

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

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

邢秦浩 电力公用分析师

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

投资收益及减值扰动 Q2 业绩，主业稳健长期成长可期

2024年8月20日

事件: 2024年8月19日晚,国电电力发布2024年半年报。2024年H1公司实现营业收入858.28亿元,同比减少3.22%;实现归母净利润67.16亿元,同比增加127.35%;扣非后归母净利润21.84亿元,同比减少18.83%。经营活动现金流量净额218.54亿元,同比增加55.35%。其中,单Q2公司实现营业收入402.73亿元,同比减少6.38%,环比减少11.59%;实现归母净利润49.32亿元,同比增加143.77%,环比增加176.33%;单Q2扣非后归母净利润4.48亿元,同比减少74.78%,环比减少74.21%。公司决定中期分红16.05亿元,占公司上半年归母净利的23.90%,拟每10股派发现金红利0.9元(含税)。

点评:

- **公司经营情况: 公司整体经营稳健,察哈素煤矿完成交割&水电及新能源板块减值扰动 Q2 业绩。**分板块来看,上半年公司煤电板块实现归母净利19.95亿元,同比+51.48%;水电板块累加大兴川水电站计提减值后实现归母净利8.68亿元,同比+76.78%;风电板块实现归母净利7.68亿元,同比-33.10%;光伏板块实现归母净利4.31亿元,同比+47.60%。公司整体经营情况持续稳健。Q2主要业绩扰动因素包括:1.国电建投公司50%股权(即察哈素煤矿)交割完毕带来一次性收益影响46.16亿元;2.大兴川电站资产计提减值8.42亿元及新能源板块信用减值4.85亿元。
- **发电业务情况: 24Q2 来水好转致水电电量增发同时火电电量承压; 整体电价同比有所下行。电量方面,**虽然全国用电量增速水平维持高位,但上半年来水大幅好转,导致水电电量增发同时火电电量承压。2024年H1,公司上网电量实现2029.69亿千瓦时,同比+3.34%。其中,火电上网电量1641.77亿千瓦时,同比-1.42%;水电上网电量242.47亿千瓦时,同比+33.21%;风电上网电量99.67亿千瓦时,同比+5.89%;光伏上网电量45.78亿千瓦时,同比+119.46%。其中,单Q2公司上网电量实现1022.79亿千瓦时,同比+1.75%,环比+1.58%。其中,火电上网电量781.54亿千瓦时,同比-6.98%,环比-9.15%;水电上网电量165.20亿千瓦时,同比+59.32%,环比+113.76%;风电上网电量48.29亿千瓦时,同比+0.36%,环比-6.01%;光伏上网电量27.77亿千瓦时,同比+109.90%,环比+54.19%。Q2火电同比电量出现较大降幅而水电同比增发明显。**电价方面,**受全国多地电价下行影响,公司上半年实现电价有所下行。2024年H1公司实现平均上网电价439.21元/兆瓦时,同比-3.64%。其中煤电电价460.89元/兆瓦时,同比-5.52元/兆瓦时;水电电价260.61元/兆瓦时,同比-44.77元/兆瓦时;风电电价478.95元/兆瓦时,同比-35.73元/兆瓦时;光伏电价421.75元/兆瓦时,同比-82.31元/兆瓦时。单Q2公司实现平均上网电价454.42元/兆

瓦时，同比+1.23%，环比-0.25%。**装机方面**，截至2024年6月30日，公司合并报表口径控股装机容量为10713万千瓦，其中：火电7257.40万千瓦；水电1495.06万千瓦；风电952.33万千瓦，单Q2+23万千瓦；光伏1008.21万千瓦，单Q2+90.52万千瓦。

- **装机长期成长空间广阔：火电开工投产稳健成长，风光有望持续高增，水电投产在即接续开工。****火电方面：**2022-2023年，公司火电项目分别开工485万千瓦和664万千瓦，2023年投产100万千瓦。公司近两年的火电机组开工保持稳健，我们预计开工火电项目将于2024-2025年逐步投产。**风光方面，**2024年上半年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；在建风电项目225.00万千瓦，在建光伏发电项目683.17万千瓦。公司计划在2024年实现新能源项目开工830万千瓦，投产860万千瓦且“十四五”规划新能源发展体量3500万千瓦，我们预计2024-2025年公司新能源板块装机将持续高增，持续带来收益增厚。**水电方面：**截至2023年末，公司在建水电装机有大渡河流域总装机352万千瓦，我们预计2026年公司有望迎来水电装机投产高峰。此外，公司公告将另外开工大渡河老鹰岩二级水电站项目3×14万千瓦，我们预计老鹰岩二级水电站将有望在“十五五”末期建成投产，实现水电装机持续增长和收益持续增厚。
- **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，长协煤供给保障较强，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。由于上半年出售煤矿、资产减值、火电量价承压等影响，我们调整了公司2024-2026年归母净利润的预测分别为92.04/90.96/99.97亿元（注：盈利预测已含出售察哈素煤矿的一次性收益）；对应增速分别为64.1%/-1.2%/9.9%，对应2024年8月19日收盘价的PE分别为10.72/10.84/9.87倍，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**项目建设进展不及预期；电价超预期下行；电力市场化改革推进不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	194,674	180,999	188,423	210,108	214,987
同比(%)	15.6%	-7.0%	4.1%	11.5%	2.3%
归属母公司净利润（百万元）	2,821	5,609	9,204	9,096	9,997
同比(%)	262.8%	98.8%	64.1%	-1.2%	9.9%
毛利率(%)	13.4%	14.6%	18.1%	18.6%	19.4%
ROE(%)	6.2%	11.5%	16.2%	13.8%	13.1%
EPS（摊薄）（元）	0.16	0.31	0.52	0.51	0.56
P/E	34.96	17.59	10.72	10.84	9.87
P/B	2.18	2.02	1.73	1.49	1.30
EV/EBITDA	7.03	7.96	7.08	7.01	6.77

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至2024年8月19日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	60,776	58,684	51,997	58,677	62,487	
货币资金	21,638	19,166	7,705	10,882	13,236	
应收票据	395	1,406	1,464	1,632	1,670	
应收账款	21,580	22,045	22,234	24,558	25,561	
预付账款	4,761	3,327	3,761	4,115	4,113	
存货	6,134	4,976	6,862	7,126	7,702	
其他	6,268	7,764	9,971	10,364	10,206	
非流动资产	354,143	399,215	437,448	476,151	513,789	
长期股权投资	12,921	15,005	15,005	15,005	15,005	
固定资产(合计)	259,735	270,808	289,657	312,965	345,123	
无形资产	9,697	10,122	10,574	10,933	11,362	
其他	71,791	103,281	122,212	137,248	142,300	
资产总计	414,919	457,899	489,445	534,828	576,276	
流动负债	121,762	143,020	145,439	156,481	163,894	
短期借款	43,050	48,944	55,241	61,537	67,833	
应付票据	9,138	6,236	7,203	8,049	7,744	
应付账款	24,003	25,974	23,177	26,254	27,246	
其他	45,571	61,866	59,818	60,640	61,071	
非流动负债	182,736	195,453	206,026	220,193	232,654	
长期借款	149,640	175,138	189,411	202,257	213,818	
其他	33,095	20,315	16,615	17,936	18,836	
负债合计	304,498	338,473	351,465	376,673	396,548	
少数股东权益	65,258	70,664	81,008	92,087	103,664	
归属母公司股东权益	45,163	48,762	56,972	66,067	76,064	
负债和股东权益	414,919	457,899	489,445	534,828	576,276	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	194,674	180,999	188,423	210,108	214,987	
同比(%)	15.6%	-7.0%	4.1%	11.5%	2.3%	
归属母公司净利润	2,821	5,609	9,204	9,096	9,997	
同比(%)	262.8%	98.8%	64.1%	-1.2%	9.9%	
毛利率(%)	13.4%	14.6%	18.1%	18.6%	19.4%	
ROE%	6.2%	11.5%	16.2%	13.8%	13.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.16	0.31	0.52	0.51	0.56	
P/E	34.96	17.59	10.72	10.84	9.87	
P/B	2.18	2.02	1.73	1.49	1.30	
EV/EBITDA	7.03	7.96	7.08	7.01	6.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	194,674	180,999	188,423	210,108	214,987	
营业成本	168,609	154,540	154,399	171,018	173,284	
营业税金及附加	2,367	1,870	1,884	2,101	2,150	
销售费用	34	32	38	39	40	
管理费用	1,808	2,025	2,355	2,309	2,485	
研发费用	738	741	1,036	937	1,007	
财务费用	7,550	6,711	8,837	9,606	10,312	
减值损失合计	-3,646	-1,542	-3,026	-1,026	-1,026	
投资净收益	1,441	1,585	7,200	2,000	2,000	
其他	878	165	721	510	520	
营业利润	12,238	15,289	24,768	25,582	27,203	
营业外收支	-2,045	381	-24	-45	104	
利润总额	10,194	15,670	24,744	25,538	27,308	
所得税	3,366	3,698	5,196	5,363	5,735	
净利润	6,828	11,972	19,548	20,175	21,573	
少数股东损益	4,006	6,364	10,344	11,079	11,576	
归属母公司净利润	2,821	5,609	9,204	9,096	9,997	
EBITDA	39,905	40,521	53,101	56,115	60,498	
EPS(当年)(元)	0.15	0.31	0.52	0.51	0.56	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	37,738	42,584	39,013	51,214	53,499	
净利润	6,828	11,972	19,548	20,175	21,573	
折旧摊销	18,299	18,730	19,519	20,972	22,878	
财务费用	7,635	6,791	8,992	9,755	10,465	
投资损失	-1,441	-1,585	-7,200	-2,000	-2,000	
营运资金变动	2,772	4,798	-4,644	1,242	-339	
其它	3,646	1,878	2,798	1,070	921	
投资活动现金流	-37,387	-46,860	-53,484	-58,745	-59,438	
资本支出	-35,181	-49,609	-60,770	-60,638	-61,316	
长期投资	-2,787	2,328	-70	-14	-29	
其他	581	421	7,355	1,907	1,907	
筹资活动现金流	4,153	4,929	3,013	10,708	8,292	
吸收投资	1,380	1,761	-105	0	0	
借款	22,872	31,393	20,569	19,142	17,857	
支付利息或股息	-12,006	-14,548	-10,240	-9,755	-10,465	
现金流净增加额	4,515	654	-11,461	3,177	2,354	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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。