

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

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩同比表现亮眼，优化资产行稳致远

2024年4月27日

事件: 2024年4月26日晚，国电电力发布2024年一季度报。2024年一季度公司实现营业收入455.55亿元，同比-0.13%；实现归母净利润17.85亿元，同比+88.62%；扣非后净利润17.36亿元，同比+89.80%。经营活动现金流量净额72.75亿元，同比-5.25%；基本每股收益0.100元/股，同比增加88.68%。其中，归母净利润发生变动的主要原因包括：1.对合联营企业的投资收益较上年同期增加；2.保德神东发电有限责任公司于2024年一季度破产移交管理人，不再纳入公司合并报表范围，影响归属于上市公司股东的净利润增加1.99亿元。

点评:

- **整体经营情况: 上网电量稳中有增，平均电价略有降低，新能源装机电量持续增长。** 电量方面，受益于全国用电量增速水平维持高位，2023年一季度公司上网电量实现1006.90亿千瓦时，同比+5.02%，环比-7.00%。其中，火电上网电量860.23亿千瓦时，同比+4.24%，环比-1.92%；水电上网电量77.28亿千瓦时，同比-3.22%，环比-44.51%；风电上网电量51.38亿千瓦时，同比+11.66%，环比+5.92%；光伏上网电量18.01亿千瓦时，同比+136.26%，环比+1.41%。火电和绿电电量同比实现稳中有增。**电价方面**，受全国多地电价下行影响，公司Q1电价略有降低。2024年一季度公司实现平均上网电价455.58元/千千瓦时，同比-1.62%，环比+4.41%。**装机方面**，截至2024年3月31日，公司合并报表口径控股装机容量为10599.48万千瓦，其中：火电7257.40万千瓦，相比2023年末减少22万千瓦；水电1495.06万千瓦；风电929.33万千瓦；光伏917.69万千瓦，相比2023年末增加63.51万千瓦。
- **装机成长预期: 我们预计公司火电开工投产稳健成长，水电未来两年进入投产高潮，风光有望持续高增。** 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，预计开工火电项目将于2024-2025年逐步投产。**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，预计近两年公司有望迎来水电装机投产高峰。**风光方面**，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。
- **察哈素煤矿处置进展:** 为降低察哈素煤矿复产时间不确定性对公司的影响，公司拟向控股股东全资子公司西部能源公司非公开转让国电建投50%股权，对应权益评估价值为67.39亿元，且拟定为本次交易价格。如相关交易达成，我们预计交易价款将会对公司归母净利润层面增厚约40亿元左右的一次性收益。
- **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, 煤炭供给保障较强, 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。由于察哈素煤矿自 2023 年停产后未能复产, 公司拟转让国电建投 50% 股权, 我们调整了公司 2024-2026 年归母净利润的预测分别为 70.90/80.77/94.20 亿元 (注: 盈利预测不含出售察哈素煤矿的一次性收益); 对应增速分别为 26.4%/13.9%/16.6%, 对应 2024 年 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 12.53/11.00/9.43 倍, 维持公司“买入”评级。

- **风险因素:** 煤炭长协价格大幅上调或长协履约情况不及预期; 电力市场化改革推进不及预期, 年度交易电价超预期下行; 新能源项目建设不及预期; 非公开转让事项推进不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	194,674	180,999	193,785	217,757	224,627
同比(%)	15.6%	-7.0%	7.1%	12.4%	3.2%
归属母公司净利润 (百万元)	2,821	5,609	7,090	8,077	9,420
同比(%)	262.8%	98.8%	26.4%	13.9%	16.6%
毛利率(%)	13.4%	14.6%	16.4%	16.6%	17.9%
ROE(%)	6.2%	11.5%	12.6%	12.6%	12.8%
EPS (摊薄) (元)	0.16	0.31	0.40	0.45	0.53
P/E	31.48	15.84	12.53	11.00	9.43
P/B	1.97	1.82	1.58	1.38	1.21
EV/EBITDA	7.03	7.96	6.35	5.92	5.49

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测。注: 截至 2024 年 4 月 26 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	63,757	72,604	84,933
货币资金	21,638	19,166	21,136	25,722	36,244
应收票据	395	1,406	1,505	1,692	1,745
应收账款	21,580	22,045	22,867	25,452	26,707
预付账款	4,761	3,327	3,944	4,369	4,380
存货	6,134	4,976	6,210	6,471	6,531
其他	6,268	7,764	8,094	8,898	9,327
非流动资产	354,143	399,215	430,430	465,545	493,696
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	283,209	302,928	325,599
无形资产	9,697	10,122	10,574	10,933	11,362
其他	71,791	103,281	121,643	136,679	141,730
资产总计	414,919	457,899	494,187	538,149	578,629
流动负债	121,762	143,020	146,395	158,275	165,967
短期借款	43,050	48,944	55,241	61,537	67,833
应付票据	9,138	6,236	7,554	8,546	8,246
应付账款	24,003	25,974	24,308	27,873	29,012
其他	45,571	61,866	59,291	60,319	60,876
非流动负债	182,736	195,453	213,001	227,167	239,629
长期借款	149,640	175,138	189,411	202,257	213,818
其他	33,095	20,315	23,590	24,911	25,811
负债合计	304,498	338,473	359,395	385,443	405,595
少数股东权益	65,258	70,664	78,633	88,470	99,378
归属母公司股东权益	45,163	48,762	56,159	64,236	73,655
负债和股东权益	414,919	457,899	494,187	538,149	578,629

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	193,785	217,757	224,627
同比(%)	15.6%	-7.0%	7.1%	12.4%	3.2%
归属母公司净利润	2,821	5,609	7,090	8,077	9,420
同比(%)	262.8%	98.8%	26.4%	13.9%	16.6%
毛利率(%)	13.4%	14.6%	16.4%	16.6%	17.9%
ROE%	6.2%	11.5%	12.6%	12.6%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.16	0.31	0.40	0.45	0.53
P/E	31.48	15.84	12.53	11.00	9.43
P/B	1.97	1.82	1.58	1.38	1.21
EV/EBITDA	7.03	7.96	6.35	5.92	5.49

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	193,785	217,757	224,627
营业成本	168,609	154,540	161,934	181,564	184,512
营业税金及附加	2,367	1,870	1,938	2,178	2,246
销售费用	34	32	39	40	42
管理费用	1,808	2,025	1,991	2,232	2,374
研发费用	738	741	700	834	864
财务费用	7,550	6,711	8,837	9,606	10,312
减值损失合计	-3,646	-1,542	-1,526	-1,026	-1,026
投资净收益	1,441	1,585	1,387	1,486	1,436
其他	878	165	878	908	923
营业利润	12,238	15,289	19,085	22,671	25,610
营业外收支	-2,045	381	-24	5	121
利润总额	10,194	15,670	19,061	22,676	25,731
所得税	3,366	3,698	4,003	4,762	5,404
净利润	6,828	11,972	15,058	17,914	20,328
少数股东损益	4,006	6,364	7,968	9,838	10,908
归属母公司净利润	2,821	5,609	7,090	8,077	9,420
EBITDA	39,905	40,521	55,366	62,065	68,408
EPS(当年)(元)	0.15	0.31	0.40	0.45	0.53

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	50,498	58,093	61,999
净利润	6,828	11,972	15,058	17,914	20,328
折旧摊销	18,299	18,730	27,468	29,783	32,365
财务费用	7,635	6,791	8,992	9,755	10,465
投资损失	-1,441	-1,585	-1,387	-1,486	-1,436
营运资金变动	2,772	4,798	-961	1,323	-412
其它	3,646	1,878	1,328	803	690
投资活动现金流	-37,387	-46,860	-58,283	-64,215	-59,769
资本支出	-35,181	-49,609	-60,565	-65,594	-61,084
长期投资	-2,787	2,328	-70	-14	-29
其他	581	421	2,352	1,393	1,343
筹资活动现金流	4,153	4,929	9,765	10,708	8,292
吸收投资	1,380	1,761	41	0	0
借款	206,650	189,953	20,569	19,142	17,857
支付利息或股息	-12,006	-14,548	-8,992	-9,755	-10,465
现金流净增加额	4,515	654	1,970	4,586	10,522

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，中国注册会计师协会会员，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工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，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，从事煤炭行业研究。

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硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。