

量增价减影响 24 年业绩，水电压舱石作用显著

2025 年 05 月 02 日

► **事件：**2025 年 4 月 30 日，公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 营收 578.19 亿元，同比+1.95%；归母净利 66.43 亿元，同比-0.92%；扣非归母净利 64.9 亿元，同比-1.51%。单季度来看，24Q4 公司收入 134.24 亿元，同比-5.22%；归母净利 0.65 亿元，同比-90.01%；扣非归母净利 1.39 亿元，同比-75.46%。2025Q1 实现收入 131.22 亿元，同比-6.99%；归母净利 20.78 亿元，同比+2.1%；扣非归母净利 20.72 亿元，同比+2.31%。

► **发电量保持增长，24 年各电源电价均下滑。**截至 2024 年底，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、占比 47.73%；火电 1320.08 万千瓦(含垃圾发电)、占比 29.58%；风电 388.85 万千瓦、占比 8.71%；光伏 577.89 万千瓦、占比 12.95%；储能 46.2 万千瓦、占比 1.04%。2024 年，公司控股企业累计完成发电量 1720.72 亿千瓦时，同比+6.24%；上网电量 1677.22 亿千瓦时，同比+6.40%；平均上网电价 0.359 元/千瓦时，同比-4.01%。其中，水电发电量 1040.85 亿千瓦时，同比+10.49%，平均售电电价 0.257 元/kwh，下降 1.6 分/kwh；火电发电量 562.70 亿千瓦时，同比-2.99%，平均售电电价 0.413 元/kwh，下降 0.7 分 /kwh；风电发电量 66.67 亿千瓦时，同比+0.80%，平均售电电价 0.419 元/kwh，下降 2.7 分/kwh；光伏发电量 48.21 亿千瓦时，同比+63.27%，平均售电电价 0.446 元/kwh，下降 12.9 分/kwh。2025Q1，公司控股企业累计发电量 389.92 亿千瓦时，同比-1.55%，公司控股企业平均上网电价 0.355 元/千瓦时，同比-8.25%。

► **雅砻江水电受缴纳税费影响 24 年业绩，25Q1 受益雅砻江满蓄+来水偏丰，发电量保持高增长。**雅砻江可开发水电装机容量约 3000 万千瓦，截至 2024 年末已投产水电装机 1920 万千瓦，核准及在建水电装机 372 万千瓦。2024 年雅砻江流域水量丰沛，雅砻江水电实现发电量 929.43 亿千瓦时，同比+10.33%，上网电量 924.45 亿千瓦时，同比增长 10.36%，平均上网电价 301.15 元/兆瓦时，同比-2.9%；2025Q1 雅砻江水电发电量同比+18.38%，实现高增长。雅砻江水电 24 年收入 257.2 亿元，同比+5.1%，净利润 82.67 亿元，同比-4.52%，净利润下滑主要受本年缴纳税费同比增加影响。从公司所得税费用总额来看，24 年所得税费用 36.8 亿，相较于 23 年新增 16.3 亿，影响 24 年业绩增速。

► **投资建议：**公司受益雅砻江来水丰沛，水电发电量高增长，我们对公司进行盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 70.59/73.01/77.10 亿元，25/26/27 年 EPS 分别为 0.88/0.91/0.96 元，对应 4 月 30 日收盘价 PE 分别为 17/17/16 倍，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**风光自然条件变化；上网电价波动；流域来水减少。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	57,819	60,378	62,411	65,290
增长率 (%)	2.0	4.4	3.4	4.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,643	7,059	7,301	7,710
增长率 (%)	-0.9	6.3	3.4	5.6
每股收益 (元)	0.83	0.88	0.91	0.96
PE	18	17	17	16
PB	1.9	1.8	1.8	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

15.06 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 黎静

执业证书：S0100525030004

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

- 1.国投电力 (600886.SH) 2024 年半年报点评：雅砻江来水丰沛，发电量拉动业绩提升-2024/08/29
- 2.国投电力 (600886.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：水稳火旺，新能源贡献提升-2024/04/30
- 3.国投电力 (600886.SH) 2023 年业绩预告点评：基本符合预期，风光水储快速推进-2024/01/13
- 4.国投电力 (600886.SH) 2023 年三季报点评：雅砻江无忧，风光高歌猛进-2023/10/28
- 5.国投电力 (600886.SH) 2023 年半年报点评：水电量缩价增，火电强劲反弹，一体化加速推进-2023/08/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57,819	60,378	62,411	65,290
营业成本	36,150	38,401	39,672	41,321
营业税金及附加	1,068	966	999	1,045
销售费用	60	48	50	52
管理费用	1,895	1,811	1,872	1,959
研发费用	170	60	62	65
EBIT	18,334	19,091	19,756	20,848
财务费用	3,412	4,647	4,795	5,008
资产减值损失	-238	-200	-200	-200
投资收益	1,086	928	934	941
营业利润	15,824	15,198	15,726	16,618
营业外收支	-118	180	180	180
利润总额	15,706	15,378	15,906	16,798
所得税	3,681	2,307	2,386	2,520
净利润	12,025	13,071	13,520	14,278
归属于母公司净利润	6,643	7,059	7,301	7,710
EBITDA	28,756	30,346	31,302	32,789

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,170	5,805	6,290	5,609
应收账款及票据	15,847	14,796	15,298	16,008
预付款项	154	307	317	331
存货	1,681	1,368	1,413	1,472
其他流动资产	1,990	1,977	2,011	2,058
流动资产合计	29,843	24,253	25,328	25,477
长期股权投资	9,985	10,385	10,785	11,185
固定资产	197,245	205,649	212,845	226,371
无形资产	6,385	6,107	5,818	5,517
非流动资产合计	266,694	282,896	297,163	312,206
资产合计	296,537	307,149	322,491	337,683
短期借款	9,279	9,081	8,875	8,346
应付账款及票据	8,114	6,839	7,065	7,359
其他流动负债	39,173	37,494	38,109	38,911
流动负债合计	56,565	53,414	54,048	54,616
长期借款	117,794	121,794	127,794	134,794
其他长期负债	13,104	13,604	13,604	13,604
非流动负债合计	130,898	135,398	141,398	148,398
负债合计	187,463	188,812	195,446	203,014
股本	7,454	7,454	7,454	7,454
少数股东权益	47,087	53,100	59,319	65,887
股东权益合计	109,074	118,337	127,045	134,669
负债和股东权益合计	296,537	307,149	322,491	337,683

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.95	4.43	3.37	4.61
EBIT 增长率	4.46	4.13	3.48	5.53
净利润增长率	-0.92	6.26	3.43	5.60
盈利能力 (%)				
毛利率	37.48	36.40	36.43	36.71
净利润率	20.80	21.65	21.66	21.87
总资产收益率 ROA	2.24	2.30	2.26	2.28
净资产收益率 ROE	10.72	10.82	10.78	11.21
偿债能力				
流动比率	0.53	0.45	0.47	0.47
速动比率	0.50	0.42	0.44	0.43
现金比率	0.18	0.11	0.12	0.10
资产负债率 (%)	63.22	61.47	60.61	60.12
经营效率				
应收账款周转天数	99.95	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	16.98	13.00	13.00	13.00
总资产周转率	0.19	0.20	0.19	0.19
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	0.88	0.91	0.96
每股净资产	7.74	8.15	8.46	8.59
每股经营现金流	3.08	3.30	3.66	3.84
每股股利	0.46	0.47	0.48	0.49
估值分析				
PE	18	17	17	16
PB	1.9	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	9.27	9.07	8.97	8.78
股息收益率 (%)	3.03	3.12	3.19	3.25

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	12,025	13,071	13,520	14,278
折旧和摊销	10,422	11,255	11,546	11,941
营运资金变动	-1,821	-1,829	150	166
经营活动现金流	24,657	26,436	29,329	30,710
资本开支	-21,666	-26,926	-25,281	-26,453
投资	790	-395	-395	-395
投资活动现金流	-22,650	-26,393	-24,742	-25,907
股权募资	6,106	0	0	0
债务募资	7,082	4,302	5,794	6,471
筹资活动现金流	-3,152	-4,408	-4,102	-5,483
现金净流量	-1,167	-4,365	485	-681

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048