

国电电力 (600795.SH)

优于大市

资产转让使得投资收益增加，24Q2 归母净利润大幅增长

核心观点

营业收入小幅下降，归母净利润大幅增长。2024H1，公司实现营收 858.28 亿元 (-3.22%)，归母净利润 67.16 亿元 (+127.35%)，扣非归母净利润 21.84 亿元 (-18.83%)。公司营业收入同比下降的原因主要在于一是煤炭板块收入同比下降，二是售电单价同比下降。公司归母净利润实现增长的主要原因在于：一是公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加，2024H1 公司非流动性资产处置损益 46.07 亿元；二是公司联营企业投资收益增加。公司扣非归母净利润下降主要系资产减值损失和信用减值损失增加，其中资产减值损失-8.42 亿元，信用减值损失-4.90 亿元。

电改推进火电盈利模式重塑，未来盈利有望趋稳。国家政策持续推进深化电力体制改革，加快构建新型电力系统，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；同时，预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将维持合理水平。

新能源建设持续推进，项目资源储备较为充足。2024H1，公司新增新能源装机 177.03 万千瓦，其中风电 23 万千瓦，光伏 154.03 万千瓦；获取新能源资源量 842.47 万千瓦，完成核准或备案新能源容量 669.71 万千瓦，其中风电 97.4 万千瓦，光伏 572.31 万千瓦；截至 2024 年 6 月，公司在建风电、光伏项目装机容量分别为 225.00、683.17 万千瓦。公司在建项目规模较大，且新能源项目资源储备较为充足，未来在建项目及储备项目逐步投运将驱动公司业绩稳步增长。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；煤价上涨；来水情况较差；行业政策变化。

投资建议：由于 2024 年资产处置收益增加，上调 2024 年盈利预测，同时由于电价下降，下调 2025-2026 年盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 95.59/93.08/99.76 亿元（2024-2026 年原预测值分别为 89.56/102.31/113.11 亿元），分别同比增长 70.4%/-2.6%/7.2%；EPS 分别为 0.54/0.52/0.56 元，当前股价对应 PE 为 10.2/10.5/9.8x。给予 2024 年公司 11-12 倍 PE，对应合理市值为 1052-1147 亿元，对应 5.90-6.43 元/股合理价值，较当前股价有 8%-18%的溢价。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	192,681	180,999	186,089	194,248	201,892
(+/-%)	14.6%	-6.1%	2.8%	4.4%	3.9%
净利润(百万元)	2825	5609	9559	9308	9976
(+/-%)	-253.1%	98.6%	70.4%	-2.6%	7.2%
每股收益(元)	0.16	0.31	0.54	0.52	0.56
EBIT Margin	11.0%	12.0%	16.9%	18.3%	19.0%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	11.5%	17.9%	16.0%	15.8%
市盈率 (PE)	34.5	17.4	10.2	10.5	9.8
EV/EBITDA	10.2	10.9	10.1	9.8	10.1
市净率 (PB)	2.17	2.00	1.82	1.68	1.54

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

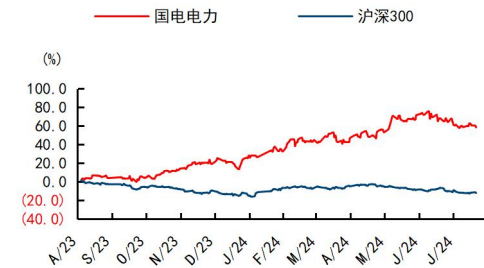
证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002
 证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值 5.90 - 6.43 元
 收盘价 5.47 元
 总市值/流通市值 97561/97561 百万元
 52 周最高价/最低价 6.15/3.30 元
 近 3 个月日均成交额 719.98 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

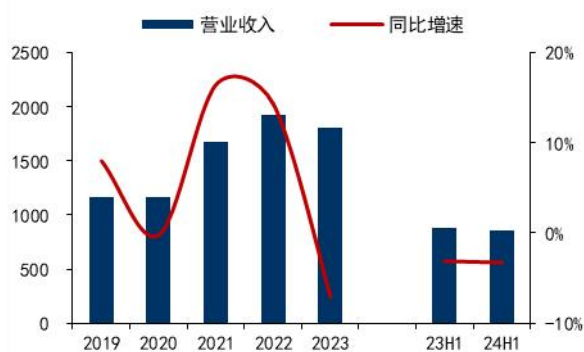
相关研究报告

- 《国电电力 (600795.SH) - 火电、新能源稳健增长，电价上行促进水电板块盈利提升》——2024-04-18
- 《国电电力 (600795.SH) - Q3 扣非归母净利润显著增长，业绩持续稳健增长可期》——2023-10-27
- 《国电电力 (600795.SH) - 火电盈利大幅提升，业绩有望进一步增长》——2023-09-01
- 《国电电力 (600795.SH) - 业绩显著改善，加快推进新能源发展》——2023-04-16
- 《国电电力 (600795.SH) - 净利润大幅增长，盈利能力显著提升》——2022-10-26

营业收入小幅下降，归母净利润大幅增长。2024H1，公司实现营收 858.28 亿元（-3.22%），归母净利润 67.16 亿元（+127.35%），扣非归母净利润 21.84 亿元（-18.83%）。其中，第二季度单季营收 402.73 亿元（-6.38%），归母净利润 49.32 亿元（+143.77%）。公司营业收入同比下降的原因主要在于一是煤炭板块收入同比下降，二是售电单价同比下降。公司归母净利润实现增长的主要原因在于：一是公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加，2024H1 公司非流动性资产处置损益 46.07 亿元；二是公司联营企业投资收益增加。公司扣非归母净利润下降主要系资产减值损失和信用减值损失增加，其中资产减值损失 -8.42 亿元，为大兴川电站计提在建工程减值准备 8.42 亿元；信用减值损失为 -4.90 亿元。

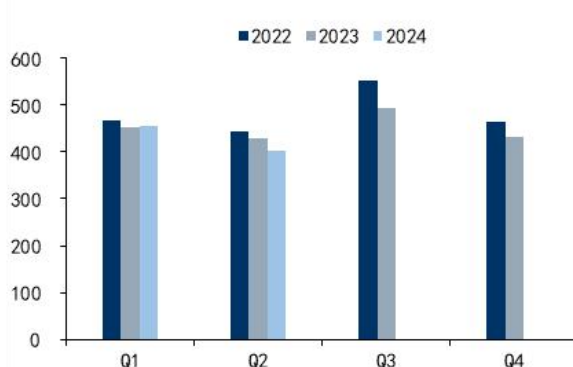
煤电、光伏归母净利润同比增长，风电、水电归母净利润下降较大。分板块来看，2024H1，公司煤机板块实现归母净利润 19.95 亿元（+51.48%），燃机板块实现归母净利润 0.0022 亿元（+10.00%），水电板块实现归母净利润 -0.26 亿元（-105.30%，扣除大兴川电站减值影响后为 8.16 亿元），风电板块实现归母净利润 7.68 亿元（-33.10%），光伏板块实现归母净利润 4.31 亿元（+47.60%）。

图1: 国电电力营业收入及增速（单位：亿元）



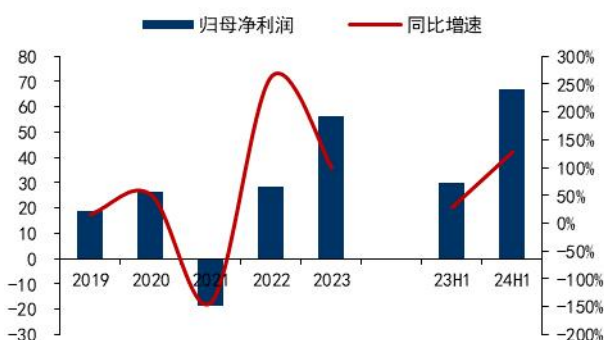
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 国电电力单季营业收入（单位：亿元）



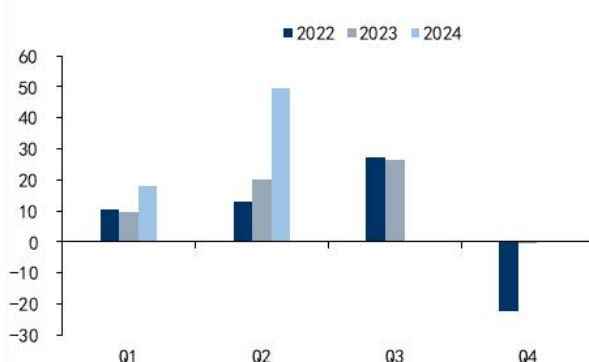
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 国电电力归母净利润及增速（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4: 国电电力单季归母净利润（单位：亿元）



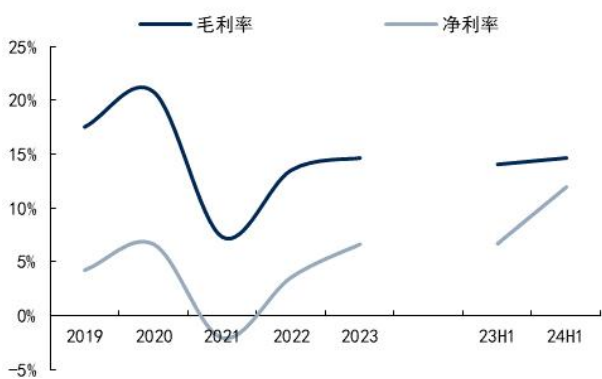
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

水电、光伏发电量增长显著，火电发电量有所下降。2024H1，公司发电量 2137.50 亿千瓦时（+3.19%）。其中：水电 242.47 亿千瓦时（+32.11%），火电 1641.77 亿千瓦时（-1.42%），风电 99.67 亿千瓦时（+5.88%），光伏 45.78 亿千瓦时

(+118.95%)。24Q2 公司发电量 1075.06 亿千瓦时 (+1.48%)，其中：水电发电量 165.20 亿千瓦时 (+59.32%)，火电发电量 781.54 亿千瓦时 (-6.98%)，风电发电量 48.29 亿千瓦时 (+0.36%)，光伏发电量 27.77 亿千瓦时 (+109.01%)。

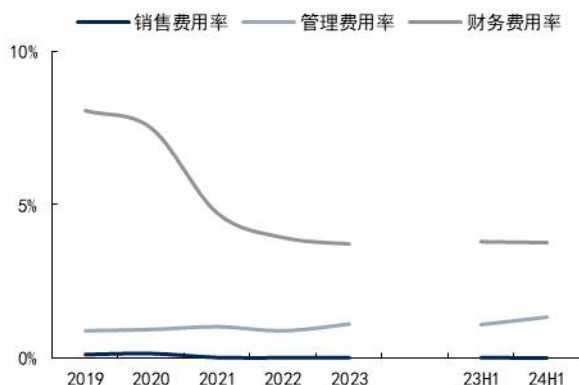
毛利率提升，费用率有所增加，净利率水平上行。2024H1，公司毛利率为 14.62%，同比增加 0.59pct，毛利率水平进一步增加。费用率方面，2024H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.75%、1.33%，财务费用率同比减少 0.03pct，管理费用率同比增加 0.23pct，整体费用率水平有所上升。同期内，受毛利率提升及资产处置损益增加影响，公司净利率较 2023 同期增加 5.23pct 至 11.90%。

图5: 国电电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

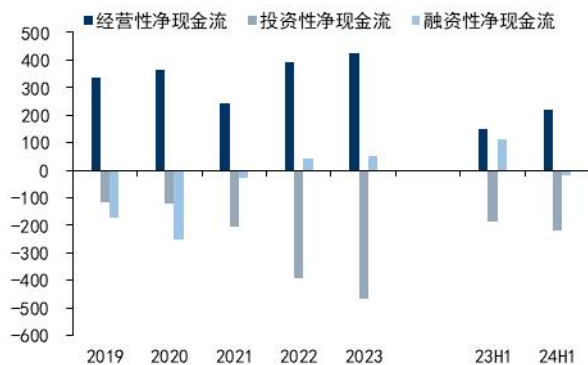
图6: 国电电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

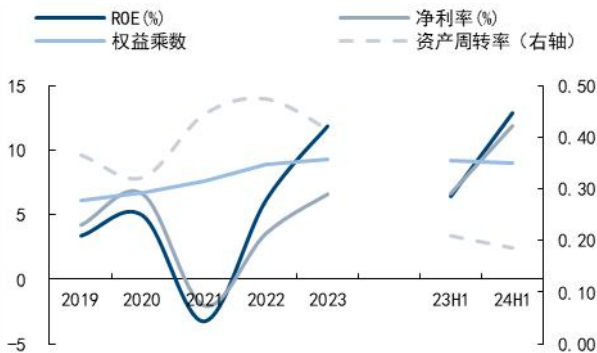
ROE 提升，经营性净现金流有所增加。2024H1，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2023 年同期增加 6.46pct 至 12.85%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 218.54 亿元，同比增长 55.35%，主要系燃料价格同比下降影响；投资性净现金流流出 217.80 亿元，同比有所增加，主要系基建投资同比增加影响；融资性净现金流-17.05 亿元，同比下降 114.96%，主要系偿还融资租赁款及保理款影响。

图7: 国电电力现金流情况 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 国电电力 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

电改推进火电盈利模式重塑，未来盈利有望趋稳。国家政策持续推进深化电力体制改革，加快构建新型电力系统，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；同时，预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将

维持合理水平，煤电板块盈利表现稳健。公司持续深化火电机组“三改联动”，更多机组实现 20%深调能力，提供长期可靠的有效调节容量，从中获取较高电量和容量电价收入。此外，公司长协煤炭资源比例及兑现率较高，2024H1 长协煤覆盖比例为 93%，燃料成本优势较强。

新能源建设持续推进，项目资源储备较为充足。2024H1，公司新增新能源装机 177.03 万千瓦，其中风电 23 万千瓦，光伏 154.03 万千瓦；获取新能源资源量 842.47 万千瓦，完成核准或备案新能源容量 669.71 万千瓦，其中风电 97.4 万千瓦，光伏 572.31 万千瓦；截至 2024 年 6 月，公司在建风电项目 225.00 万千瓦，主要分布在内蒙、陕西、江西等区域，在建光伏发电项目 683.17 万千瓦，主要分布在内蒙、天津、四川等区域。公司在建项目规模较大，且新能源项目资源储备较为充足，未来在建项目及储备项目逐步投运将驱动公司业绩稳步增长。

水电装机持续增加，水电板块业绩有望不断提升。2024H1，公司水电基建支出 42.83 亿元，公司在大渡河流域的在建水电项目主要为双江口水电站、金川水电站、沙坪一级水电站、枕头坝二级水电站、老鹰岩二级水电站等项目，上述电站装机容量合计 394 万千瓦，未来水电项目投运将使得公司水电板块利润规模进一步增长。

投资建议：由于 2024 年资产处置收益增加，上调 2024 年盈利预测，同时由于电价下降，下调 2025-2026 年盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 95.59/93.08/99.76 亿元（2024-2026 年原预测值分别为 89.56/102.31/113.11 亿元），分别同比增长 70.4%/-2.6%/7.2%；EPS 分别为 0.54/0.52/0.56 元，当前股价对应 PE 为 10.2/10.5/9.8x。给予 2024 年公司 11-12 倍 PE，对应合理市值为 1052-1147 亿元，对应 5.90-6.43 元/股合理价值，较当前股价有 8%-18%的溢价。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)		
600011.SH	华能国际	7.35	1,154	0.54	0.74	0.77	0.82	13.61	9.93	9.55	8.96	6.4%	优于大市	
001289.SZ	龙源电力	17.11	1,430	0.75	1.01	1.09	1.22	22.81	16.94	15.70	14.02	8.8%	优于大市	
600027.SH	华电国际	5.58	571	0.44	0.66	0.73	0.79	12.68	8.45	7.64	7.06	6.5%	优于大市	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20968	19166	17300	19144	18537	营业收入	192681	180999	186089	194248	201892
应收款项	22809	24981	25684	25538	27424	营业成本	166699	154540	149525	153492	158172
存货净额	6096	4976	5824	5452	5561	营业税金及附加	2363	1870	1923	2007	2086
其他流动资产	8732	9561	9934	9811	10546	销售费用	31	32	32	34	35
流动资产合计	58617	58684	58741	59945	62068	管理费用	1753	2025	2408	2395	2469
固定资产	321153	360117	403482	444909	495784	研发费用	602	741	762	795	826
无形资产及其他	9695	10122	9616	9110	8603	财务费用	7551	6711	7898	9789	10898
投资性房地产	10466	13972	13972	13972	13972	投资收益	1400	1585	5585	1785	1985
长期股权投资	12921	15005	15305	15605	15905	资产减值及公允价值变动	(3646)	(1542)	(2442)	(1542)	(1542)
资产总计	412852	457899	501116	543540	596333	其他收入	259	(576)	(762)	(795)	(826)
短期借款及交易性金融负债	67529	88476	94446	118752	143391	营业利润	12296	15289	26683	25980	27847
应付款项	32073	32210	31846	32051	32874	营业外净收支	(2045)	381	25	25	25
其他流动负债	20262	22335	22109	22247	22822	利润总额	10251	15670	26708	26005	27872
流动负债合计	119864	143020	148401	173050	199087	所得税费用	3384	3698	6302	6137	6577
长期借款及应付债券	157268	176835	206835	236835	271835	少数股东损益	4042	6364	10846	10561	11319
其他长期负债	25448	18618	18419	17539	14903	归属于母公司净利润	2825	5609	9559	9308	9976
长期负债合计	182716	195453	225254	254374	286738	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	302580	338473	373655	427424	485825	净利润	2825	5609	9559	9308	9976
少数股东权益	65211	70664	73918	57921	47324	资产减值准备	1804	(2104)	670	22	99
股东权益	45061	48762	53542	58196	63184	折旧摊销	17848	18211	15053	18225	19446
负债和股东权益总计	412852	457899	501116	543540	596333	公允价值变动损失	3646	1542	2442	1542	1542
						财务费用	7551	6711	7898	9789	10898
						营运资本变动	1868	(12148)	(1970)	125	(3870)
						其它	(14942)	(8038)	2583	(16019)	(10695)
						经营活动现金流	13049	3071	28338	13202	16498
						资本开支	0	(53228)	(61096)	(60710)	(71456)
						其它投资现金流	(13)	13	0	0	0
						投资活动现金流	668	(55300)	(61396)	(61010)	(71756)
						权益性融资	10	1761	0	0	0
						负债净变化	17621	25498	30000	30000	35000
						支付股利、利息	(12006)	(14548)	(4780)	(4654)	(4988)
						其它融资现金流	(15754)	26765	5971	24306	24639
						融资活动现金流	(4514)	50427	31191	49652	54651
						现金净变动	9203	(1802)	(1866)	1845	(608)
						货币资金的期初余额	11765	20968	19166	17300	19144
						货币资金的期末余额	20968	19166	17300	19144	18537
						企业自由现金流	0	(30515)	(23993)	(15217)	(26615)
						权益自由现金流	0	21748	5943	31610	24697

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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提及的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