

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

业绩受电价波动影响，水电表现稳健

——国投电力(600886)2024 年年报及 2025 年一季度报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2025-05-07)

收盘价(元)	15.17
一年内最高/最低(元)	19.03/13.77
沪深 300 指数	3,831.63
市净率(倍)	1.86
流通市值(亿元)	1,130.80

发布日期：2025 年 05 月 08 日

投资要点：

国投电力发布公司 2024 年年报及 2025 年第一季度报告。2024 年，公司实现营业收入 578.19 亿元，同比增长 1.95%；归母净利润 66.43 亿元，同比减少 0.92%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 131.22 亿元，同比减少 6.99%；归母净利润 20.78 亿元，同比增长 2.10%。

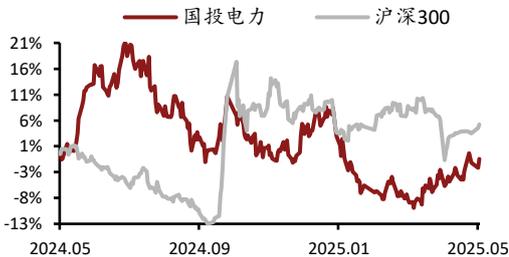
基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	8.17
每股经营现金流(元)	0.91
毛利率(%)	43.63
净资产收益率_摊薄(%)	2.92
资产负债率(%)	61.26
总股本/流通股(万股)	800,449.43/745,417.9
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

● 公司整体业绩受电价波动影响，水电相对表现稳健

从发电量看，公司境内控股企业 2024 年发电量 1718.53 亿千瓦时，上网电量 1675.18 亿千瓦时，同比分别增加 6.23%和 6.39%。受各水电站流域来水偏丰影响，公司 2024 年水电发电量 1040.85 亿千瓦时，同比增加 10.49%；受区域新能源投产、来水偏丰挤压火电发电空间等影响，公司 2024 年火电发电量 564.14 亿千瓦时，同比减少 2.94%；公司风电、光伏发电 2024 年发电量分别为 65.33 亿千瓦时、48.21 亿千瓦时，占比相对较小。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《国投电力(600886)中报点评：上半年水电来水偏丰，拟定增引入社保基金并提升分红比例》 2024-09-26

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

2025 年一季度，公司完控股企业累计完成发电量 389.92 亿千瓦时，上网电量 381.03 亿千瓦时，同比分别减少 1.55%和 1.04%。其中，由于雅砻江两河口电站 2024 年蓄满、对流域的补偿效益，以及大朝山、小三峡水电站流域来水偏丰，公司水电一季度发电量 252.71 亿千瓦时，同比增加 17.90%；公司火电受所在区域清洁能源发电量增加、以及外送电量影响，公司火电一季度发电量 102.87 亿千瓦时，同比减少 32.25%。

从上网电价看，2024 年，公司境内控股企业平均上网电价 0.359 元/千瓦时，同比减少 4.01%。其中，因现货交易价格波动，水电平均上网电价为 0.291 元/千瓦时，同比减少 3.00%；因执行“电量电价+容量电价”的两部制电价，电价较同期下降，火电平均上网电价为 0.465 元/千瓦时，同比减少 1.42%；受新投产机组为平价上网项目以及峰谷分时电价影响，光伏发电平均上网电价为 0.505 元/千瓦时，同比减少 24.06%。

2025 年一季度，公司控股企业平均上网电价 0.355 元/千瓦时，同比减少 8.25%，主要受电量结构变化、部分区域火电中长期交易价格下降、无补贴新能源项目占比逐渐提高等因素影响。

从装机容量看，公司加快推进雅砻江流域水风光一体化基地开发，截至 2025 年一季度末，公司已投产控股装机容量 4463.47 万千瓦，其中水电 2130.45 万千瓦、火电 1320.08 万千瓦、光伏 577.89 万千瓦、风电 388.85 万千瓦、储能 46.20 万千瓦。

分业务看，2024 年，公司水电收入 266.24 亿元，同比增长 4.10%；火电收入 217.75 亿元，同比减少 4.80%；风电、光伏发电分别实现收入 27.29

亿元、21.19 亿元。

电力市场化交易方面，公司 2024 年市场化交易总电量 698.41 亿千瓦时，同比减少 1.79%，市场化交易电量占总上网电量的比重为 41.64%，较 2023 年同期减少 3.47 个百分点。

● **2025 年一季度，我国规上工业水电发电量同比增长 5.9%**

2025 年一季度，我国规上工业发电量同比有所下降，水电发电量实现同比正增长。根据国家统计局数据，2025 年一季度，规上工业发电量 22699 亿千瓦时，同比下降 0.3%。其中，规上工业水电发电量 2233.3 亿千瓦时，同比增长 5.9%，发电量占比 9.84%。

● **公司财务费用率下降明显**

2024 年，公司财务费用同比减少 14.17% 至 34.12 亿元，公司财务费用率 5.90%，较 2023 年同期下降 1.11 个百分点；2025 年一季度，公司财务费用同比减少 27.17% 至 6.89 亿元，公司财务费用率 5.55%，较 2024 年同期下降 1.31 个百分点。

● **维持 55% 的分红比例**

2022—2023 年度，公司分红金额分别为 20.50 亿元、36.88 亿元，现金分红比例分别为 50.23%、55.01%。2024 年度，公司维持 55.01% 的分红比例，拟每股现金分红 0.46 元，现金分红总额 36.54 亿元。

● **盈利预测和估值**

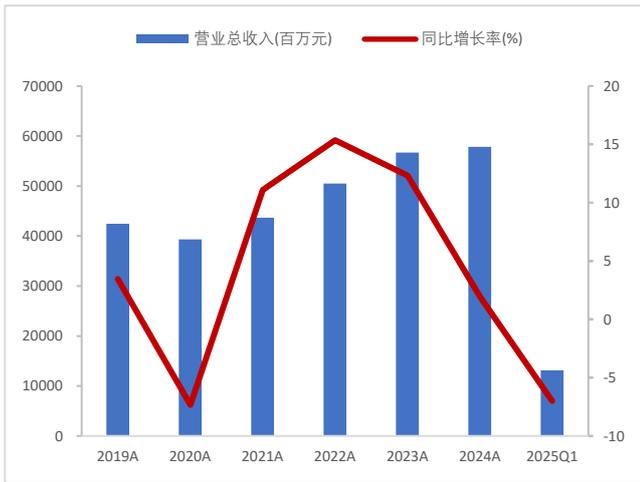
预计公司 2025—2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 70.79 亿元、75.19 亿元和 80.75 亿元，对应每股收益为 0.88、0.94 和 1.01 元/股，按照 2025 年 5 月 7 日 15.17 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 17.15X、16.15X 和 15.04X，考虑到公司估值水平和行业发展前景，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：来水不及预期；燃料成本上涨；电价波动风险；海外业务风险；其他不可预测风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56,712	57,819	58,690	60,518	62,503
增长比率（%）	12.32	1.95	1.51	3.12	3.28
净利润（百万元）	6,705	6,643	7,079	7,519	8,075
增长比率（%）	64.31	-0.92	6.56	6.22	7.39
每股收益(元)	0.84	0.83	0.88	0.94	1.01
市盈率(倍)	18.11	18.28	17.15	16.15	15.04

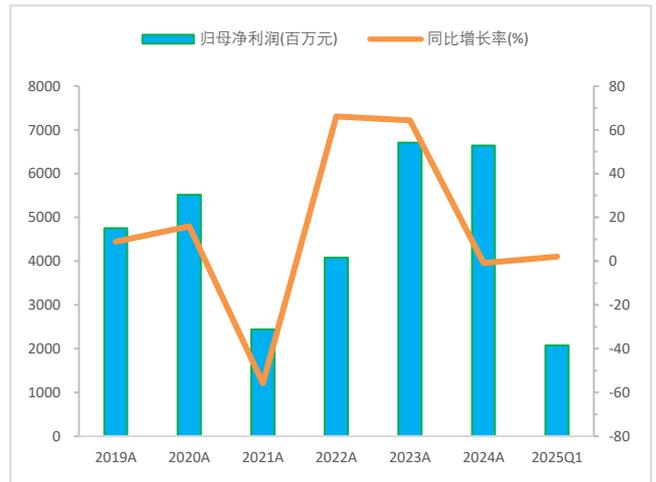
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入情况



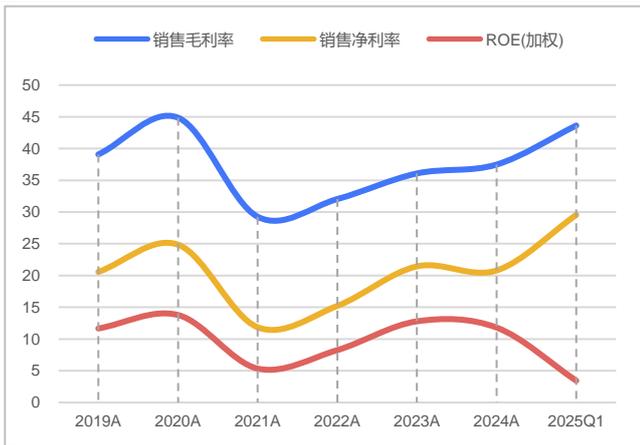
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润情况



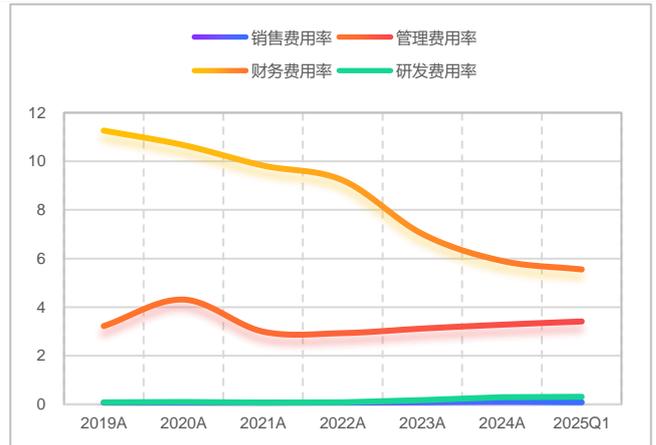
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 3：公司主要盈利能力指标 (%)



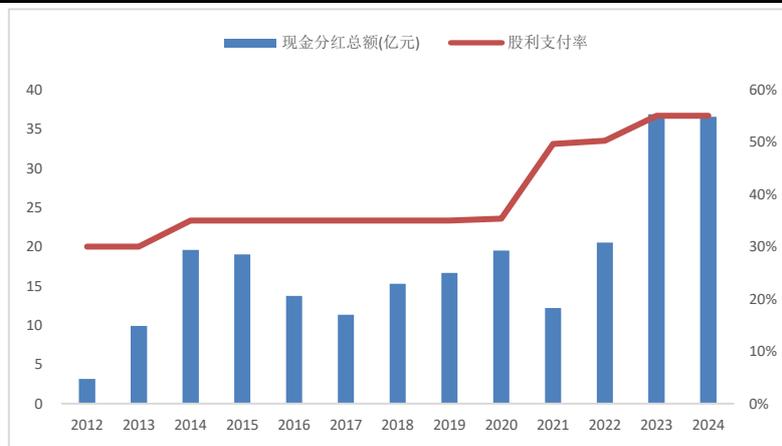
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 4：公司期间费用率走势 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 5：公司现金分红情况



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,773	29,843	33,542	33,614	34,384
现金	11,358	10,170	14,349	14,591	15,441
应收票据及应收账款	14,040	15,847	15,582	15,330	15,088
其他应收款	899	1,012	926	953	981
预付账款	305	154	274	320	351
存货	1,296	1,681	1,531	1,545	1,631
其他流动资产	874	979	880	875	893
非流动资产	248,590	266,694	277,758	285,868	294,335
长期投资	10,142	9,985	10,276	10,522	10,724
固定资产	198,111	197,245	207,232	210,432	213,414
无形资产	6,116	6,385	7,029	7,718	8,351
其他非流动资产	34,221	53,079	53,221	57,196	61,846
资产总计	277,363	296,537	311,300	319,482	328,719
流动负债	45,811	56,565	56,098	55,463	56,259
短期借款	9,412	9,279	9,781	9,179	10,024
应付票据及应付账款	6,418	8,114	7,961	8,167	8,270
其他流动负债	29,981	39,173	38,356	38,117	37,965
非流动负债	129,434	130,898	129,822	129,104	127,241
长期借款	113,672	117,794	117,294	116,069	113,500
其他非流动负债	15,762	13,104	12,528	13,035	13,741
负债合计	175,246	187,463	185,921	184,567	183,500
少数股东权益	43,051	47,087	52,823	58,695	64,882
股本	7,454	7,454	8,004	8,004	8,004
资本公积	10,969	10,974	17,422	17,422	17,422
留存收益	34,398	37,172	40,712	44,376	48,494
归属母公司股东权益	59,067	61,987	72,556	76,220	80,338
负债和股东权益	277,363	296,537	311,300	319,482	328,719

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21,268	24,657	27,648	31,099	33,537
净利润	12,160	12,025	12,815	13,391	14,261
折旧摊销	9,922	10,422	12,483	14,250	16,163
财务费用	4,603	4,428	4,357	4,301	4,290
投资损失	-697	-1,086	-987	-997	-1,057
营运资金变动	-5,193	-1,821	-1,181	142	41
其他经营现金流	473	690	161	12	-163
投资活动现金流	-20,656	-22,650	-22,601	-21,381	-23,421
资本支出	-20,247	-21,666	-25,331	-21,914	-24,169
长期投资	-153	790	2,258	-451	-293
其他投资现金流	-256	-1,774	472	984	1,041
筹资活动现金流	-939	-3,152	-1,079	-9,476	-9,266
短期借款	-1,887	-133	502	-602	844
长期借款	7,308	4,122	-500	-1,225	-2,568
普通股增加	0	0	550	0	0
资本公积增加	21	5	6,448	0	0
其他筹资现金流	-6,381	-7,146	-8,079	-7,649	-7,542
现金净增加额	-290	-1,167	4,159	242	850

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,712	57,819	58,690	60,518	62,503
营业成本	36,250	36,150	36,491	37,591	38,970
营业税金及附加	939	1,068	1,065	1,089	1,113
营业费用	46	60	47	49	53
管理费用	1,769	1,895	1,907	1,967	1,988
研发费用	101	170	147	151	156
财务费用	3,975	3,412	3,332	3,443	3,303
资产减值损失	-250	-238	2	4	-3
其他收益	114	99	105	146	168
公允价值变动收益	-1	3	0	0	0
投资净收益	697	1,086	987	997	1,057
资产处置收益	4	-8	-9	7	23
营业利润	14,048	15,824	16,786	17,382	18,165
营业外收入	209	30	39	25	198
营业外支出	42	148	158	48	56
利润总额	14,215	15,706	16,667	17,359	18,307
所得税	2,055	3,681	3,852	3,967	4,046
净利润	12,160	12,025	12,815	13,391	14,261
少数股东损益	5,455	5,382	5,736	5,872	6,187
归属母公司净利润	6,705	6,643	7,079	7,519	8,075
EBITDA	27,473	28,756	32,481	35,052	37,774
EPS (元)	0.84	0.83	0.88	0.94	1.01

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	12.32	1.95	1.51	3.12	3.28
营业利润 (%)	49.27	12.64	6.08	3.55	4.51
归属母公司净利润 (%)	64.31	-0.92	6.56	6.22	7.39
获利能力					
毛利率 (%)	36.08	37.48	37.82	37.88	37.65
净利率 (%)	11.82	11.49	12.06	12.42	12.92
ROE (%)	11.35	10.72	9.76	9.87	10.05
ROIC (%)	6.00	5.29	5.45	5.53	5.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.18	63.22	59.72	57.77	55.82
净负债比率 (%)	171.61	171.87	148.29	136.80	126.36
流动比率	0.63	0.53	0.60	0.61	0.61
速动比率	0.58	0.48	0.55	0.56	0.56
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.20	0.19	0.19	0.19
应收账款周转率	4.93	3.87	3.74	3.92	4.11
应付账款周转率	7.73	5.81	5.16	5.32	5.43
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.84	0.83	0.88	0.94	1.01
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.66	3.08	3.45	3.89	4.19
每股净资产 (最新摊薄)	7.38	7.74	9.06	9.52	10.04
估值比率					
P/E	18.11	18.28	17.15	16.15	15.04
P/B	2.06	1.96	1.67	1.59	1.51
EV/EBITDA	8.56	9.39	8.12	7.48	6.89

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。