

国电电力（600795.SH）

火电盈利大幅提升，业绩有望进一步增长

买入

核心观点

营业收入小幅下降，归母净利润实现增长。2023H1，公司实现营收 883.52 亿元（-3.08%），归母净利润 29.88 亿元（+30.37%），扣非归母净利润 26.91 亿元（+29.70%）。其中，第二季度单季营收 430.19 亿元（-3.05%），归母净利润 20.23 亿元（+20.23%）。公司营业收入同比下降的原因主要在于：一是去年 9 月转让的宁夏区域公司不再纳入合并范围，二是煤炭板块收入同比下降。公司归母净利润实现增长的主要原因在于：一是燃料价格同比下降，2023H1 公司入炉综合标煤单价 944.40 元/吨，同比下降 23.82 元/吨；二是去年 9 月转让的宁夏区域公司不再纳入合并范围。

煤价维持低位，煤电盈利仍有进一步改善空间。2023 年以来，国内煤炭供应保持高位水平，进口煤供应量同比大幅增长，非电用煤需求不及预期，库存处于历史高位水平，煤炭供需关系从紧平衡向宽松转变，煤炭价格波动下行。当前，国内港口及电厂电煤库维持在较高水平，现货煤和进口煤价格均处于低位，有助于公司煤电盈利进一步提升。

新能源建设持续推进，项目资源储备较为充足。2023H1，公司新增新能源装机 173.32 万千瓦，其中风电 21.36 万千瓦，光伏 151.96 万千瓦，截至 2023H1，公司风电、光伏新能源累计投运装机容量为 1232.26 万千瓦，其中风电、光伏分别为 767.29、464.97 万千瓦。在建项目方面，截至 2023 年 6 月，公司新能源在建项目容量为 620.01 万千瓦，其中风电在建项目 102.63 万千瓦，主要分布在浙江、云南、江西等区域，光伏在建项目 517.38 万千瓦，主要分布在新疆、天津、浙江等区域。此外，公司持续拓展新能源项目资源，截至 2023 年 6 月，公司累计获取新能源资源量 1500.95 万千瓦，完成核准或备案新能源容量 1175.16 万千瓦，其中风电 200.63 万千瓦，光伏 974.54 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：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 72.33/88.24/102.11 亿元，分别同比增长 156.1%/22.0%/15.7%；EPS 分别为 0.41/0.49/0.57 元，当前股价对应 PE 为 8.7/7.1/6.1x。给予 2023 年公司 10-11 倍 PE，对应合理市值为 723-796 亿元，对应 4.06-4.46 元/股合理价值，较当前股价有 16%-27%的溢价。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	168,185	192,681	189,263	198,646	212,529
(+/-%)	44.5%	14.6%	-1.8%	5.0%	7.0%
净利润(百万元)	-1845	2825	7233	8824	10211
(+/-%)	-170.1%	-253.1%	156.1%	22.0%	15.7%
每股收益(元)	-0.10	0.16	0.41	0.49	0.57
EBIT Margin	4.5%	11.0%	14.2%	16.1%	16.9%
净资产收益率(ROE)	-4.0%	6.3%	15.3%	17.7%	19.3%
市盈率(PE)	-33.9	22.2	8.7	7.1	6.1
EV/EBITDA	13.9	9.3	9.6	8.7	8.9
市净率(PB)	1.37	1.39	1.33	1.26	1.18

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

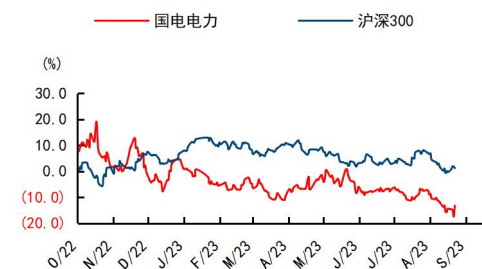
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.06 - 4.46 元
收盘价	3.51 元
总市值/流通市值	62603/62603 百万元
52 周最高价/最低价	4.97/3.30 元
近 3 个月日均成交额	329.06 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）-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，归母净利润实现增长。2023H1，公司实现营收 883.52 亿元（-3.08%），归母净利润 29.88 亿元（+30.37%），扣非归母净利润 26.91 亿元（+29.70%）。其中，第二季度单季营收 430.19 亿元（-3.05%），归母净利润 20.23 亿元（+20.23%）。公司营业收入同比下降的原因主要在于一是去年 9 月转让的宁夏区域公司不再纳入合并范围，二是煤炭板块收入同比下降。公司归母净利润实现增长的主要原因在于一是燃料价格同比下降，2023H1 公司入炉综合标煤单价 944.40 元/吨，同比下降 23.82 元/吨；二是去年 9 月转让的宁夏区域公司不再纳入合并范围。

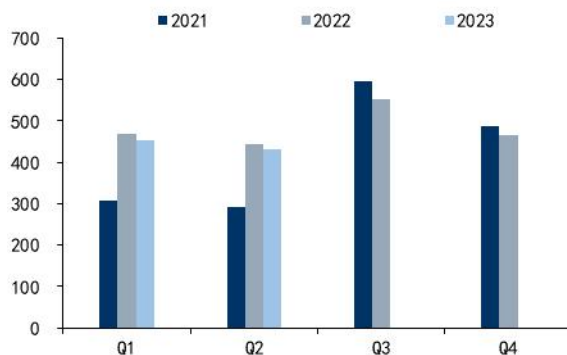
煤电、光伏归母净利润大幅增长，风电归母净利润微降。分板块来看，2023H1，公司煤机板块实现归母净利润 13.17 亿元（+414.45%），燃机板块实现归母净利润 0.002 亿元（-66.67%），水电板块实现归母净利润 4.91 亿元（+10.59%），风电板块实现归母净利润 11.48 亿元（-0.43%），光伏板块实现归母净利润 2.92 亿元（+170.37%）。

图1：国电电力营业收入及增速（单位：亿元）



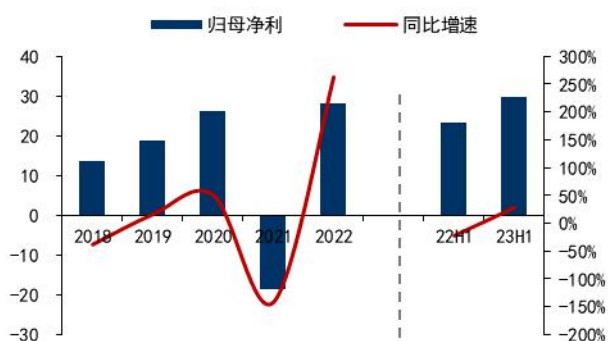
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国电电力单季营业收入（单位：亿元）



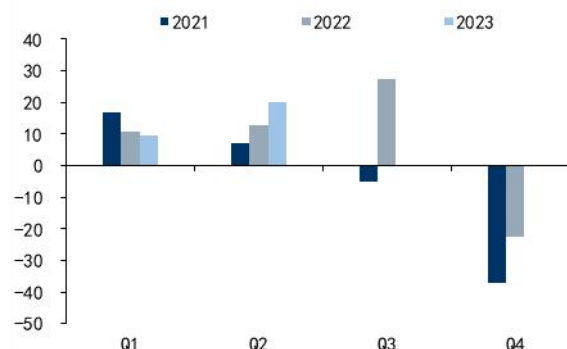
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

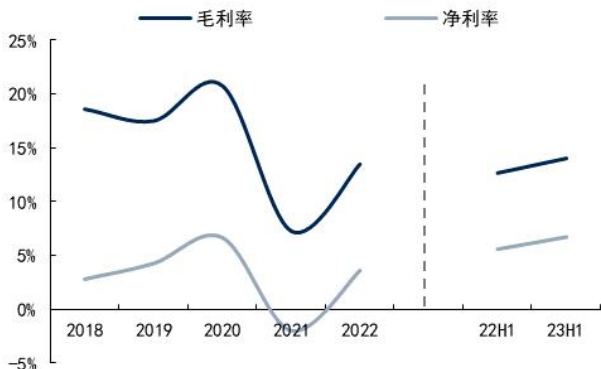


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提升及费用率水平下降，净利率水平上行。2023H1，公司毛利率为 14.02%，同比增加 1.37pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降影响和电价上浮影响。费用率方面，2023H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.78%、1.10%，财务费用率同比减少 0.44pct，管理费用率同比增加 0.18pct，整体费用率水平略有下

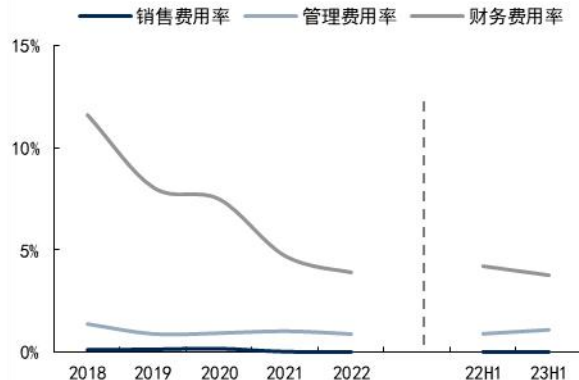
降。同期内，受毛利率提升及费用率水平微降影响，公司净利率较 2022 同期增加 1.13pct 至 6.67%。

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

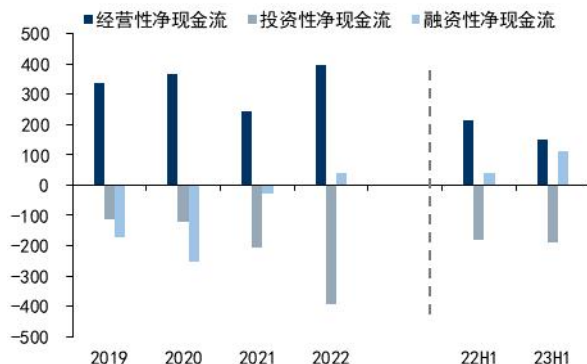
图6：国电电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

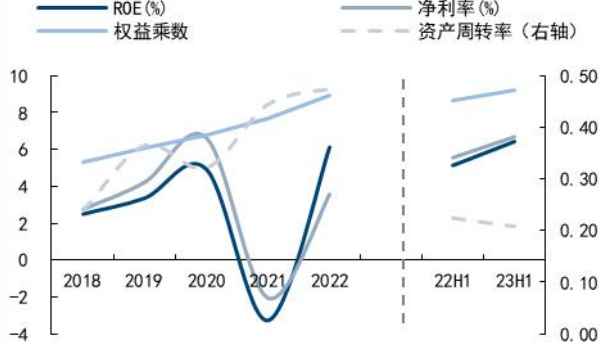
ROE 提升，经营性净现金流有所下降。2023H1，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 1.29pct 至 6.40%。现金流方面，2023H1，公司经营性净现金流为 149.59 亿元，同比下降 29.88%，主要系收入同比减少，以及收到的税费返还同比减少影响；投资性净现金流流出 187.31 亿元，同比下降 3.97%，整体维持在较高投入水平；融资性净现金流 113.976 亿元，同比增加 172.90%，主要系偿还债务支付的现金同比减少所致。

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

煤价维持低位，煤电盈利仍有进一步改善空间。2023 年以来，国内煤炭供应保持高位水平，进口煤供应量同比大幅增长，非电用煤需求不及预期，库存处于历史高位水平，煤炭供需关系从紧平衡向宽松转变，煤炭价格波动下行。当前，国内港口及电厂电煤库维持在较高水平，现货煤和进口煤价格均处于低位，有助于公司煤电盈利进一步提升。

新能源建设持续推进，项目资源储备较为充足。2023H1，公司新增新能源装机 173.32 万千瓦，其中风电 21.36 万千瓦，光伏 151.96 万千瓦，截至 2023H1，公司风电、光伏新能源累计投运装机容量为 1232.26 万千瓦，其中风电、光伏分别为 767.29、464.97 万千瓦。在建项目方面，截至 2023 年 6 月，公司新能源在建项目容量为 620.01 万千瓦，其中风电在建项目 102.63 万千瓦，主要分布在浙江、

云南、江西等区域，光伏在建项目 517.38 万千瓦，主要分布在新疆、天津、浙江等区域。此外，公司持续拓展新能源项目资源，截至 2023 年 6 月，公司累计获取新能源资源量 1500.95 万千瓦，完成核准或备案新能源容量 1175.16 万千瓦，其中风电 200.63 万千瓦，光伏 974.54 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。

大渡河流域来水改善，水电盈利有望提升。2023 年以来，西南地区降水量偏少，大渡 5、6 月降水及天然来水同比大幅减少，其中 5 月同比减少四成，6 月同比减少超过六成，受此影响，公司上半年水电发电量同比下降，水电发电量 185.31 亿千瓦时（-20.12），上网电量 183.5 亿千瓦时（-20.20%）。三季度以来，西南地区降水显著增加，大渡河流域来水情况大幅改善，预计下半年公司水电发电量有望大幅增长，盈利有望迎来增长。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 72.33/88.24/102.11 亿元，分别同比增长 156.1%/22.0%/15.7%；EPS 分别为 0.41/0.49/0.57 元，当前股价对应 PE 为 8.7/7.1/6.1x。给予 2023 年公司 10-11 倍 PE，对应合理市值为 723-796 亿元，对应 4.06-4.46 元/股合理价值，较当前股价有 16%-27%的溢价。维持“买入”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	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)		
600011.SH	华能国际	8.15	1,279	-0.47	0.80	0.90	1.04	-17.3	10.2	9.1	7.8	-6.8%	买入	
600021.SH	上海电力	9.18	259	0.11	0.75	1.08	1.29	83.5	12.2	8.5	7.1	1.5%	买入	
600483.SH	福能股份	8.24	209	1.02	1.03	1.17	1.23	8.1	8.0	7.0	6.7	13.0%	买入	

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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11765	20968	14053	15732	16872	营业收入	168185	192681	189263	198646	212529
应收款项	23271	22809	22405	24839	25631	营业成本	155992	166699	157516	161602	171332
存货净额	7254	6096	6407	6674	6740	营业税金及附加	2313	2363	2321	2437	2607
其他流动资产	10428	8732	8874	10211	10173	销售费用	44	31	30	32	34
流动资产合计	52719	58617	51752	57469	59429	管理费用	1744	1753	1900	1970	2074
固定资产	312339	321153	363247	403835	453808	研发费用	497	602	591	620	664
无形资产及其他	9395	9695	9210	8726	8241	财务费用	7936	7551	6855	8065	8525
投资性房地产	9855	10466	10466	10466	10466	投资收益	3256	1400	1500	1550	1595
长期股权投资	13601	12921	13221	13521	13821	资产减值及公允价值变动	(1842)	(3646)	(3746)	(3746)	(3746)
资产总计	397909	412852	447895	494016	545764	其他收入	(3155)	259	(591)	(620)	(664)
短期借款及交易性金融负债	65866	67529	70776	66280	78840	营业利润	(1583)	12296	17804	21725	25143
应付款项	28924	32073	30943	31272	33116	营业外净收支	60	(2045)	25	25	25
其他流动负债	30441	20262	19551	19766	20934	利润总额	(1523)	10251	17829	21750	25168
流动负债合计	125231	119864	121270	117318	132890	所得税费用	1895	3384	3566	4350	5034
长期借款及应付债券	140445	157268	187268	217268	252268	少数股东损益	(1572)	4042	7030	8576	9923
其他长期负债	21060	25448	24807	26671	28542	归属于母公司净利润	(1845)	2825	7233	8824	10211
长期负债合计	161505	182716	212075	243940	280810	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	286736	302580	333345	361258	413700	净利润	(1845)	2825	7233	8824	10211
少数股东权益	65370	65211	67320	82880	79122	资产减值准备	234	1804	1282	30	221
股东权益	45802	45061	47231	49878	52941	折旧摊销	17598	17848	14136	16780	17968
负债和股东权益总计	397909	412852	447895	494016	545764	公允价值变动损失	1842	3646	3746	3746	3746
						财务费用	7936	7551	6855	8065	8525
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	8351	1868	(1250)	(1599)	4283
每股收益	(0.10)	0.16	0.41	0.49	0.57	其它	(13433)	(14942)	827	15530	(3978)
每股红利	0.76	0.67	0.28	0.35	0.40	经营活动现金流	12746	13049	25975	43312	32451
每股净资产	2.57	2.53	2.65	2.80	2.97	资本开支	0	(24507)	(60773)	(60660)	(71423)
ROIC	-0.07%	2.99%	5%	5%	5%	其它投资现金流	28	(13)	0	0	0
ROE	-4.03%	6.3%	15.3%	17.7%	19.3%	投资活动现金流	6740	(23840)	(61073)	(60960)	(71723)
毛利率	7%	13%	17%	19%	19%	权益性融资	(1)	1380	0	0	0
EBIT Margin	5%	11%	14%	16%	17%	负债净变化	14818	17621	30000	30000	35000
EBITDA Margin	15%	20%	22%	25%	25%	支付股利、利息	(13644)	(12006)	(5063)	(6177)	(7148)
收入增长	44%	15%	-2%	5%	7%	其它融资现金流	(19496)	7384	3247	(4496)	12560
净利润增长率	-170%	-253%	156%	22%	16%	融资活动现金流	(17149)	19993	28184	19327	40412
资产负债率	88%	89%	89%	90%	90%	现金净变动	2338	9203	(6914)	1679	1140
股息率	21.8%	19.2%	8.1%	9.9%	11.4%	货币资金的期初余额	9427	11765	20968	14053	15732
P/E	(33.9)	22.2	8.7	7.1	6.1	货币资金的期末余额	11765	20968	14053	15732	16872
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	企业自由现金流	0	9430	(26363)	(19890)	(20517)
EV/EBITDA	13.9	9.3	9.6	8.7	8.9	权益自由现金流	0	34435	1400	(838)	20223

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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