

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国投电力 (600886.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

唐婵玉 电力公用研究助理

邮箱: tangchanyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

24&25Q1 公司业绩稳健，来水丰沛电量显著增长

2025 年 4 月 30 日

事件: 4 月 29 日晚, 公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 578.19 亿元, 同比增长 1.95%; 实现归母净利润 66.43 亿元, 同比下滑 0.92%; 扣非后归母净利润 64.90 亿元, 同比下降 1.51%; 经营活动产生的现金流量 246.57 亿元, 同比上升 15.93%, 基本每股收益 0.87 元。其中, 2024Q4 公司实现营业收入 134.24 亿元, 同比下降 5.22%; 实现归母净利润 0.652 亿元, 同比下降 90%。

同日, 公司发布 2025 年一季报, 2025Q1 公司实现营业收入 131.22 亿元, 同比下滑 6.99%; 实现归母净利润 20.78 亿元, 同比增长 2.01%。

2024 年公司整体生产经营情况较为平稳, 其中 Q4 受所得税等因素影响, 利润下滑幅度较大(调整以前期间所得税影响约 9.7 亿元)。分板块来看, 2024 年水电来水较为丰沛, 水电发电量同比提升, 驱动利润增长; 火电受益于新机组投产, 电量有所上升, 燃煤成本下降带动盈利显著修复; 新能源发电受电价拖累, 盈利有所下滑。

2025Q1 公司经营业绩继续保持相对稳健。其中, 公司各流域来水情况较好, 水电电量提升显著; 新能源装机量提升带动电量持续增长; 火电电量显著下滑, 电价同比微降, 对盈利造成一定拖累。

点评:

➤ 2024 年公司水电业务实现营收 266.24 亿元, 同比增长 4.1%, 实现毛利 163.95 亿元, 同比增长 6.6%, 占比 75.5%。火电业务实现营收 217.75 亿元, 同比下降 4.8%, 实现毛利 29.72 亿元, 同比增长 20.5%, 占比 13.7%。新能源发电业务实现营收 48.48 亿元, 同比增长 6.4%, 毛利 22.34 亿元, 同比下降 13.0%, 占比 10.3%。其中风电实现营收 27.29 亿元, 同比下降 5.21%, 实现毛利 13.47 亿元, 同比下降 18.4%; 光伏发电实现营收 21.19 亿元, 同比增长 26.43%, 实现毛利 8.87 亿元, 同比下降 3.4%。

- **水电: 2024 年来水转丰, 水电发电量显著提升, 电价小幅下降。**2024 年, 受益于各水电站流域来水较为丰沛, 公司水电上网电量 1034.9 亿千瓦时, 同比增长 10.52%, 其中 Q4 公司水电上网电量 236 亿千瓦时, 同比下降 3.69%; 2024 年水电平均上网电价 0.291 元/千瓦时, 同比下降 3.00%。分流域来看: 1) 雅砻江水电: 2024 年雅砻江水电上网电量 924.45 亿千瓦时, 同比增长 10.36%, 其中 Q4 水电上网电量 209.57 亿千瓦时, 同比下降 5.45%; 全年雅砻江水电平均上网电价 0.301 元/千瓦时, 同比下降 2.90%。2) 国投大朝山: 2024 年国投大朝山实现上网电量 66.58 亿千瓦时, 同比增加 8.30%, 其中 Q4 得益于上游来水丰沛, 实现上网电量 15.47 亿千瓦时, 同比增加 17.68%; 全年平均上网电价 0.188 元/千瓦时, 同比上升 1.08%。3) 国投小三峡: 2024 年国投小三峡上网电量 43.87 亿千瓦时, 同比增加 17.64%, 其中 Q4 上网电量 10.96



亿千瓦时，同比增加 6.83%；受现货交易价格波动影响，全年平均上网电价 0.226 元/千瓦时，同比下降 9.96%。

2025Q1 来水情况较好叠加两河口流域补偿效益显现，电量增长显著。

2025Q1 公司水电上网电量 231.14 亿千瓦时，同比增加 18.44%。1) 雅砻江水电：受益于两河口电站 2024 年蓄满，流域的补偿效益显著，2025Q1 雅砻江水电上网电量 231.14 亿千瓦时，同比大幅增长 18.44%。2) 国投大朝山：2025Q1 国投大朝山来水较为丰沛，实现电量大幅增长，上网电量 13.60 亿千瓦时，同比增长 18.16%。3) 国投小三峡：2025Q1 国投小三峡来水有所恢复，带动电量增长，上网电量 6.56 亿千瓦时，同比增加 2.95%。

- **火电：2024 年火电电量小幅下滑，燃煤成本下降带动盈利显著修复。**
收入端：公司火电机组所在区域来水偏丰叠加新能源装机增长，挤压火电发电空间，电量同比小幅下降，2024 年公司火电上网电量 529.02 亿千瓦时，同比下降 3.04%，其中 Q4 火电上网电量 113.40 亿千瓦时，同比下降 10.92%。电价方面，2024 年公司火电平均上网电价 0.465 元/千瓦时，同比下降 1.42%。**成本端：**2024 年煤价中枢同比显著下降，秦皇岛动力煤（Q5500）平仓价同比下降 11.43%，广州港印尼煤（Q5500）库提价同比下降 7.27%。

2025Q1 火电电量显著下滑，电价同比微降，燃料成本压力持续缓解。

收入端：受部分火电机组所在区域清洁能源发电量增加及外送电量影响，2025Q1 公司火电上网电量 96.06 亿千瓦时，同比下降 32.70%。**成本端，**2025Q1 煤价中枢同比下降，秦皇岛动力煤（Q5500）平仓价同比下降 19.91%；广州港印尼煤（Q5500）库提价同比下降 19.16%，公司燃料成本压力持续缓解。

- **新能源：2024 年及 2025Q1 新能源装机增长带动电量大幅上升，平价上网及市场化程度提升下电价承压。**电量方面，2024 年公司新增新能源装机量 263.16 万千瓦，其中风电 70.6 万千瓦，光伏 192.56 万千瓦。受新能源项目投产以及部分区域风光资源好于同期的影响，**2024 年公司新能源实现上网电量 111.27 亿千瓦时，同比增长 20.24%，**其中风电上网电量 63.77 亿千瓦时，同比增长 0.62%，光伏上网电量 47.50 亿千瓦时，同比增长 62.90%。其中 Q4 风电上网电量 14.87 亿千瓦时，同比下降 1.95%，光伏上网电量 11.82 亿千瓦时，同比增长 19.80%。**2025Q1 公司投产多个新能源发电项目，新能源实现上网电量 33.67 亿千瓦时，同比增长 15.07%，**其中风电上网电量 18.70 亿千瓦时，同比增长 5.11%，光伏上网电量 14.97 亿千瓦时，同比增长 30.48%。**电价方面，**受电力市场化程度不断提高及新投产机组平价上网的影响，2024 年新能源上网电价下降，风电平均上网电价 0.458 元/千瓦时，同比下降 5.76%，光伏发电平均上网电价 0.505 元/千瓦时，同比下降 24.06%。
- **展望未来，公司雅砻江水电业务兼具稳健及高成长性，两杨电站有望为雅砻江水电贡献明显的发电增量，长期具备 1000 万千瓦以上的装机增量空间。火电有望继续受益于电量增长及成本下降带来的业绩改善，新能源装机增长提速下成长空间大。**

- **雅砻江优质大水电资产稀缺性凸显，水电业务兼具稳健及高成长性。**公司水电业务的核心资产雅砻江水电为雅砻江流域水电资源开发的唯一主体。雅砻江为我国第三大水电开发基地，流域自然资源禀赋优越，作为优质大水电资产的稀缺性凸显。此外，流域已建成二滩、锦屏一级、两河口三大调节水库，梯级调度能力强，雅砻江流域水电的发电利用小时数高且年际波动较小，公司水电的经营稳健性凸显。**雅砻江全流域规划装机量 3000 多万千瓦，目前已开发 1920 万千瓦，待开发资源储备丰富。**2021-2022 年两河口、杨房沟电站陆续投产，装机量合计 450 万千瓦，随着两河口基本完成蓄水、电站自身发电能力及对下游的梯级补偿效益有望不断释放，我们预计 2025 年雅砻江流域水电仍将贡献明显的发电增量。此外，**卡拉、孟底沟水电站在建，装机量合计 342 万千瓦，公司预计将于 2029-2030 投产；**中游牙根一级（已获核准）、牙根二级、愣古以及上游 10 座水电站处于前期规划阶段，装机量合计 738 万千瓦。
- **雅砻江水风光互补优势显著，新能源装机增长提速下成长空间可期。**截至 2024 年底，公司新能源装机量合计 966.74 万千瓦，其中风电 388.85 万千瓦，光伏 577.89 万千瓦。根据公司规划，“十四五”期间公司新能源装机规模将达 1472 万千瓦，2025 年装机增长空间超过 500 万千瓦。公司在雅砻江打造水风光一体化基地有显著的项目获取及消纳优势，雅砻江流域水风光互补示范基地远期规划新能源装机量超 4000 万千瓦，开发潜力大。
- **盈利预测及评级：**国投电力坐拥雅砻江优质、稀缺大水电资产，随着来水改善以及两杨电站发电量的释放，水电业绩有望显著增长；火电有望继续受益于电量增长及成本下降带来的业绩改善。新能源装机量快速增长，未来增长空间大。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 71.9 亿元、74.8 亿元、76.2 亿元，对应增速 8.2%/4.0%/2.0%，EPS 分别为 0.90 元、0.93 元、0.95 元，对应 4 月 29 日收盘价的 PE 分别为 16.94X/16.28X/15.97X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外煤炭价格大幅上涨；公司水电项目所在流域来水较差；两杨电价不确定性；公司新能源项目建设进展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	56,712	57,819	61,380	63,610	65,559
增长率 YoY %	12.3%	2.0%	6.2%	3.6%	3.1%
归属母公司净利润(百万元)	6,705	6,643	7,188	7,477	7,623
增长率 YoY%	64.3%	-0.9%	8.2%	4.0%	2.0%
毛利率%	36.1%	37.5%	38.5%	38.3%	37.8%
净资产收益率 ROE%	11.4%	10.7%	9.8%	9.6%	9.3%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.83	0.90	0.93	0.95
市盈率 P/E(倍)	18.16	18.33	16.94	16.28	15.97
市净率 P/B(倍)	2.06	1.96	1.66	1.56	1.48

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,773	29,843	35,780	38,368	39,104
货币资金	11,358	10,170	16,606	17,625	18,722
应收票据	7	14	8	14	9
应收账款	14,033	15,834	15,803	16,916	16,810
预付账款	305	154	161	167	173
存货	1,296	1,681	1,206	1,581	1,329
其他	1,773	1,990	1,996	2,064	2,060
非流动资产	248,590	266,694	279,805	292,258	304,052
长期股权投资	10,142	9,985	9,828	9,671	9,515
固定资产 (合计)	198,111	197,245	206,609	215,313	223,360
无形资产	6,116	6,385	6,654	6,922	7,191
其他	34,221	53,079	56,714	60,350	63,987
资产总计	277,363	296,537	315,585	330,625	343,156
流动负债	45,811	56,565	56,466	58,949	58,716
短期借款	9,412	9,279	9,279	9,279	9,279
应付票据	1,123	962	1,217	1,049	1,303
应付账款	5,295	7,151	5,853	7,669	6,367
其他	29,981	39,173	40,117	40,951	41,768
非流动负债	129,434	130,898	132,898	134,898	136,898
长期借款	113,672	117,794	118,794	119,794	120,794
其他	15,762	13,104	14,104	15,104	16,104
负债合计	175,246	187,463	189,364	193,847	195,614
少数股东权益	43,051	47,087	52,910	58,967	65,143
归属母公司股东权益	59,067	61,987	73,311	77,811	82,399
负债和股东权益	277,363	296,537	315,585	330,625	343,156

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,712	57,819	61,380	63,610	65,559
同比(%)	12.3%	2.0%	6.2%	3.6%	3.1%
归属母公司净利润	6,705	6,643	7,188	7,477	7,623
同比(%)	64.3%	-0.9%	8.2%	4.0%	2.0%
毛利率(%)	36.1%	37.5%	38.5%	38.3%	37.8%
ROE(%)	11.4%	10.7%	9.8%	9.6%	9.3%
EPS (摊薄) (元)	0.84	0.83	0.90	0.93	0.95
P/E	18.16	18.33	16.94	16.28	15.97
P/B	2.06	1.96	1.66	1.56	1.48
EV/EBITDA	8.56	9.39	8.32	8.03	7.82

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,712	57,819	61,380	63,610	65,559
营业成本	36,250	36,150	37,772	39,276	40,768
营业税金及附加	939	1,068	1,134	1,175	1,212
销售费用	46	60	63	66	68
管理费用	1,769	1,895	2,012	2,085	2,149
研发费用	101	170	180	187	192
财务费用	3,975	3,412	4,057	4,021	4,066
减值损失合计	-250	-238	-230	-230	-230
投资净收益	697	1,086	1,153	1,195	1,232
其他	-31	-88	27	31	34
营业利润	14,048	15,824	17,112	17,796	18,141
营业外收支	167	-118	-118	-118	-118
利润总额	14,215	15,706	16,994	17,678	18,023
所得税	2,055	3,681	3,983	4,143	4,224
净利润	12,160	12,025	13,011	13,534	13,798
少数股东损益	5,455	5,382	5,823	6,057	6,176
归属母公司净利润	6,705	6,643	7,188	7,477	7,623
EBITDA	27,473	28,756	31,654	32,918	33,929
EPS (当年) (元)	0.88	0.87	0.90	0.93	0.95

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21,268	24,657	27,860	29,575	29,735
净利润	12,160	12,025	13,011	13,534	13,798
折旧摊销	9,922	10,422	11,261	11,919	12,577
财务费用	4,603	4,428	4,210	4,270	4,330
投资损失	-697	-1,086	-1,153	-1,195	-1,232
营运资金变动	-5,193	-1,821	106	621	-165
其它	473	690	426	426	426
投资活动现金流	-20,656	-22,650	-23,351	-23,309	-23,273
资本支出	-20,247	-21,666	-21,496	-21,496	-21,497
长期投资	-153	790	-3,028	-3,028	-3,028
其他	-256	-1,774	1,173	1,215	1,252
筹资活动现金流	-939	-3,152	1,913	-5,261	-5,379
吸收投资	1,827	6,106	6,998	0	0
借款	5,421	3,989	1,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-9,935	-12,065	-7,085	-7,261	-7,379
现金净增加额	-290	-1,167	6,436	1,019	1,097



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，CPA，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等工作，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，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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。

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、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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。2024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，2024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。