685.06 万千瓦，占比 12.93%；风电 1067.48 万千瓦，占比 8.19%；太阳能光伏 1974.28 万千瓦，占比 15.15%。2026 年上半年控股装机容量增加 350.26 万千瓦，其中火电增加 75 万千瓦，水电增加 172 万千瓦，新能源增加 103.26 万千瓦，其中风电增加 17.96 万千瓦，太阳能光伏增加 85.30 万千瓦。

启动资产注入，打开成长空间。8 月 19 日，公司发布《关于启动收购控股股东部分资产的公告》，拟收购合计在运控股装机容量约 32 万千瓦，在建/拟建控股装机容量 1354 万千瓦，其中包括火电 734 万千瓦，水电 620 万千瓦。

◆ 盈利预测

假设前提

2026 年全国用电量保持较高增速，数据中心及充换电贡献边际增量，叠加新能源上网电价下行，项目收益率下降，装机增速放缓，电力市场边际供需向紧平衡态势演进。目前广东、江苏等多省月度电价出现回升迹象，我们认为已出现电价触底信号，2027 年电价有望回升，带动电力公司收益能力修复。国电电力作为全国性电力龙头，业绩有望反弹。我们对公司未来业务拆分和预测如下：

表1: 公司业务拆分和预测（单位：百万元）

		2025	2026E	2027E	2028E
火电业务	营业收入	131,940	133,574	136,356	137,652
	毛利率	13.2%	11.8%	13.3%	13.8%
水电业务	营业收入	11,508	13,328	15,214	15,389
	毛利率	47.5%	49.6%	50.9%	50.9%
风电业务	营业收入	8,351	7,789	8,280	8,830
	毛利率	30.5%	28.1%	29.0%	29.9%
光伏业务	营业收入	6,334	6,587	7,238	8,336
	毛利率	35.7%	30.1%	30.6%	31.3%

资料来源：Wind，公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

综合上述假设，预计未来 3 年公司营收为 1733.9/1792.0/1823.2 亿元，同比增长 1.8%/3.4%/1.7%；归母净利润为 61.1/72.5/82.0 亿元，同比增长 -14.6%/18.6%/13.1%。

表2: 未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	170244	173389	179199	182318
营业成本	143792	148134	150003	151496
销售费用	7	7	8	8
管理费用	2027	2217	2278	2297
研发费用	550	560	578	589
财务费用	5888	6790	7740	7434
营业利润	18033	15167	17998	20358
利润总额	17796	15192	18023	20383
归母净利润	7161	6113	7253	8202

资料来源：Wind，公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到上网电价下降及投资收益等因素导致业绩有所承压，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润 61.1/72.5/82.0 亿元（2026-2027 原为 79.0/87.2 亿元，新增 2028 年预测），同比增速-15%/19%/13%，对应当前股价 PE 为 15/13/11X，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (25A)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E		
600011.SH	华能国际	6.95	1,091	0.92	0.69	0.82	0.93	8.1	10.1	8.5	7.5	19.0%	优于大市
600027.SH	华电国际	4.88	567	0.52	0.45	0.52	0.58	9.5	10.8	9.4	8.4	11.8%	无
601991.SH	大唐发电	6.02	1,114	0.40	0.39	0.41	0.45	8.7	15.6	14.5	13.4	18.2%	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：大唐发电为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	15437	15821	17114	26365	46626	营业收入	179182	170244	173389	179199	182318
应收款项	30944	28156	28676	30074	30301	营业成本	153674	143792	148134	150003	151496
存货净额	6148	5929	5436	5683	5730	营业税金及附加	1872	2359	2403	2484	2527
其他流动资产	10218	8985	9399	9797	9824	销售费用	16	7	7	8	8
流动资产合计	62795	58923	60657	71951	92513	管理费用	2218	2027	2217	2278	2297
固定资产	383684	413492	452876	452538	445569	研发费用	555	550	560	578	589
无形资产及其他	7034	7646	7263	6881	6499	财务费用	6551	5888	6790	7740	7434
投资性房地产	24020	22173	22173	22173	22173	投资收益	7333	2361	2361	2361	2661
长期股权投资	16404	17918	18218	18518	18818	资产减值及公允价值变动	(1394)	(471)	(471)	(471)	(271)
资产总计	493936	520152	561188	572061	585572	其他收入	(765)	(27)	(560)	(578)	(589)
短期借款及交易性金融负债	64440	70935	74617	69997	71850	营业利润	20025	18033	15167	17998	20358
应付款项	33717	38122	38707	38427	38726	营业外净收支	424	(237)	25	25	25
其他流动负债	27744	31787	32298	32083	32333	利润总额	20448	17796	15192	18023	20383
流动负债合计	125901	140844	145622	140507	142909	所得税费用	3805	4069	3474	4121	4661
长期借款及应付债券	209933	213252	244552	257527	267277	少数股东损益	6812	6566	5605	6649	7520
其他长期负债	26738	27942	28773	32159	33966	归属于母公司净利润	9831	7161	6113	7253	8202
长期负债合计	236671	241194	273325	289685	301242	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	362572	382038	418947	430192	444151	净利润	9831	7161	6113	7253	8202
少数股东权益	75331	78643	80325	77051	73323	资产减值准备	(148)	(923)	152	(20)	(17)
股东权益	56034	59471	61916	64817	68098	折旧摊销	19051	21218	23753	26623	27177
负债和股东权益总计	493936	520152	561188	572061	585572	公允价值变动损失	1394	471	471	471	271
						财务费用	6551	5888	6790	7740	7434
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(3053)	14886	1771	827	2038
每股收益	0.55	0.40	0.34	0.41	0.46	其它	(3134)	(7580)	1530	(3253)	(3711)
每股红利	0.82	0.92	0.21	0.24	0.28	经营活动现金流	23940	35234	33790	31901	33961
每股净资产	3.14	3.33	3.47	3.63	3.82	资本开支	0	(49390)	(63511)	(26354)	(20080)
ROIC	3.12%	3.10%	2%	3%	3%	其它投资现金流	(48)	16	0	0	0
ROE	17.54%	12.0%	9.9%	11.2%	12.0%	投资活动现金流	(1447)	(50888)	(63811)	(26654)	(20380)
毛利率	14%	16%	15%	16%	17%	权益性融资	(0)	2347	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	12%	13%	14%	负债净变化	34074	(16562)	31300	12975	9750
EBITDA Margin	22%	25%	25%	28%	29%	支付股利、利息	(14568)	(16435)	(3668)	(4352)	(4921)
收入增长	-1%	-5%	2%	3%	2%	其它融资现金流	(65233)	79686	3682	(4620)	1852
净利润增长率	75%	-27%	-15%	19%	13%	融资活动现金流	(26222)	16038	31314	4004	6681
资产负债率	89%	89%	89%	89%	88%	现金净变动	(3729)	385	1293	9251	20261
股息率	15.5%	17.5%	3.9%	4.6%	5.2%	货币资金的期初余额	19166	15437	15821	17114	26365
P/E	9.6	13.1	15.4	13.0	11.5	货币资金的期末余额	15437	15821	17114	26365	46626
P/B	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	0	3305	(22508)	19492	28729
EV/EBITDA	11.4	11.1	11.7	10.4	10.2	权益自由现金流	0	66429	7237	21878	34597

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032