

国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

电价下滑影响收入，水电增发改善盈利

业绩简评

4 月 29 日晚间公司发布 24 年年报及 25 年一季报，2024 全年实现营收 578.2 亿元，同比+2.0%；实现归母净利润 66.4 亿元，同比-0.9%。1Q25 实现营收 131.2 亿元，同比-7.0%；实现归母净利润 20.8 亿元，同比+2.1%。24 年计划现金分红 0.4565 元/股（含税），现金分红比例达约 55%。

经营分析

来水改善助公司水电增发并摊薄成本，电价下降而盈利提升。来水偏丰+两河口满蓄调节枯期发电能力，2024/1Q25 公司分别完成水电上网电量 1035/251 亿度，同比分别增长 10.5%/18.0%。受丰水期电量结构性增加，以及市场化交易价格波动影响，24 年水电平均上网电价同比-3.0%，达约 0.291 元/kWh。水电以折旧和财务费用等固定成本为主的商业模式，使得该项业务的盈利能力在无新机组转固的报告期内与发电量正相关。24 年公司水电度电营业成本同比下降约 0.01 元/kWh；成本降幅大于电价降幅，使得毛利率同比+1.43pcts、达 61.6%。

24 年所得税费用同比增加约 16.3 亿。24 年公司利润总额同比+10.5%，而归母净利润却同比-0.9%，主因所得税费用同比增加约 16.3 亿元。分调整项目来看，调整以前期间所得税的影响贡献了约 62.8%的增量。其次是部分新能源子公司“三免三减半”税收优惠到期，使得子公司适用不同税率的影响贡献约 27.3%增量。

电价下行+清洁能源挤压火电发电空间，1Q25 营收同比下降。1) 量：1Q25 公司控股企业总计上网电量同比-1.0%。分电源看，除火电外均实现增长，而火电同比大幅下降 32.7%。分地区看，天津、广西和福建 3 省火电上网电量降幅均超 30%，主要受区域内清洁能源发电量同比大增的挤出效应影响。2) 价：1Q25 公司平均上网电价 0.355 元/kWh、同比-8.3%，主因部分省区火电中长期交易价格下降（同时影响公司火电及市场化外送水电电价）。暂不考虑增值税的影响，1Q25 公司控股企业上网电量与上网电价的乘积同比-9.2%，其中电价下降拖累 8.2pcts、电量下降影响约 1.0pct。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025~2027 年分别实现归母净利润 66.5/70.4/73.2 亿元，EPS 分别为 0.83/0.88/0.91 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 18 倍、17 倍和 17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

来水情况、煤价下行、用电需求、新能源装机不及预期风险；市场化交易带来量价波动风险等。

公共事业与环保组

分析师：张君昊 (执业 S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

分析师：唐执敬 (执业 S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.21 元

相关报告：

- 《国投电力公司点评：来水改善+装机增长，可再生能源量增价减》，2024.10.31
- 《国投电力公司点评：向社保定增募资 70 亿建设雅砻江水电》，2024.9.18
- 《国投电力公司点评：清洁能源增量减价，煤价下行火电增利》，2024.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	56,712	57,819	57,022	59,418	61,236
营业收入增长率	12.32%	1.95%	-1.38%	4.20%	3.06%
归母净利润(百万元)	6,705	6,643	6,652	7,038	7,320
归母净利润增长率	64.36%	-0.92%	0.13%	5.80%	4.00%
摊薄每股收益(元)	0.899	0.891	0.831	0.879	0.914
每股经营性现金流净额	2.85	3.31	3.36	3.94	4.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.35%	10.72%	9.28%	9.27%	9.11%
P/E	14.65	18.65	18.30	17.30	16.63
P/B	1.66	2.00	1.70	1.60	1.52

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	50,489	56,712	57,819	57,022	59,418	61,236
增长率		12.3%	2.0%	-1.4%	4.2%	3.1%
主营业务成本	-34,311	-36,250	-36,150	-35,200	-36,825	-37,893
%销售收入	68.0%	63.9%	62.5%	61.7%	62.0%	61.9%
毛利	16,178	20,462	21,669	21,821	22,593	23,344
%销售收入	32.0%	36.1%	37.5%	38.3%	38.0%	38.1%
营业税金及附加	-971	-939	-1,068	-1,054	-1,098	-1,132
%销售收入	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
销售费用	-37	-46	-60	-59	-61	-63
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,480	-1,769	-1,895	-1,768	-1,842	-1,898
%销售收入	2.9%	3.1%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-40	-101	-170	-114	-119	-122
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	13,650	17,607	18,476	18,827	19,473	20,128
%销售收入	27.0%	31.0%	32.0%	33.0%	32.8%	32.9%
财务费用	-4,655	-3,975	-3,412	-3,164	-3,075	-3,030
%销售收入	9.2%	7.0%	5.9%	5.5%	5.2%	4.9%
资产减值损失	-63	-398	-420	-200	-200	-200
公允价值变动收益	22	-1	3	-226	0	0
投资收益	273	697	1,086	1,100	1,100	1,100
%税前利润	2.9%	4.9%	6.9%	6.6%	6.3%	6.0%
营业利润	9,412	14,048	15,824	16,447	17,407	18,108
营业利润率	18.6%	24.8%	27.4%	28.8%	29.3%	29.6%
营业外收支	21	167	-118	100	100	100
税前利润	9,433	14,215	15,706	16,547	17,507	18,208
利润率	18.7%	25.1%	27.2%	29.0%	29.5%	29.7%
所得税	-1,753	-2,055	-3,681	-2,482	-2,626	-2,731
所得税率	18.6%	14.5%	23.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	7,680	12,160	12,025	14,065	14,881	15,477
少数股东损益	3,601	5,455	5,382	7,413	7,843	8,157
归属于母公司的净利润	4,079	6,705	6,643	6,652	7,038	7,320
净利率	8.1%	11.8%	11.5%	11.7%	11.8%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	7,680	12,160	12,025	14,065	14,881	15,477
少数股东损益	3,601	5,455	5,382	7,413	7,843	8,157
非现金支出	9,732	10,320	10,842	10,682	11,941	13,030
非经营收益	4,392	3,981	3,612	2,412	2,093	2,051
营运资金变动	160	-5,193	-1,821	-2,125	431	230
经营活动现金净流	21,964	21,268	24,657	25,034	29,346	30,787
资本开支	-15,177	-20,247	-21,666	-20,909	-24,645	-21,565
投资	-980	-153	790	-159	-100	-100
其他	468	-256	-1,774	3,569	1,100	1,100
投资活动现金净流	-15,689	-20,656	-22,650	-17,499	-23,645	-20,565
股权募资	2,530	1,827	6,106	5,699	0	0
债权募资	3,170	7,897	7,082	-4,306	962	-3,763
其他	-9,274	-10,663	-16,340	-5,979	-6,118	-6,188
筹资活动现金净流	-3,574	-939	-3,152	-4,586	-5,155	-9,951
现金净流量	2,726	-290	-1,167	2,949	545	271

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,639	11,358	10,170	12,721	12,986	13,059
应收款项	9,814	14,940	16,859	14,070	14,662	15,110
存货	1,217	1,296	1,681	1,447	1,513	1,557
其他流动资产	652	1,179	1,132	940	956	967
流动资产	23,322	28,773	29,843	29,178	30,117	30,694
%总资产	9.0%	10.4%	10.1%	9.6%	9.5%	9.4%
长期投资	15,109	17,658	22,142	19,709	19,809	19,909
固定资产	206,819	215,409	227,512	237,118	249,726	258,169
%总资产	80.1%	77.7%	76.7%	78.1%	78.6%	79.0%
无形资产	5,928	6,379	6,638	6,938	7,232	7,517
非流动资产	234,933	248,590	266,694	274,601	287,515	296,260
%总资产	91.0%	89.6%	89.9%	90.4%	90.5%	90.6%
资产总计	258,254	277,363	296,537	303,779	317,632	326,954
短期借款	21,748	21,806	28,240	28,189	28,151	28,389
应付款项	21,513	22,468	25,756	22,240	23,262	23,938
其他流动负债	1,501	1,537	2,569	1,395	1,476	1,532
流动负债	44,762	45,811	56,565	51,824	52,889	53,858
长期贷款	106,364	113,672	117,794	113,794	114,794	110,794
其他长期负债	13,504	15,762	13,104	11,960	11,681	11,484
负债	164,630	175,246	187,463	177,578	179,364	176,137
普通股股东权益	54,517	59,067	61,987	71,702	75,925	80,316
其中：股本	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
未分配利润	26,820	30,951	33,273	37,264	41,486	45,878
少数股东权益	39,108	43,051	47,087	54,500	62,343	70,500
负债股东权益合计	258,254	277,363	296,537	303,779	317,632	326,954

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.547	0.899	0.891	0.831	0.879	0.914
每股净资产	7.314	7.924	8.316	8.958	9.485	10.034
每股经营现金净流	2.946	2.853	3.308	3.358	3.937	4.130
每股股利	0.275	0.495	0.495	0.357	0.378	0.393
回报率						
净资产收益率	7.48%	11.35%	10.72%	9.28%	9.27%	9.11%
总资产收益率	1.58%	2.42%	2.24%	2.19%	2.22%	2.24%
投入资本收益率	4.77%	6.02%	5.34%	5.76%	5.69%	5.71%
增长率						
主营业务收入增长率	15.58%	12.32%	1.95%	-1.38%	4.20%	3.06%
EBIT 增长率	30.36%	28.99%	4.93%	1.90%	3.43%	3.37%
净利润增长率	67.40%	64.36%	-0.92%	0.13%	5.80%	4.00%
总资产增长率	7.00%	7.40%	6.91%	2.44%	4.56%	2.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.1	74.0	94.3	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	13.2	12.7	15.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	40.9	47.2	62.8	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	1,406.0	1,275.1	1,245.2	1,330.5	1,337.1	1,354.8
偿债能力						
净负债/股东权益	135.92%	133.06%	#####	109.47%	#####	89.52%
EBIT 利息保障倍数	2.9	4.4	5.4	6.0	6.3	6.6
资产负债率	63.75%	63.18%	63.22%	58.46%	56.47%	53.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	16	23	60
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.04	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-29	买入	11.79	N/A
2	2023-08-30	买入	12.61	N/A
3	2023-10-28	买入	11.96	N/A
4	2024-04-30	买入	15.25	N/A
5	2024-08-29	买入	16.18	N/A
6	2024-09-18	买入	15.41	N/A
7	2024-10-31	买入	15.49	N/A

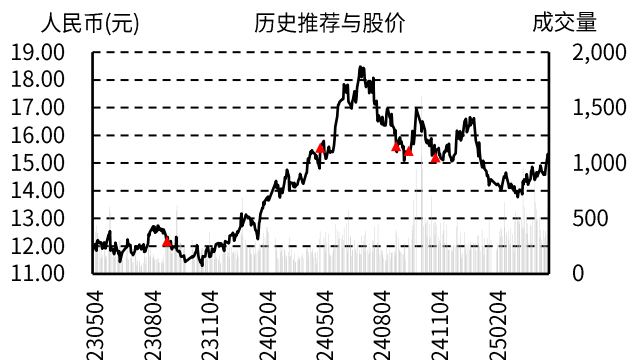
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806