仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

公用事业

2026 年 06 月 25 日

国电电力 (600795)

—— 火电稳健水电稀缺 高分红保障股息

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：	2026 年 06 月 24 日
收盘价（元）	4.71
一年内最高/最低（元）	6.04/4.50
市净率	1.4
股息率%（分红/股价）	4.46
流通 A 股市值（百万元）	84,006
上证指数/深证成指	4,110.81/16,051.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	3.42
资产负债率%	73.01
总股本/流通 A 股(百万)	17,836/17,836
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

常洪雨 A0230125070007
changhy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **多元均衡装机，抗风险能力行业领先：**公司是国家能源集团控股的核心电力上市公司，同时也是集团常规能源发电业务的核心整合平台。作为全国性综合能源供应商，国电电力核心业务为电力、热力的生产与销售，产业布局覆盖火电、水电、风电、光伏发电等领域，分布在全国 30 个省、市、自治区。公司装机结构均衡，电源布局多元。截至 2025 年末，公司控股装机占比，煤机、燃机、水电、风电、光伏分别为 63%、2%、12%、8%和 15%。后续待大渡河水电项目逐步投产，多元化的装机将进一步夯实盈利稳定性，有效对冲单一电源波动风险，盈利抗周期性显著优于同行。

- **成本和容量支撑火电稳定盈利，现货电价现拐点：**依靠国家能源集团的强大后盾及自身精细化运营，在煤炭成本上具备稳定价格和稳定供应的优势。一方面，其煤炭供应保障扎实且成本可控，因长协煤中大多来自集团内部，2024 年、2025 年长协煤占比更是分别达到 94%、97.73%，这使得入炉标煤单价稳定性更强。同时还借助 “煤电路港航” 一体化产业协同优势，通过精细配煤掺烧等精细化管理手段优化采购结构与煤种，进一步压缩煤炭成本，持续巩固自身的成本优势。容量电价的提升，推动盈利结构向“电量+容量+辅助服务”转型，有效对冲煤价、电价波动，确保火电板块盈利稳中有增。同时从江苏月度交易电价看，集中交易电价逐步抬升，市场化机制实现燃料成本、供需变化自上而下顺畅传导。

- **水电成长稀缺且确定，进一步增厚盈利：**国能大渡河作为核心增长引擎，大渡河在建待投产装机达 272 万千瓦，投产后有望推动水电装机规模提升 18%。其中双江口年调节电站投产后，预计带动下游梯级电站增发，有助于枯水期发电量提升，进一步优化盈利结构稳定性。叠加集团未上市水电资产注入预期，长期成长确定性强，为稳增长再添保障。在 2026 年双碳深化与宁德时代入股大渡河的双重催化下，国电电力凭借大渡河流域稀缺水电资源、梯级调度优势及水储协同新模式，凸显出不可复制的绿色资产价值。

- **高分红承诺+市值管理，股息吸引力凸显，安全垫充足：**公司明确 2025-2027 年高分红承诺，年度现金分红不低于归母净利润 60%，每股派发现金红利不低于 0.22 元人民币（含税）。以 26 年 6 月 24 日收盘价和 2025 年每股分红计算股息率达 5.12%，分红确定性强，为股东提供稳定回报。同时通过剥离低效亏损资产、回购注销股份等市值管理动作，持续提升资产质量与股东回报水平，叠加集团资产注入预期，估值安全垫充足，适配稳健型投资需求。

- **盈利预测与评级：**我们维持公司的盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 67.96/75.51/83.93 亿元人民币，对应增速分别-5.1%/11.1%/11.2%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 12、11 和 10 倍。公司资产优质，储备丰富，是国家能源集团控股的核心电力上市公司，考虑到公司水电资产稀缺，公司明确 25-27 年高分红承诺，分红构建公司估值的安全垫，维持“买入”评级。

- 风险提示：能源价格波动、来水与投产不及预期、资产注入节奏不及预期、电力需求疲软等。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	170,244	39,169	178,846	186,264	193,294
同比增长率（%）	-5.0	-1.6	5.1	4.1	3.8
归母净利润(百万元)	7,161	1,398	6,796	7,551	8,393
同比增长率（%）	-27.2	-22.8	-5.1	11.1	11.2
每股收益（元/股）	0.40	0.08	0.38	0.42	0.47
毛利率（%）	15.5	12.3	16.3	16.2	17.0
ROE（%）	12.0	2.3	11.1	11.6	12.2
市盈率	12		12	11	10

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 67.96/75.51/83.93 亿元人民币，对应增速分别-5.1%/11.1%/11.2%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 12、11 和 10 倍。公司电力资产优质，考虑到公司水电资产稀缺，公司明确 2025-2027 年高分红承诺，构建公司估值的安全垫，维持“买入”评级。

关键假设点

由于 2026 年长协电价的下降，预计公司 2026-2028 年火电电价分别下降 0.03、0.01、0.00 元/千瓦时，煤炭成本 2026-2028 年同比分别变化 0%，1%，1%。

有别于大众的认识

市场仅关注水电新增装机，没有充分考虑双江口“龙头水库”的梯级补偿价值：双江口并非单一电站增量，其调节库容可大幅提升下游梯级枯水期发电量，优化流域电价结构，效益远超单一电站投产。

认为火电业务受煤价波动拖累，却未重视容量电价+长协煤的双重护城河，以及电力市场逐步实现煤电联动、现货长协联动的趋势：容量电价逐步覆盖火电固定成本，叠加集团的低成本煤炭供应，火电盈利稳定性已显著提升。同时在电力市场化交易机制下，煤价涨跌顺畅传导至中长期交易电价，现货实时价格也在影响月度集中报价中枢。现货价格成为中长期电价的风向标，市场化机制实现燃料成本、供需变化自上而下顺畅传导。

将资产整合视为短期催化，低估集团资产注入的持续性与规模：除大渡河后续资产外，玛尔挡、旭龙等未上市水电资产注入具备强确定性，长期装机成长弹性充足。

聚焦短期业绩波动，忽视高分红承诺的估值重塑作用：公司 60%分红比例+每股保底派息承诺。在公用事业板块具备稀缺性，高分红属性将持续吸引长期资金。

市场尚未理解到水电对于双碳的稀缺价值。2026 年双碳目标深化背景下，绿电需求与调峰价值持续凸显，国电电力手握大渡河流域优质水电核心资产。而宁德时代入股大渡河丹巴水电站并落地“水储协同”模式，不仅通过储能技术提升水电消纳效率与电价弹性，更以股权绑定锁定长期绿电需求，双碳的稀缺价值愈发突出。

股价表现的催化剂

水电业务增量落地：双江口水电站全容量投产、大渡河梯级增发电量兑现等。

资产整合进展超预期：集团未上市水电资产（玛尔挡、旭龙等）注入方案推进。

火电盈利改善：现货电价、月度电价超预期提升，或煤炭价格持续下行增厚利润。

分红与市值管理强化：中期分红落地、年度分红比例超承诺，或重启股份回购计划。

核心假设风险

能源价格波动风险：煤炭价格超预期上涨挤压火电盈利空间。

来水与投产不及预期：流域来水偏枯导致发电量下滑，双江口等投产进度延迟。

资产注入节奏风险：集团未上市水电资产注入涉及的审批、交割环节推进缓慢。

电力需求疲软风险：宏观经济复苏不及预期，下游用电需求下滑等。

目录

1. 国家能源集团控股，多类机组均衡发展 6

1.1 公司是国家能源集团旗下全国性电力公司 6
1.2 公司业绩稳步增长 7

2. 火电：高质量机组+高成本优势，煤电盈利稳定..... 10

2.1 多轮资产整合不断提升资产质量..... 10
2.2 优质资产整合，机组质量提升 11
2.3 区域布局锚定负荷中心和资源富集区..... 13
2.4 集团供应长协煤，稳定煤电盈利..... 14
2.5 容量电价有稳定保障，现货电价触底回升 15

3. 水电：依托大渡河，水电资产成长潜力凸显 17

3.1 大渡河开发潜力大，稀缺的增长水电资产 17
3.2 双江口投产预计对大渡河增发效益显著 19
3.3 集团大规模水电资产潜能大..... 21

4. 重视市值管理，高确定性分红筑牢安全边际 22

4.1 保底分红和高分红比例提升股东回报..... 22
4.2 聚焦主业，积极市值管理 23

5. 盈利预测 23

6. 风险提示 25

图表目录

图 1：国电电力股权机构（截至 2026 年一季报）.....6
图 2：国电电力与同业的装机结构对比（截至 2025 年末）.....6
图 3：公司历年控股装机规模（万千瓦）.....6
图 4：国电电力不同电源上网电量（亿千瓦时，%）.....7
图 5：公司营业收入及增速.....8
图 6：公司营业收入结构（截至 2025 年年报）.....8
图 7：公司归母净利润及增速.....8
图 8：公司归母净利润结构（截至 2025 年年报）.....8
图 9：公司资产负债率和有息资产负债率（%）.....9
图 10：公司经营、投资现金流及净利润（亿元）.....9
图 11：公司分红金额及分红比例（亿元，%）.....9
图 12：国电电力历年装机规模和资产置入过程（万千瓦）.....10
图 13：截至 2025 年年末公司煤电机组的大机组占比.....11
图 14：公司供电煤耗趋势（克/千瓦时）.....12
图 15：公司利用小时与全国平均对比（小时）.....12
图 16：公司煤电上网电量地区分布.....13
图 17：公司历年平均电价.....14
图 18：公司历年火电电价（元/兆瓦时）.....14
图 19：秦皇岛动力煤价格（元/吨）.....14
图 20：重点电厂库存（单位：万吨）.....14
图 21：公司历年平均入炉标煤单价.....15
图 22：江苏月度集中交易电价与煤炭价格的对比.....16
图 23：江苏月度集中交易电价（元/兆瓦时）.....16
图 24：国能大渡河营业收入及同比(亿元，%).....17
图 25：国能大渡河归母净利润及同比(亿元，%).....17
图 26：国能大渡河开发计划.....18
图 27：公司历年分红比例及股息率（%）.....22

表：公司剥离的资产情况.....

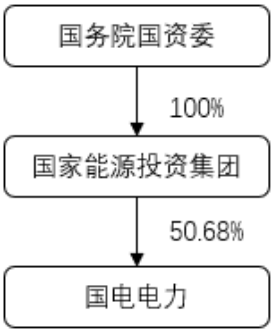
表 2：各省级电网容量电价调整情况表 15
表 3：国能大渡河装机情况（截至 2026 年 6 月） 17
表 4：国能大渡河在建情况（截至 2026 年 6 月） 18
表 5：国能大渡河拟建情况（截至 2026 年 6 月） 18
表 6：有无双江口水电站补偿下下游梯级各月发电情况 19
表 7：有无双江口水电站补偿下大渡河梯级电量结构（%） 20
表 8：双江口水电站对大渡河梯级发电补偿效益 20
表 9：国家能源集团旗下电力相关上市公司定位和资产 21
表 10：集团主要未上市的水电站规模 22
表 11：公司回购情况 23
表 12：公司盈利预测主要假设 24
表 13：公司主营收入拆分 24
表 14：可比公司分红承诺及股息率（截至 2026 年 6 月 24 日股价） 25
表 15：可比公司估值表（截至 2026 年 6 月 24 日股价） 25

1. 国家能源集团控股，多类机组均衡发展

1.1 公司是国家能源集团旗下全国性电力公司

公司是国家能源集团控股的核心电力上市公司，同时也是集团常规能源发电业务的核心整合平台。公司前身为 1992 年成立的大连东北热电发展股份有限公司；1997 年于上交所挂牌上市，2000 年被国家电力公司重组并更名为国电电力；2002 年国家电力体制改革后，控股股东变更为中国国电集团；2017 年国电重组，纳入国家能源集团体系。作为全国性综合能源供应商，国电电力核心业务为电力、热力的生产与销售，产业布局覆盖火电、水电、风电、光伏发电等领域，分布在全国 30 个省、市、自治区。截至 2026 年一季报，国家能源集团持股占比 50.68%，公司实控人为国务院国资委。

图 1：国电电力股权机构（截至 2026 年一季报）

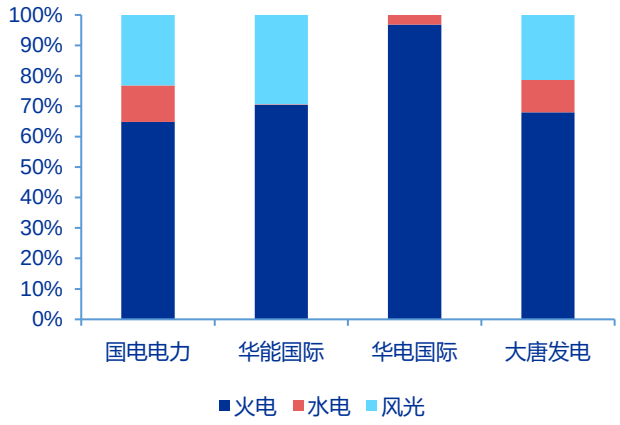


资料来源：iFinD，申万宏源研究

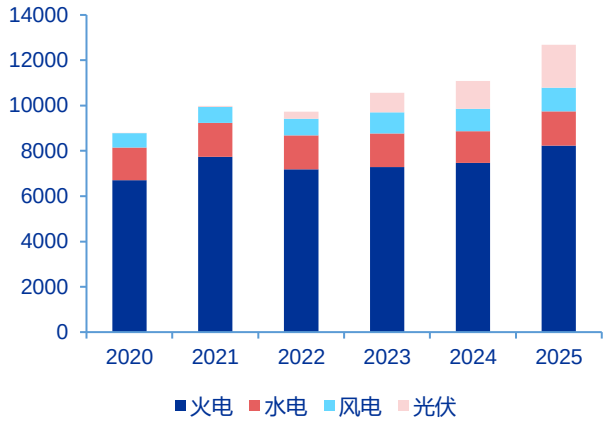
公司装机结构均衡，电源布局多元。截至 2025 年末，公司控股装机容量 12678.86 万千瓦，其中火电 8227.30 万千瓦，水电 1513.06 万千瓦，风电 1049.52 万千瓦，太阳能光伏 1888.98 万千瓦。国电电力构建了火电为基、水电为稳、水风光储一体化的均衡装机体系。公司截至 2025 年控股装机占比，煤机、燃机、水电、风电、光伏分别为 63%、2%、12%、8%和 15%，权益装机火电、燃机占比为 49%、2%，水电占比 16%，风电和光伏占比 13%、21%。在其电源矩阵中，火电作为核心发电板块筑牢能源保供基本盘，而规模大、稳定性强的水电资产则成为显著差异化标签，为公司业绩提供了极强的 “压舱石” 作用。同时，风电、光伏发电等新能源业务稳步拓展，进一步优化电源结构，形成了多元互补、抗风险能力突出的装机格局。作为业务遍及全国 30 个省、自治区、直辖市的全国性电力公司，国电电力凭借这份均衡且多元的装机结构，保障了盈利的稳定性。

图 2：国电电力与同业的装机结构对比（截至 2025 年末）

图 3：公司历年控股装机规模（万千瓦）



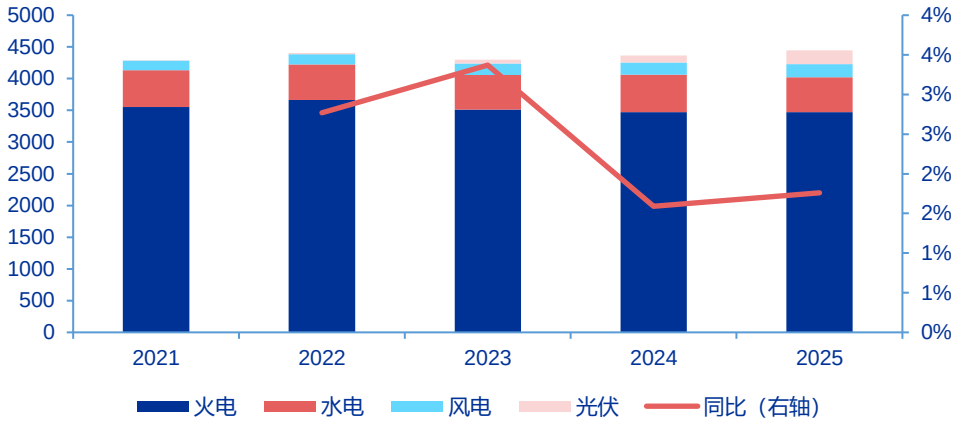
资料来源：各公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司上网电量稳步增长、新能源发电增幅显著、电源结构持续优化。2025 年公司整体发电量表现稳健，2025 年公司合并报表口径完成发电量 4674.65 亿千瓦时，上网电量 4443.84 亿千瓦时，较上年同期分别增长 1.74%和 1.76%。分类型来看，这一年火电上网电量 3474 亿千瓦时，同比略有上升。而清洁电源表现亮眼，风电同比增长 5.97%，光伏更是迎来爆发式增长，同比增幅高达 94.50%，成为电量增长的重要助力。25 年水电受来水影响，电量同比下滑，火电保持稳定，风电和光伏依旧保持高增长态势，光伏有力拉动了整体电量的增长，展现出多元电源结构下电量的调整弹性。

图 4：国电电力不同电源上网电量（亿千瓦时，%）



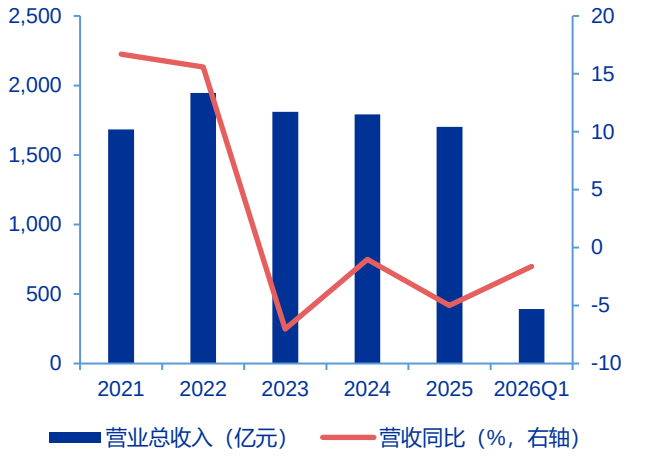
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 公司业绩稳步增长

公司以火电业务为营收核心支柱。公司 2025 年实现营业收入 1702.44 亿元，同比下降 4.99%。营收微降主要是 2025 年受整体上网电价下行、火电利用小时数回落及水电来水不佳影响，尽管新能源业务有所增长，但未能对冲主业收入下滑，营收同比下降。2026 年一季度公司实现营业收入 391.69 亿元，同比下降 1.62%。2026 年一季度电力发电量有所提升，但电价降幅更为明显，叠加部分新能源出力偏弱，最终营收依旧小幅下滑。截至

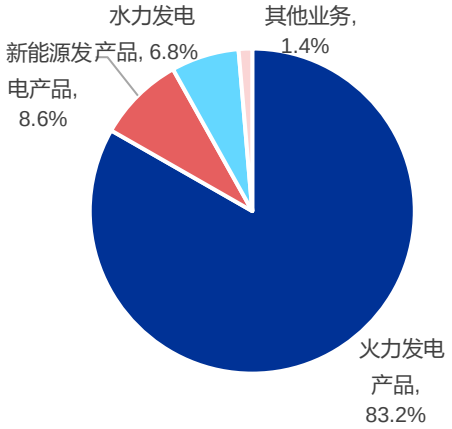
2025 年年报，国电电力营收以火力发电为主（占 83.2%），新能源发电、水力发电及其他分别占 8.6%、6.8%、1.4%，火电仍是公司收入的主要来源。

图 5：公司营业收入及增速



资料来源：iFinD，聚源数据，申万宏源研究

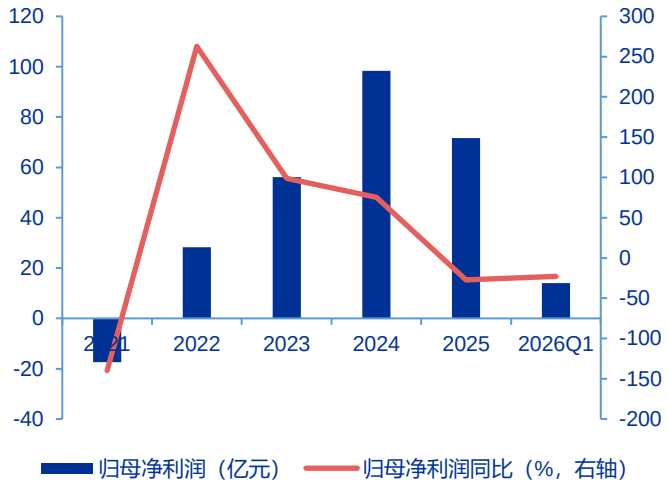
图 6：公司营业收入结构（截至 2025 年年报）



资料来源：iFinD，申万宏源研究

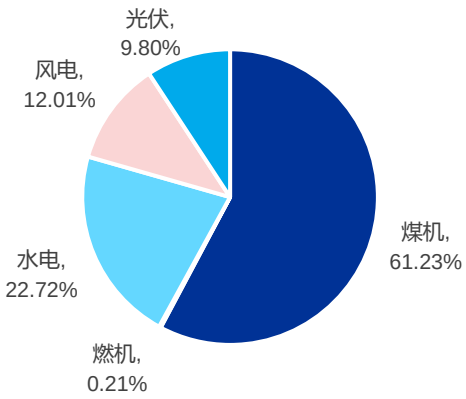
公司 2024 年由于转让国电建投内蒙古能源有限公司 50% 股权带来的高额投资收益使得归母净利润实现大幅增长，2025 年受上年同期高基数影响同比下滑，且 2025 年长协电价有所下降的经营端因素叠加，拉低当期归母利润。2026 年一季度全网电价持续下行挤压火电盈利，叠加投资收益走弱，导致当期利润同比回落。2025 年公司归母净利润以煤机（61.23%）和水电（22.72%）为主，光伏（9.80%）、风电（12.01%）贡献补充。煤机是公司第一大利润贡献来源，利润结构分布较为均衡。

图 7：公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，聚源数据，申万宏源研究

图 8：公司归母净利润结构（截至 2025 年年报）



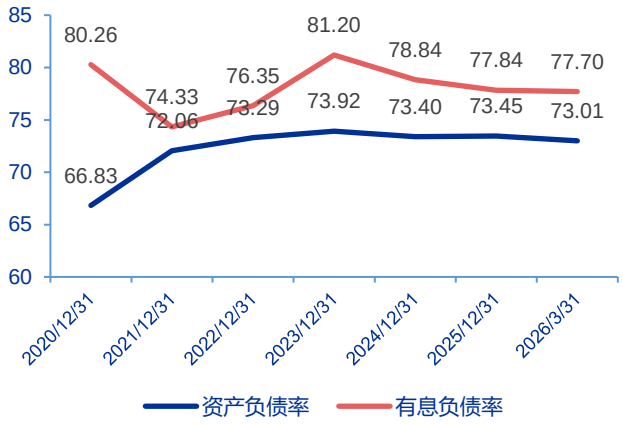
资料来源：公司公告，申万宏源研究

国电电力的资产负债率整体呈稳步小幅上升后趋稳的态势。公司资产负债率从 2020 年末的 67%升至 2025 年末的 73%。公司有息负债率波动调整，从 2020 年末的 80%起落至 2025 年末的 78%。整体来看，公司两类负债率虽有波动但未出现大幅异动，债务压力处于相对可控且趋于平稳的状态。现金流方面，公司经营活动现金流表现强劲，投资活动现金流持续为净流出。2020-2025 年，经营活动现金流净额呈波动增长态势，2025 年有小幅下降，但整体经营现金余额非常充沛，核心业务现金创造能力整体增强。投资活动现金流

仅供内部参考，请勿外传！

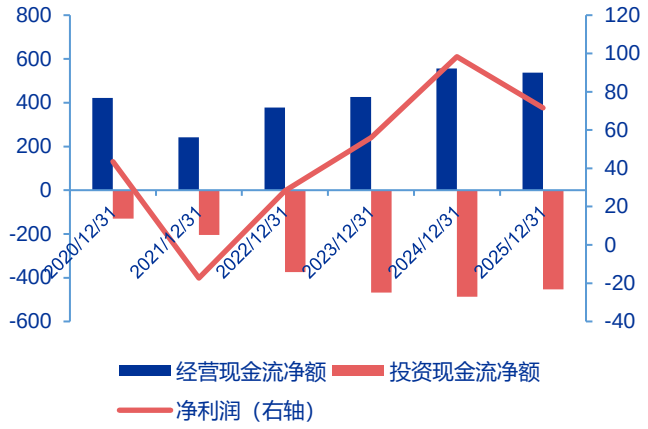
净额则持续为负且规模波动扩大。2020-2024 年投资现金净流出逐步从 121.88 亿元增长到 487.45 亿元，主要系新能源等项目的持续投入所致。2025 年较 2024 年投资现金净流出略有下降。整体来看，公司经营端现金流的稳定支撑，匹配了投资端的长期项目支出，现金流结构与能源业务的扩张及转型节奏相契合。

图 9：公司资产负债率和有息资产负债率（%）



资料来源：iFinD，申万宏源研究

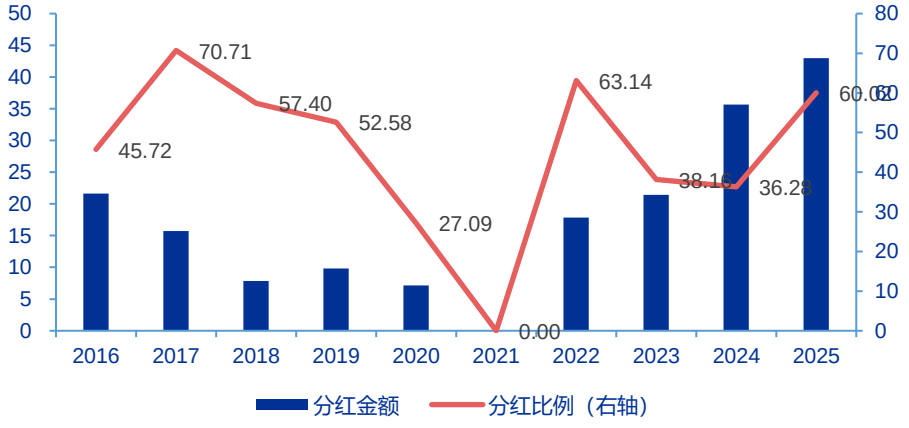
图 10：公司经营、投资现金流及净利润（亿元）



资料来源：iFinD，聚源数据，申万宏源研究

公司 2025 年高比例分红，2025-2027 三年分红规划构建估值安全垫。2025 年公司实施中期与年度两次分红，公司 2025 年半年度每股派发现金红利 0.10 元（含税），2025 年年末每股派发现金红利 0.141 元（含税），全年累计派发现金红利 42.98 亿元，分红比例达 60.02%。公司在 2025 年也发布 2025 - 2027 年现金分红规划，每年以现金方式分配的利润原则上不低于当年实现的归属于上市公司股东净利润的百分之六十，且每股派发现金红利不低于 0.22 元人民币（含税）。一方面设置高分红规划，另一方面分红频率提高，体现公司重视股东权益。

图 11：公司分红金额及分红比例（亿元，%）



资料来源：iFinD，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

2. 火电：高质量机组+高成本优势，煤电盈利稳定

2.1 多轮资产整合不断提升资产质量

国电电力作为国家能源集团旗下核心的常规能源整合平台，其资产置入的历史沿革可追溯至 2010 年，历经多轮集团层面的资产整合与跨主体资产置换，实现了装机规模的大幅扩张与区域布局的完善。

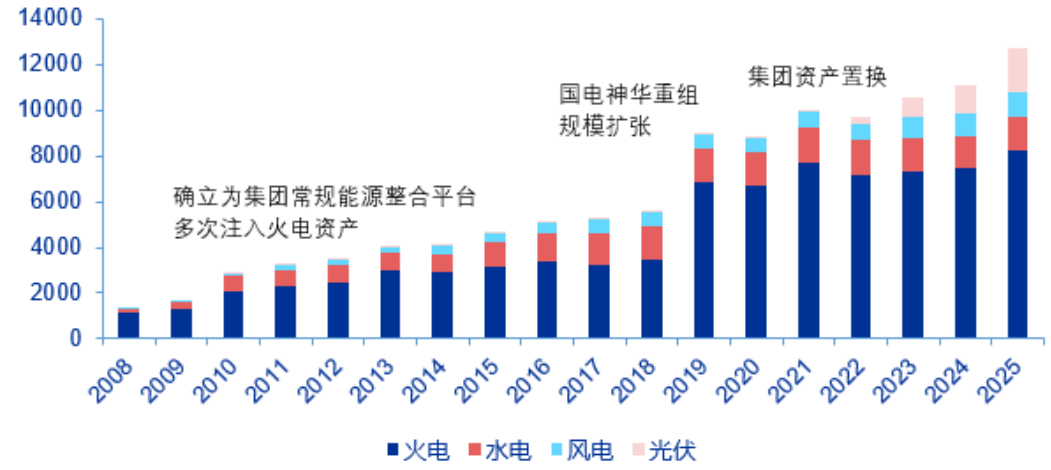
早期资产注入（2010-2016 年）：2010 年国电电力被确立为集团常规能源整合平台，母公司中国国电集团做出 “逐步注入火电及水电资产以解决同业竞争” 的承诺，此后分别于 2010 年、2013 年、2016 年分三轮向公司注入新疆、浙江、江苏等地的火电资产，为公司火电业务的规模化发展奠定了基础。

重组合资扩规模（2017-2019 年）：2017 年 8 月国资委宣布合并重组为国家能源集团，同日国电电力公告整合火电资产组建合资公司；2019 年 1 月合资公司北京国电电力正式成立，国电电力控股 57%。17 家企业划归北京国电电力，这使得国电电力控股火电装机容量增加了 3053 万千瓦，较 2018 年底 3491 万千瓦的火电装机规模扩大了 87%。通过此次重组实现了火电资产的跨主体整合与规模跃升。

核心区域资产置换（2021 年）：2021 年 8 月国电电力与国家能源集团开展资产置换，在置出河北银行及英力特集团股权的同时，置入集团所属山东、江西、福建、广东、海南、湖南等区域的常规能源发电资产，不仅有效填补了公司在华南、华东部分省份的发电资产空白，还进一步扩大了装机体量。

2025 年国电电力装机持续扩容。截至 2025 年末，公司控股装机容量 12678.86 万千瓦，其中火电 8227.30 万千瓦，占比 64.89%；水电 1513.06 万千瓦，占比 11.93%；风电 1049.52 万千瓦，占比 8.28%；太阳能光伏 1888.98 万千瓦，占比 14.90%,风电、光伏、水电等非化石能源控股装机合计 4451.56 万千瓦，占比 35.11%。且目前集团在川投运电源装机近 2000 万千瓦，其中水电占省调水电 1/4，煤电占全省统调的 1/2，年发电量占省调 1/3、四川全社会用电量 1/5；在建水电装机近 1000 万千瓦，新能源超 100 万千瓦。集团资产也为其后续规模增长提供有力支撑。

图 12：国电电力历年装机规模和资产置入过程（万千瓦）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国电电力通过多轮资产置出剥离低效不良资产，并历经系统性减值夯实资产质量，实现了火电资产质量与盈利能力的显著提升。 作为国家能源集团常规能源整合平台，公司在获取优质资产的同时，持续向集团置出非主业及西北地区低效火电资产。2020 年，公司剥离甘肃酒泉地区及新疆区域火电资产，控股装机容量减少 596 万千瓦，退出甘肃、新疆火电市场。2021 年，公司与集团开展大规模资产置换，置出河北银行、英力特集团等金融、化工类非发电主业资产，同步置入山东、江西、福建等 6 省优质常规能源发电资产，净增加公司控股装机容量 1564.72 万千瓦，增厚公司每股收益。2022 年，公司进一步向集团转让宁夏区域相关资产，剥离总装机 664 万千瓦的长期亏损火电资产，自此不再持有宁夏火电资产。通过系列资产置出，公司成功剥离了西北区域盈利薄弱的火电资产及非主业资产，聚焦核心发电业务。

表 1：公司剥离的资产情况

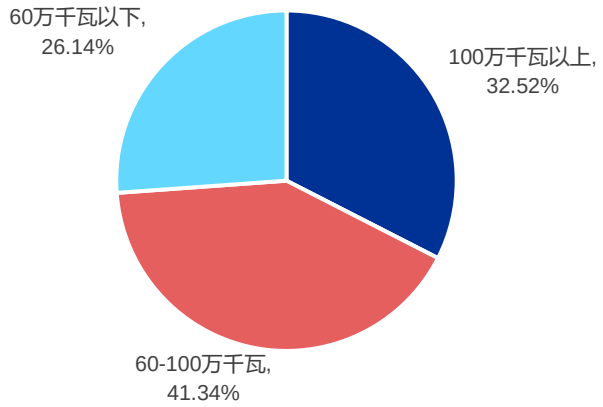
年份	剥离资产情况
2020 年	转让酒泉发电、酒泉热力（甘肃），及新疆红雁池、克拉玛依等多家煤电企业股权 / 资产
2021 年	1. 置出河北银行、英力特集团等非发电资产 2. 置入山东、江西等 6 省常规能源资产
2022 年	剥离 664 万千瓦长期亏损火电资产，退出宁夏火电

资料来源：公司公告、北极星电力网，申万宏源研究

2.2 优质资产整合，机组质量提升

国电电力历经多轮资产整合，持续剥离低效小机组、优化资产结构，最终形成了当前高比例大机组的火电资产格局。高参数、大容量机组占比处于较高水平，截至 2025 年年末，其 60 万千瓦及以上煤电机组共 79 台,占煤电装机容量的 73.86%，同比提高 2.36 个百分点；100 万千瓦及以上煤电机组 26 台,占煤电装机容量的 32.52%。这类大机组通常具备更高的发电效率、更低的能耗与污染物排放，为其持续稳定的盈利能力提供了有力支撑。

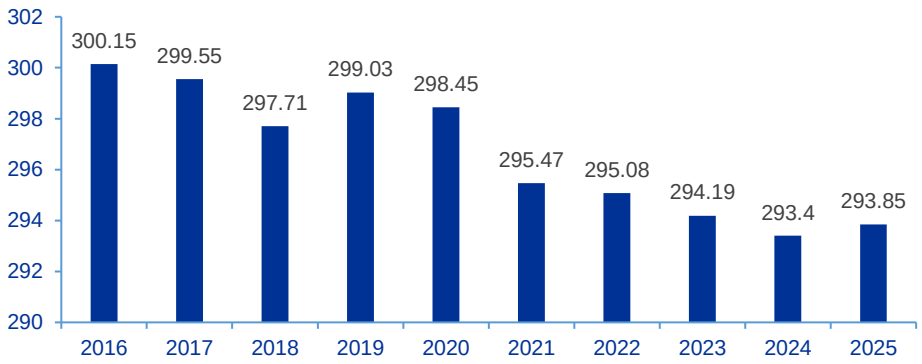
图 13：截至 2025 年年末公司煤电机组的大机组占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司的供电煤耗整体呈稳步下降的良好态势，是公司持续优化火电资产结构、推进机组节能改造的直接成果。2019-2022 年，公司处于大规模资产整合阶段，通过置出西北低效机组、置入优质火电资产，大机组占比持续提升。供电煤耗从 2019 年的 299.03 克 / 千瓦时逐步降至 2022 年的 295.08 克 / 千瓦时。2023 年公司推进煤电机组“三改联动”，挖掘节能潜力，供电煤耗进一步降至 294.19 克 / 千瓦时，同比下降 0.89 克 / 千瓦时。2024 年依托宽松的煤炭供需形势和持续的节能改造，供电煤耗同比再降 0.79 克 / 千瓦时至 293.40 克 / 千瓦时，低碳化转型成效显著。2025 年虽受启停调峰频率升高的影响，供电煤耗微升 0.45 克 / 千瓦时至 293.85 克 / 千瓦时，但回升幅度极小，且同期发电厂用电率同比下降，整体能源利用效率仍保持较高水平。

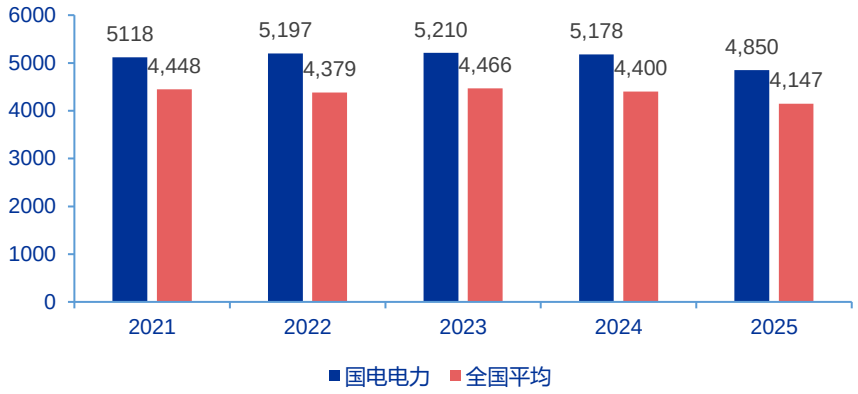
图 14：公司供电煤耗趋势（克/千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司煤电利用小时数显著优于同业。2025 年其煤电利用小时数 4850 小时，全国平均火电利用小时数为 4147 小时，公司的机组利用效率显著优于全国平均。2025 年公司的煤电利用小时数均同比有所下降，主要是新能源投产较多挤占煤电利用小时的空间。但公司的煤电利用小时一直在同类型公司中表现较好，虽同比有所下降，但显著优于同期全国平均，抗市场波动能力凸显。

图 15：公司利用小时与全国平均对比（小时）

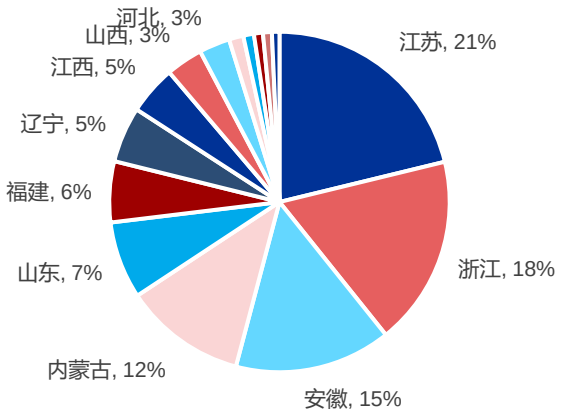


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

2.3 区域布局锚定负荷中心和资源富集区

国电电力经过多轮资产整合与结构优化，重点锚定高负荷中心与资源基地的地域布局体系，且呈现向高收益区域倾斜、协同新能源开发的鲜明特征。在核心负荷中心华东地区，公司装机集中于此，江浙皖三地 2025 年全年的火电发电量占比就达 54%，布局有北仑公司在建的 200 万千瓦超超临界二次再热机组、江苏镇江国能谏壁 2×100 万千瓦扩建机组等项目，精准匹配长三角等区域旺盛用电需求。在华北、西北等煤炭资源富集或能源外送节点区域，其火电布局侧重 “坑口电厂” 降本与保供，如山西大同在建 “上大压小” 机组等，同时已剥离新疆、甘肃、宁夏等地盈利薄弱的火电资产。建成后将进一步优化公司火电资产结构，补强核心区域电力保供能力，同时替代区域内老旧低效火电产能，进一步实现火电资产的提质升级。

图 16：公司煤电上网电量地区分布



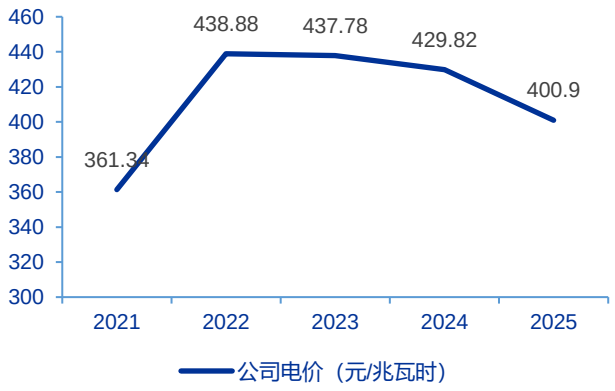
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司自 2022 年至 2025 年电价整体呈下行态势。煤电电价 25 年呈现下行，不过不同时段降幅存在差异，且煤价下行有效对冲了电价下滑对盈利的影响。2024 年公司煤机平均上网电价为 457.52 元 / 兆瓦时，虽电价略有回落，但得益于长协煤兑现率高，火电板块归母净利仍实现同比增长。2025 年受电力市场化交易占比提升及高电价区域发电量占比下降等因素影响，煤电电价降幅扩大。 年全年火电电价为 . 元/兆瓦时，同比减少

仅供内部参考，请勿外传！

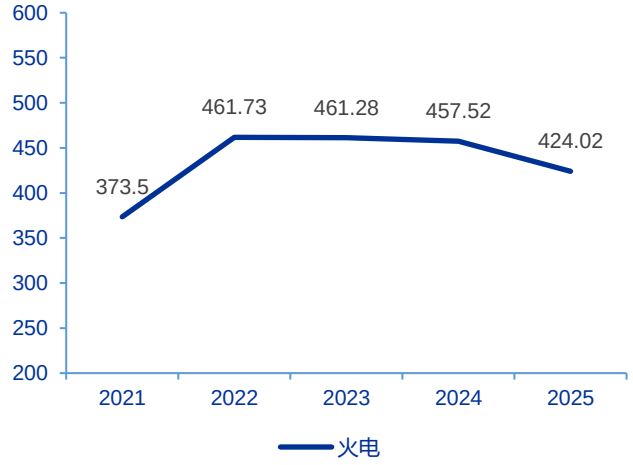
33.5 元/兆瓦时，但随着同期入炉标煤单价同比大幅下滑，叠加供电煤耗维持低位，煤电板块度电盈利依旧保持稳健水平。

图 17：公司历年平均电价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：公司历年火电电价（元/兆瓦时）

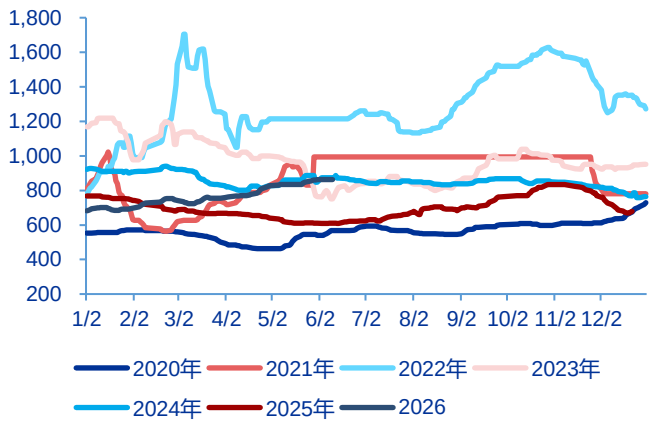


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 集团供应长协煤，稳定煤电盈利

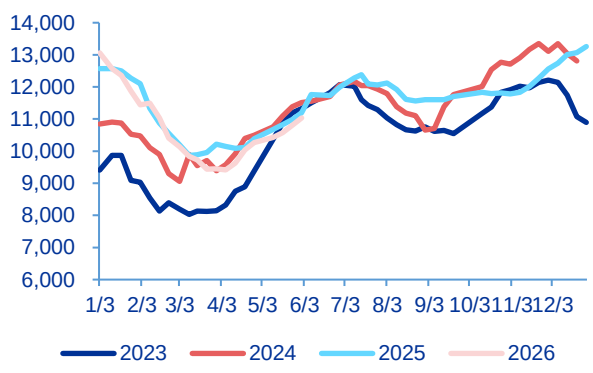
目前市场煤炭价格将呈现区间震荡的稳定态势。价格与库存数据看，2025 年动力煤价波动较此前年份明显收窄，港口库存多周期走势趋同、供需匹配度提升。供应端国内产能低速增长叠加超产核查约束供应弹性，进口煤量价与国内市场逐步接轨、难形成冲击。需求端电力用煤靠刚需托底、非电需求结构分化但整体韧性仍在。下游电厂近年常态化库存中枢持续抬升，高库存安全垫能够对冲用电旺季补库压力，弱化往年旺季煤价暴涨弹性。再加上长协价覆盖超七成电煤需求、保供政策双向调节。短期随夏季用电预期升温，市场现货价格阶段性上行至 860 元 / 吨附近，属于季节性需求带动的短期脉冲行情。待用电旺季过后，需求边际回落叠加高库存缓冲，煤价仍将回归原有震荡区间，整体运行处于政策与供需双重约束的可控区间内。

图 19：秦皇岛动力煤价格（元/吨）



资料来源： ，申万宏源研究

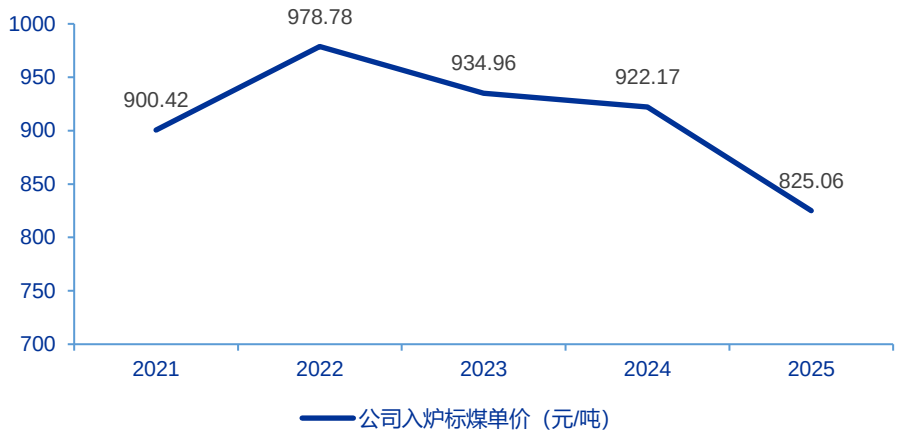
图 20：重点电厂库存（单位：万吨）



资料来源：iFinD，申万宏源研究

公司国家能源集团的强大后盾及自身精细化运营，国电电力在煤炭成本上具备稳定价格和稳定供应的优势。一方面，其煤炭供应保障扎实且成本可控，因长协煤中大多来自集团内部，2024 年、2025 年长协煤占比更是分别达到 94%、97.73%，这使得入炉标煤单价较为稳定。2025 年公司入炉标煤单价 825.06 元/吨，集团保障原材料的优势更加明显。此外，国电电力还借助 “煤电路港航” 一体化产业协同优势，通过精细配煤掺烧等精细化管理手段优化采购结构与煤种，进一步压缩煤炭成本，持续巩固自身的成本优势。

图 21：公司历年平均入炉标煤单价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.5 容量电价有稳定保障，现货电价触底回升

容量电价政策的落地与持续加码能够有效稳定国电电力的盈利水平。全国煤电机组用于计算容量电价的煤电机组固定成本统一为 330 元/千瓦·年，2024-2025 年多数地区执行约 30%的补偿比例即 100 元/千瓦·年，按 4000 小时利用小时数测算可增厚度电利润 0.025 元/度，2026 年起补偿比例将提升至 50%，对应容量电价 165 元/千瓦·年，度电利润增厚 0.042 元/度，若实现全额覆盖则最多可增厚 0.083 元/度.

目前已有 20 个地区公布 2026 年发电侧容量电价，火电企业固定成本补偿力度持续加大。目前火电正逐步向调峰角色过渡，容量电价叠加新能源入市后的调峰收益，推动容量收入占比持续提升并逐步覆盖固定成本。不仅弱化了煤电价格博弈带来的盈利波动，更推动国电电力的盈利结构从单一依赖电量收入，转向电量+容量+辅助服务的多元化模式。有效对冲电价与煤价波动风险，盈利稳定性持续增强，依托稳定的容量收入筑牢盈利基本盘。

表 2：各省级电网容量电价调整情况表

省级电网	2024~2025 年容量电价（元/千瓦·年，含税）	2026 年容量电价（元/千瓦·年，含税）	调整幅度
辽宁	100	370	30%→112%
吉林	100	330	30%→100%

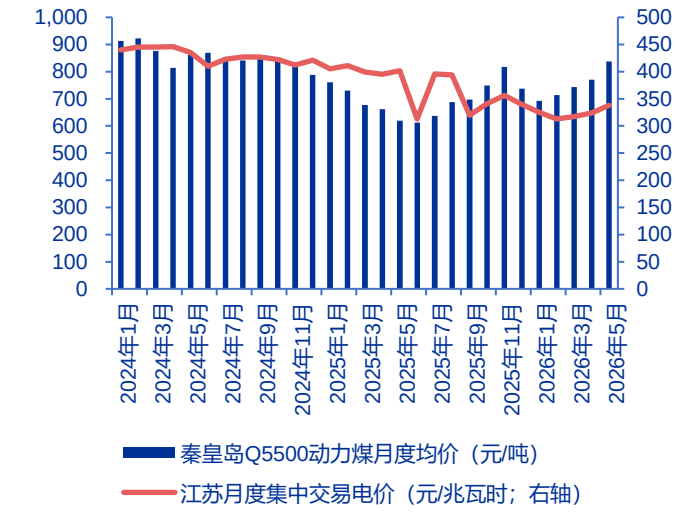
仅供内部参考，请勿外传！

甘肃	100	330	30%→100%
云南	165	330	50%→100%
广西	165	247.5	50%→75%
天津	100	231	30%→70%
四川	165	231	30%→70%
青海	165	185	50%→56%
新疆	100	165	30%→50%
北京	100	165	30%→50%
冀北	100	165	30%→50%
河北	100	165	30%→50%
蒙西	100	165	30%→50%
蒙东	100	165	30%→50%
上海	100	165	30%→50%
浙江	100	165	30%→50%
安徽	100	165	30%→50%
宁夏	100	165	30%→50%
广东	100	165	30%→50%
山西	100	165	30%→50%

资料来源：北极星电力市场网，申万宏源研究

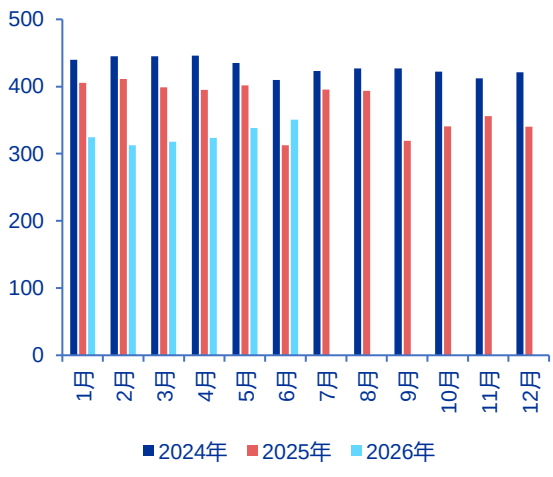
多地电价均受煤电联动和现货联动影响有所回升。2024 年秦港 Q5500 煤价全年中枢 758~940 元 / 吨，受高煤成本支撑，江苏月度集中电价稳于 410~446 元 / MWh。2025 年煤价整体震荡下行，2025 年从 1 月的均价 761 元逐步跌落到 6 月的均价最低 612 元，电价同步由 405.25 元下滑至最低 312.8 元 / MWh。2026 年煤价自 1 月 693 元持续反弹至 6 月 861 元，电价随之从 324.71 上行至 350.91 元 / MWh。整体来看，在电力市场化交易机制下，燃料成本成为电价核心锚定因子，煤价涨跌顺畅传导至中长期交易电价，煤电价格市场化联动机制持续见效。同时现货实时价格也在影响月度集中报价中枢。以广东为例，广东中长期集中报价紧盯现货行情，淡季现货低位时长协定价稳健偏低，用电旺季现货大幅冲高后，次月集中交易电价同步抬升。现货价格成为中长期电价的风向标，市场化机制实现燃料成本、供需变化自上而下顺畅传导。

图 22：江苏月度集中交易电价与煤炭价格的对比



资料来源：，江苏电力交易中心，申万宏源研究

图 23：江苏月度集中交易电价（元/兆瓦时）



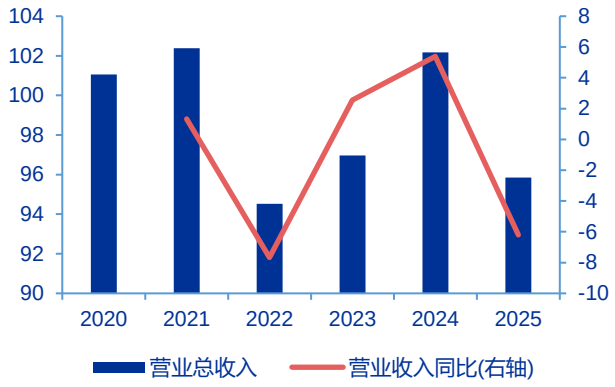
资料来源：江苏电力交易中心，申万宏源研究

3. 水电：依托大渡河，水电资产成长潜力凸显

3.1 大渡河开发潜力大，稀缺的增长水电资产

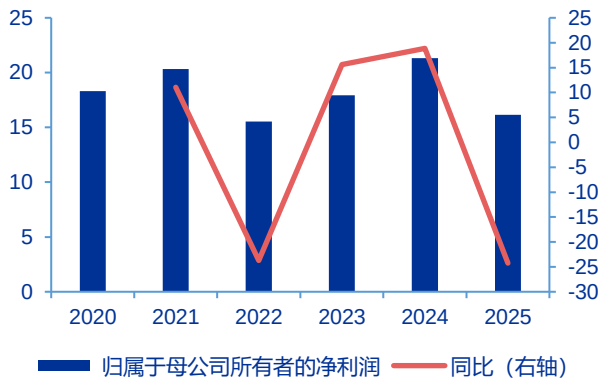
国能大渡河是国电电力水电业务的绝对核心与增长引擎，其资产规模和资源储备为母公司水电板块发展奠定坚实基础。截至 2025 年末，国电电力控股水电装机 1513.05 万千瓦，其中持股 80% 的国能大渡河流域水电装机达 1286.10 万千瓦，占比 85%。国能大渡河掌控大渡河干流、支流及西藏帕隆藏布流域约 3000 万千瓦水电资源，依托大渡河干流“3 库 28 级”梯级开发规划，在建及拟建电站装机潜力可观。大渡河在建待投产装机达 272 万千瓦，全部投产后水电装机规模提升 18%。2026 年国能大渡河有金川、枕头坝和沙坪一级投运，进入集中投产期，业绩增长动能强劲且运营环境持续优化。双江口虽然投产时间有所延迟，但川渝特高压通道建成缓解弃水问题，四川水电市场化竞价规则调整推动电价中枢上移，叠加流域调节水库投用平抑来水波动影响，发电量与盈利稳定性预计将显著提升。

图 24：国能大渡河营业收入及同比(亿元，%)



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 25：国能大渡河归母净利润及同比(亿元，%)



资料来源：iFinD，申万宏源研究

表 3：国能大渡河装机情况（截至 2026 年 6 月）

电站名称	电源类型	投产时间	装机容量（万千瓦）	持股比例（%）	调节能力
猴子岩	水电	2017.1	170	100	不完全季调节
大岗山	水电	2015.9	260	80	日调节
瀑布沟	水电	2009.12	360	100	不完全年调节
深溪沟	水电	2010.6	66	100	日调节
枕头坝一级	水电	2015.12	72	100	日调节
沙坪二级	水电	2017.7	34.8	100	日调节
龚嘴	水电	1971.12	77	100	日调节
铜街子	水电	1992.1	70	100	日、周调节
吉牛	水电	2014	24.3	85	日调节
金川	水电	2026.5	86	100	日调节
枕头坝二级	水电	2026.6	30	100	日调节

仅供内部参考，请勿外传！

沙坪一级	水电	部分投运	36	100	日调节

资料来源：国能大渡河募集说明书，申万宏源研究

国能大渡河在建、拟建项目储备充足，装机增长潜力高达 39%，将持续为母公司注入业绩增长动能。截至目前，国能大渡河干流的在运、在建、拟建装机规模分别为 1286.10 万千瓦、272 万千瓦、228 万千瓦，合计在建及拟建装机 500 万千瓦，投产后将推动自身水电装机实现大幅扩容。金川、枕头坝二级已于 2026 年陆续投产，沙坪一级部分投运。双江口预计于 2027 年投运，老鹰岩一级、二级电站预计 2029 年竣工。拟建项目进展顺利，老鹰岩一级水电站（30 万千瓦）已于 2025 年 9 月正式开工，计划 2029-2030 年投产，丹巴水电站（115 万千瓦）于 2025 年 12 月获国家核准，巴底、安宁水电站前期工作稳步推进。根据国能大渡河的战略规划，到 2030 年，水电新投产 300 万千瓦；抽蓄项目投产 150 万千瓦，项目储备 300 万千瓦；资源储备 2,000 万千瓦、开工 1,000 万千瓦、投产 800 万千瓦，装机达到 3,000 万千瓦，大渡河清洁能源基地基本建成。随着这些项目逐步落地，国能大渡河将进一步巩固在大渡河流域的开发优势，持续增厚国电电力水电板块营收与利润，成为其能源转型背景下的核心增长引擎。

图 26：国能大渡河开发计划



资料来源：国资委网站，申万宏源研究

表 4：国能大渡河在建情况（截至 2026 年 6 月）

项目名称	规划装机规模（万千瓦）	预计首台机组投产时间
双江口	200	2025.12
老鹰岩一级	30	2029.1
老鹰岩二级	42	2029.6
合计	272	-

资料来源：国能大渡河募集说明书，申万宏源研究

表 5：国能大渡河拟建情况（截至 2026 年 6 月）

项目名称	规划装机规模（万千瓦）	投资总额（亿元）
巴底		.

仅供内部参考，请勿外传！

丹巴	115	171.25
安宁	41	66.22
合计	228	330.1

资料来源：国能大渡河募集说明书，申万宏源研究

3.2 双江口投产预计对大渡河增发效益显著

对比各流域调节能力，大渡河缺少调节电站。金沙江下游四座电站均有调节能力，长江上游三峡电站为季调节电站，雅砻江两河口为多年调节电站，澜沧江拥有小湾和糯扎渡两大多年调节电站，红水河拥有年调节电站龙滩，目前大渡河仅有瀑布沟等季调节电站，双江口对大渡河的增益效果十分重要。双江口为年调节水库，丰水期蓄水、枯水期补水，可显著抬升下游梯级（如猴子岩、长河坝、瀑布沟等）枯水期入库流量与运行水头，减少弃水、提升发电效率。

双江口投产预计对大渡河增发效益显著。双江口水电站总装机容量 200 万千瓦，电站库区蓄水计划共分三个阶段，第一阶段蓄水已于 2025 年 5 月完成，成功将水位提升至 2344.3 米高程，水位较原河道提升约 80 米，蓄水量达到 1.1 亿立方米，相当于近八个西湖的水量。电站总库容为 29 亿立方米，建成投产后，预计年发电量超 70 亿度电，并帮助下游多个梯级电站增发 66 亿度电。

双江口水电站作为大渡河上游控制性年调节龙头水库，投产后对下游梯级发电补偿效益显著且确定性强。通过 POA 优化调度模型测算，其凭借 19.17 亿立方米的调节库容实现丰蓄枯放，可显著提升下游梯级径流稳定性。双江口水电站的补偿作用可使大渡河双江口下游的 24 个梯级多年平均共增发电量约 31.2 亿千瓦时，增幅约 3.4%，其中多年平均枯水期电量增加约 60.2 亿千瓦时，增幅约 37.6%。可以有效缓解四川电网枯期供电缺口，保障电力供应稳定性。按四川水电枯期平均上网电价测算，下游梯级年均增收超 19 亿元，叠加联合调度带来的发电效率提升，双江口不仅显著增强大渡河梯级整体盈利能力，更通过精准补枯优化流域能源资源配置，为流域水电一体化开发与新能源消纳提供有力支撑。

表 6：有无双江口水电站补偿下下游梯级各月发电情况

时间	发电量/10^4kW•h		补偿电量/10^4kW•h	增加比例/%
	有双江口补偿	无双江口补偿		
6 月	98.7	112.2	-13.5	-12
7 月	145.4	153.3	-8	-5.2
8 月	131.5	126.6	4.8	3.8
9 月	111.3	128.8	-17.5	-13.6
10 月	108.4	109	-0.6	-0.5
11 月	53	53.3	-0.3	-0.6
12 月	44.3	38.2	6.1	16
1 月	44.8	33.1	11.7	35.4
2 月	41.1	26.7	14.5	54.2
3 月	45.5	29.5	16	54.4
月	.	.	.	.

5 月	87.6	81.5	6.2	7.6
全年	**952.2**	**925**	**31.2**	**3.4**
丰水期	**550.2**	**630**	**-34.8**	**-5.5**
平水期	**145.6**	**134.8**	**5.8**	**4.3**
枯水期	**220.4**	**160.2**	**60.2**	**37.6**

资料来源：论文《基于ＰＯＡ优化的双江口水电站对下游梯级发电补偿效益研究》(2015 年)，申万宏源研究

表 7：有无双江口水电站补偿下大渡河梯级电量结构（%）

梯级电站	无双江口补偿			有双江口补偿		
	丰水期	丰水期	平水期	丰水期	丰水期	平水期
金川	72.8	13.3	15.9	62.7	13.2	24
安宁	72	13.3	13.8	63.2	13.2	23.6
丹巴	73	13.3	13.8	63.6	13.2	23.8
猴子岩	71.9	13.9	14.3	63.5	13.6	22.3
长河坝	72.4	13.7	14	65.6	13.5	20.8
黄金坪	72.1	12.8	14.1	65.7	13.2	20.1
泸定	71.2	14.1	14.5	65.3	13.8	20.9
硬梁包	72.4	13.7	14.2	66.3	13.5	20.2
大岗山	70.8	14.8	15.3	64.3	14.3	21.4
龙头石	71.1	13.7	15.2	66.1	13.6	20.6
老鹰岩	70.7	15.8	15.5	65.8	13.5	20.5
老鹰岩一	70	14	16.1	65.3	13.7	21
老磨岩	69.8	13.9	16	65.6	13.7	20.7
瀑布沟	69.5	14.2	16.3	65.2	13.9	20.9
深溪沟	63.1	15	21.9	57.7	15.6	26.7
枕头坝	62.1	16.3	21.6	57.3	17.2	25.5
枕头坝一	61.9	16.4	21.7	57.2	17.3	25.6
龙头坝	61.9	16.4	21.6	57.2	17.2	25.6
沙坪一	62.2	16.6	21.9	57.3	17.2	25.5
沙湾	61.5	16.3	21.5	57	17.3	25.6
铜街子	59	17.4	23.1	55.5	17.9	26.6
龚嘴	62.4	16.5	21.6	57.6	17.1	25.2
沙湾	61.1	16.8	22.1	57.1	17.4	25.5
合计	**68.4**	**16.3**	**17.3**	**62.9**	**14.7**	**25.1**

资料来源：论文《基于ＰＯＡ优化的双江口水电站对下游梯级发电补偿效益研究》(2015 年)，申万宏源研究

表 8：双江口水电站对大渡河梯级发电补偿效益

梯级电站	上网电价/[元•(kW•h)$^{-1}$]	年等效发电量/10^4kW•h	年调发电效值/万元
金川	/	40.77	1.256
安宁	0.308	1.103	0.058
丹巴	0.308	3.713	0.256
猴子岩	0.308	6.027	1.856
.	.	.	.

黄金坪	0.308	2.869	0.884
泸定	0.308	3.651	1.125
硬梁包	0.308	3.172	0.952
大岗山	0.308	5.801	1.787
龙头石	0.308	7.799	2.402
老鹰岩一级	0.288	2.275	0.656
老鹰岩二级	0.308	0.727	0.223
瀑布沟	0.308	0.84	0.259
老鹰岩三级	0.308	0.533	0.164
深溪沟	0.346	6.355	2.199
枕头坝一级	0.3	0.681	0.204
枕头坝二级	0.308	0.874	0.269
沙坪一级	0.308	0.296	0.091
沙坪二级	0.308	0.329	0.101
铜街子	0.218	0.534	0.164
龚嘴	0.218	1.851	0.404
沙湾	0.218	0.815	0.184
安谷	0.288	0.905	0.262
沙湾	0.308	0.868	0.266
合计		**62.326**	**19.101**

资料来源：论文《基于ＰＯＡ优化的双江口水电站对下游梯级发电补偿效益研究》(2015 年)，申万宏源研究

3.3 集团大规模水电资产潜能大

国家能源集团自 2017 年重组成立以来，始终以 “煤电油气化” 全产业链一体化运营为优势，持续推进资产整合与专业化重组，践行同业竞争承诺，推动优质资产向各控股上市公司集聚，形成各平台分工明确、协同发展的格局。如龙源电力聚焦新能源、长源电力深耕湖北区域能源运营。国电电力作为集团明确的常规能源发电业务核心整合平台，专注火电、水电等常规能源领域。2021 年已承接集团注入的山东、江西等六省火电及水电资产，后续还将持续承接集团优质常规能源资产，依托集团 “四保一大” 发展路径与资源协同优势，不断巩固在全国常规能源领域的领先地位。

表 9：国家能源集团旗下电力相关上市公司定位和资产

上市公司	同业竞争承诺
国电电力	国家能源集团常规能源发电业务整合平台
龙源电力	对可能构成潜在同业竞争的业务机会和资产的优先交易及选择权、优先受让权及优先收购权，并承诺在龙源电力 A 股上市三年内将存续风力发电业务注入本公司
长源电力	集团旗下在湖北省境内的火电和水电资产运营平台，本集团在湖北省境内新建的所有火力和水力发电项目均通过上市公司进行投资、建设、运营。

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

目前国家能源集团在运、在建和拟建的控股未上市水电装机规模达 700 万千瓦。其中玛尔挡作为 “青电入豫” 骨干电源点，已实现满负荷稳定运行，季调节能力充分支撑黄河上游梯级调峰；金沙江上游 “一库 13 级” 的旭龙、奔子栏水电站推进进度提速，旭龙水电站计划 2029 年投产发电，奔子栏预计 2034 年首台机组发电。玛尔挡、旭龙、奔子栏是集团重要的未上市水电资产，国电电力截至 2025 年末控股水电装机 1513.06 万千瓦，假设未上市资产全部注入国电电力，装机容量将增厚 46%，显著提升国电电力水电装机规模与清洁能源占比。

表 10：集团主要未上市的水电站规模

状态	电站名称	所在流域	装机容量（万千瓦）	调节能力	年发电量（亿千瓦时）	投产时间
在运	玛尔挡	黄河上游	220	年调节	73.04	2024/12/31
在建	旭龙	金沙江上游	240	日调节	105.14	2029 年
拟建	奔子栏	金沙江上游	240	日调节	102.56	2034 年

资料来源：青海发改委、国家能源集团、昆明信息港，申万宏源研究

2026 年双碳目标深化背景下，对于绿色价值的需求持续凸显，国电电力手握大渡河流域优质水电核心资产，依托梯级调度与多年调节能力形成自然垄断优势，叠加双江口等新机组集中投产，规模与盈利弹性进一步释放。25 年末，宁德时代入股大渡河丹巴水电站，探索 “水储协同” 模式。不仅通过储能技术提升水电消纳效率与电价弹性，更以股权绑定锁定长期绿电需求，让国电电力的水电资产在资源稀缺性、技术协同性与市场确定性上形成多重护城河，稀缺价值愈发突出。

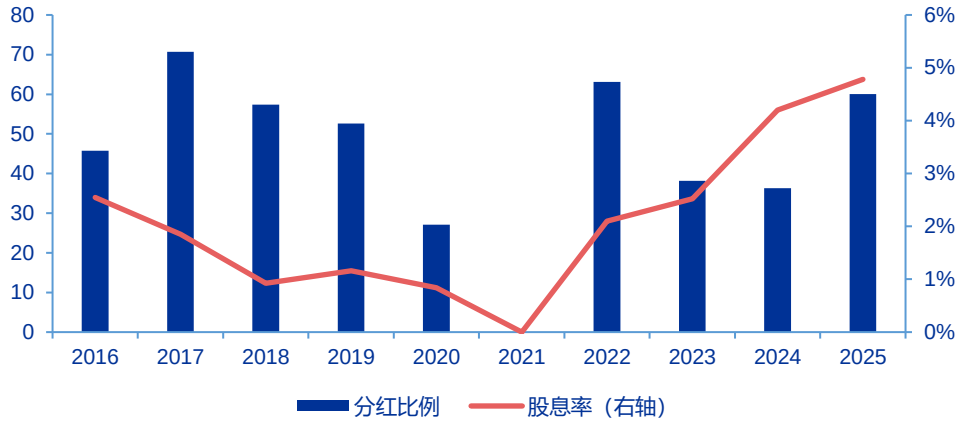
4. 重视市值管理，高确定性分红筑牢安全边际

4.1 保底分红和高分红比例提升股东回报

2025 年不仅推出中期分红提高分红频率，还发布未来三年高比例分红承诺，大幅提升分红可预期性。2024 年公司现金分红比例为 36.28%，2025 年公司实施中期与年度两次分红，公司 2025 年半年度每股派发现金红利 0.10 元（含税），2025 年年末每股派发现金红利 0.141 元（含税），全年累计派发现金红利 42.98 亿元，分红比例达 60.02%。公司在 2025 年也发布 2025 - 2027 年现金分红规划，在公告 2025 年全年利润分配预案时，同时公告提请股东会授权董事会制定 2026 年中期分红方案。高分红规划和分红频率提高，契合监管推动上市公司提高分红水平的建议，也向市场传递了对未来经营的充足信心。

图 27：公司历年分红比例及股息率（%）

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：iFind，申万宏源研究

4.2 聚焦主业，积极市值管理

公司持续推进资产结构优化，资产重组对股价催化效应逐次提升，叠加低效资产处置，市场认可度提升。2020 年公司置出新疆低效火电资产，2021 年置出非发电主业资产、置入六省优质火电水电资产，巩固火电龙头地位。2022 年置出宁夏亏损火电资产，收购国能大渡河股权，资产质量持续改善。置出的新疆、宁夏火电资产亏损严重，资产剥离有效减负。2024 年公司完成察哈素煤矿相关资产处置，进一步夯实资产质量。

同时，公司于 2020 年 7 月—2021 年 6 月完成三轮集中竞价回购，资金来源为自有资金及债券募集资金，回购价格上限 2.55-2.90 元/股，全部用于注销减资。通过股份注销提升 EPS、BPS 及优化资本结构，同时与同期低效资产置出、优质能源资产注入形成协同，夯实资产质量。从成效看，回购叠加资产优化显著增强市场信心

表 11：公司回购情况

时间	资金规模	价格上限	实施结果	用途
2020 年 7—10 月	6-12 亿元	2.55 元/股	完成回购	注销减资
2020 年 11 月—2021 年 2 月	8—16 亿元	2.57 元/股	完成回购	注销减资
2021 年 3—6 月	6—12 亿元	2.90 元/股	完成回购	注销减资

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测

由于 2026 年长协电价的下降，我们预计公司 2026-2028 年火电电价分别下降 0.03、0.01、0.00 元/千瓦时。煤炭成本由于公司煤炭大多为集团供应预计较为稳定，预计 2026-2028 年同比分别变化 0%，1%，1%。新增火电装机由于火电审批的降速假设分别为 345、、 万千瓦，新增水电按照投产规划假设分别为 、 、 万千瓦，新增风电装

机预计较十四五降速假设分别为 200、200、100 万千瓦，新增光伏 26 年按照公司规划、27-28 年预计新增降速假设分别为 477、300、200 万千瓦。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 67.96/75.51/83.93 亿元人民币，对应增速分别-5.1%/11.1%/11.2%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 12、11 和 10 倍。可比公司平均 pe 为 13、12、11 倍，公司估值仍相对于行业平均较低。以 2025 年分红和 2026 年 6 月 24 日计算的股息率来看，可比公司平均股息率为 4.46%，公司股息率 5.12%，公司股息率高于行业平均 15%。考虑到公司股息率较高、且有较高的固定分红承诺，可以享受估值溢价，给予公司 2026 年 15 倍的目标 pe，相对当前还有 21%的空间。公司资产优质，储备丰富，是国家能源集团控股的核心电力上市公司，同时也是集团常规能源发电业务的核心整合平台，考虑到公司水电资产稀缺、大渡河投产预计增厚公司投资收益，公司明确 2025-2027 年高分红承诺，年度现金分红不低于归母净利润 60%，分红构建公司估值的安全垫，维持“买入”评级。

表 12：公司盈利预测主要假设

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
装机容量（万千瓦）					
火电	7,463	8,227	8,572	8,872	9,022
水电	1,495	1,513	1,885	2,100	2,126
风电	984	1,050	1,250	1,450	1,550
光伏	1,228	1,889	2,189	2,489	2,689
利用小时数（h）					
火电	5,137	4,781	4,631	4,631	4,631
水电	3,978	3,680	3,680	3,680	3,680
风电	2,122	2,108	2,008	2,008	2,008
光伏	1,061	1,259	1,159	1,159	1,159
发电量（亿千瓦时）					
火电	3685.2	3691.4	3889.9	4039.3	4143.5
水电	594.7	551.2	625.2	733.2	777.6
风电	201.8	212.9	230.8	271.0	301.1
光伏	112.8	218.7	236.3	271.1	300.1
合计	4594.5	4674.2	4982.3	5314.6	5522.3
上网电价（元/千瓦时，不含税）					
火电	0.436	0.428	0.403	0.395	0.395
水电	0.241	0.237	0.237	0.237	0.237
风电	0.474	0.453	0.443	0.433	0.433
光伏	0.408	0.332	0.312	0.302	0.302
单位燃料成本（元/千瓦时）					
单位燃料成本	0.28	0.25	0.25	0.25	0.26
单位燃料成本 yoy	-1%	-10%	0%	1%	1%

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 13：公司主营收入拆分

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E

营业收入（百万元）					
火电	151438.3	141719.3	146909.0	149520.5	153377.5
水电	12650.1	11507.5	14685.4	17223.1	18265.6
风电	12348.6	8418.0	9947.7	11415.1	12683.9
光伏	339.5	6435.0	7263.8	8065.2	8927.3
合计	176437	168079.8	178805.9	186223.9	193254.2

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

按照公司规模选取华电国际作为可比公司，按照水电火电新能源的综合的业务类型选取国投电力作为可比公司，按照煤炭原材料的保障程度选取华能蒙电作为可比公司。公司的估值低于行业平均，且公司承诺了保底分红，相对于其他公司承诺业绩比例分红，公司的分红承诺更具有稳定性。按照 2025 年的分红和 2026 年 6 月 24 日的股价计算，公司股息率为 5.1%。国投电力、华能蒙电、华电国际的股息率分别为 3.9%、4.4%、5.1%，公司的股息率较高且较为稳定。

表 14：可比公司分红承诺及股息率（截至 2026 年 6 月 24 日股价）

公司名称	分红承诺	2025 年分红比例	2025 年每股分红股息率	保底分红股息率
国电电力	不低于当年实现的归属于上市公司股东净利润的百分之六十，且每股派发现金红利不低于 0.22 元人民币（含税）	60.0%	5.1%	4.7%
国投电力	不低于当年合并报表可分配利润 55%	55.0%	3.9%	-
华能蒙电	不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 70%，且每股派息不低于 0.1 元人民币（含税）	70.5%	4.4%	2.0%
华电国际	公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到 40%	48.5%	5.1%	-

资料来源：公司公告、iFind，申万宏源研究

表 15：可比公司估值表（截至 2026 年 6 月 24 日股价）

证券代码	证券简称	总市值（亿元人民币）	预测归母净利润（亿元人民币）				PE		
			2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600886.SH	国投电力	1,054.19	73.93	75.55	78.43	82.05	13.95	13.44	12.85
600863.SH	华能蒙电	392.54	24.93	23.90	27.35	29.82	16.42	14.35	13.16
600027.SH	华电国际	521.16	60.70	52.39	61.46	68.75	9.89	8.43	7.54
行业平均							13.42	12.08	11.18
600795.SH	国电电力	840.06	71.61	67.96	75.51	83.93	12.36	11.13	10.01

资料来源：聚源数据，申万宏源研究，可比公司 eps 采用申万宏源预测

6. 风险提示

1、能源价格波动风险：公司火电业务占比仍居主导，煤价高位震荡或电价下行将挤压火电盈利空间，业绩稳定性受能源价格波动影响较大。

2、来水与投产不及预期：核心水电资产集中于大渡河流域，自然来水具有较强季节性与随机性，来水不及预期将直接影响水电发电量与营收规模，双江口电站投产后的增发效益亦存在兑现偏差风险。双江口等在建项目受资金、审批、施工进度等因素制约，存在投产延期风险，产能释放节奏或影响业绩增长动能。

3、资产注入节奏风险：集团未上市水电资产注入存在审批、交割等环节的不确定性，资产证券化节奏若慢于预期，将影响公司装机成长弹性；存量资产优化后的盈利改善效果亦存在不及市场预期的可能。

5、电力需求疲软风险：宏观经济复苏不及预期将导致下游用电需求疲软，电力利用小时数下降，叠加新能源装机替代效应，对公司机组发电效率形成一定压力。

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	179,182	170,244	178,846	186,264	193,294
营业收入	179,182	170,244	178,846	186,264	193,294
营业总成本	164,887	154,623	160,708	167,570	172,023
营业成本	153,674	143,792	149,705	156,163	160,345
税金及附加	1,872	2,359	2,479	2,582	2,679
销售费用	16	7	8	8	8
管理费用	2,218	2,027	2,130	2,218	2,320
研发费用	555	550	577	601	667
财务费用	6,551	5,888	5,810	5,998	6,005
其他收益	522	497	497	497	497
投资收益	7,333	2,361	2,000	2,000	2,000
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-783	-118	-450	-450	-450
资产减值损失	-1,394	-471	-3,000	-1,500	-1,500
资产处置收益	51	144	144	144	144
营业利润	20,025	18,033	17,329	19,385	21,962
营业外收支	424	-237	400	400	400
利润总额	20,448	17,796	17,729	19,785	22,362
所得税	3,805	4,069	4,404	4,980	5,905
净利润	16,643	13,727	13,325	14,805	16,457
少数股东损益	6,812	6,566	6,529	7,255	8,064
归母净利润	9,831	7,161	6,796	7,551	8,393

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	16,643	13,727	13,325	14,805	16,457
加：折旧摊销减值	21,420	22,103	23,708	25,858	29,358
财务费用	6,521	5,832	5,810	5,998	6,005
非经营损失	-7,572	-2,404	-2,144	-2,144	-2,144
营运资本变动	18,300	14,006	2,410	-768	551
其它	1,111	522	-450	-450	-450
经营活动现金流	55,640	53,668	42,658	43,298	49,777
资本开支	57,884	45,415	64,856	59,856	54,856
其它投资现金流	9,139	104	2,000	2,000	2,862
投资活动现金流	-48,745	-45,311	-62,856	-57,856	-51,994
吸收投资	3,375	2,347	0	0	0
负债净变化	20,448	16,488	26,084	23,633	12,752
支付股利、利息	14,568	16,435	10,108	10,075	10,535
其它融资现金流	-19,496	-10,570	-599	0	0
融资活动现金流	-10,242	-8,171	15,376	13,558	2,217
净现金流	-3,348	184	-4,821	-1,000	0

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	62,795	58,923	53,412	55,059	55,724
现金及等价物	15,437	15,821	11,000	10,000	10,000
应收款项	34,444	30,676	30,231	32,642	33,383
存货净额	6,148	5,929	5,684	5,921	5,845
合同资产	230	0	0	0	0
其他流动资产	6,536	6,496	6,496	6,496	6,496
长期投资	18,755	20,132	20,132	20,132	20,132
固定资产	383,684	413,492	455,234	489,827	515,919
无形资产及其他资产	28,702	27,605	27,605	27,605	26,743
资产总计	493,936	520,152	556,383	592,622	618,517
流动负债	125,901	140,844	159,425	180,338	192,646
短期借款	64,440	70,935	87,796	106,831	117,923
应付款项	37,606	41,822	43,542	45,420	46,637
其它流动负债	23,855	28,087	28,087	28,087	28,087
非流动负债	236,671	241,194	250,417	255,015	256,675
负债合计	362,572	382,038	409,841	435,353	449,321
股本	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	934	969	969	969	969
其他综合收益	1,544	1,407	1,407	1,407	1,407
盈余公积	6,164	6,646	7,104	7,612	8,177
未分配利润	29,080	32,014	34,054	37,019	40,317
少数股东权益	75,331	78,643	85,172	92,427	100,491
股东权益	131,365	138,114	146,541	157,269	169,196
负债和股东权益合计	493,936	520,152	556,383	592,622	618,517

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.40	0.38	0.42	0.47
每股经营现金流	3.12	3.01	2.39	2.43	2.79
每股红利	0.00	0.00	0.24	0.23	0.25
每股净资产	3.14	3.33	3.44	3.64	3.85
关键运营指标(%)					
ROIC	4.6	4.0	3.6	3.7	3.8
ROE	17.5	12.0	11.1	11.6	12.2
毛利率	14.2	15.5	16.3	16.2	17.0
EBITDA Margin	25.8	26.5	24.5	26.7	28.9
EBIT Margin	15.1	13.9	13.2	13.8	14.7
营业总收入同比增长	-1.0	-5.0	5.1	4.1	3.8
归母净利润同比增长	75.3	-27.2	-5.1	11.1	11.2
资产负债率	73.4	73.4	73.7	73.5	72.6
净资产周转率	3.20	2.86	2.91	2.87	2.81
总资产周转率	0.36	0.33	0.32	0.31	0.31
有效税率	29.0	26.4	28.0	28.0	29.0
股息率	0.0	0.0	5.1	4.9	5.4
估值指标(倍)					
P/E	8.5	11.7	12.4	11.1	10.0
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/Sale	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9
EV/EBITDA	10.0	10.5	11.6	10.8	10.0
股本	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标及服务标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。