申万宏源研究 SWS RESEARCH

公用事业

2025 年 05 月 06 日

国投电力 (600886)

——水电高发 Q1 业绩稳健 火电量价短期承压

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2025 年 05 月 06 日
收盘价（元）	14.91
一年内最高/最低（元）	19.21/13.72
市净率	1.8
息率（分红/股价）	3.32
流通 A 股市值（百万元）	111,142
上证指数/深证成指	3,316.11/10,082.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	8.17
资产负债率%	61.26
总股本/流通 A 股(百万)	8,004/7,454
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

-

证券分析师
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人
朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。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，同比下滑 0.92%，低于我们的预期，主要系雅砻江所得税费用提升。2025 年一季度，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%。公司拟派发 2024 年度现金分红 0.4565 元/股，以 5 月 6 日股价计算股息率为 3.06%。
- **水电：2024 年全年电量提升，1Q25 两河口梯级调节效应显现。**2024 年公司水电发电量 1040.85 亿千瓦时，同比增长 10.49%，上网电量为 1034.90 亿千瓦时，同比增长 10.52%。具体来看，雅砻江水电、国投大朝山、国投小三峡上网电量分别同比+10.36%、8.30%和 17.64%。而 1Q25 公司水电上网电量 251.30 亿千瓦时，同比高增 17.96%。在流域来水均较好的基础上，雅砻江中游具有多年调节能力的两河口水库去年四季度首次蓄满，梯级调节补偿作用充分发挥，全面提升雅砻江各梯级电站的发电效益。电价方面，2024 年水电平均上网电价 0.291 元/千瓦时，同比下降 3.00%。雅砻江水电、国投大朝山、国投小三峡分别同比-2.90%、+1.08%、-9.96%，国投小三峡下跌主要系现货交易价格波动。2024 年公司水电业务营收同比增长 4.1%、毛利同比增长 6.6%。虽然杨房沟电站所得税率提升导致雅砻江水电净利润同比下滑 4.52%至 82.67 亿元，但公司水电板块整体保持量增价稳趋势。
- **火电：2024 全年及 1Q25 发电受到冲击，短期仍有压力。**发电量方面，2024 年公司火电上网电量 529.02 亿千瓦时，同比下降 3.04%。尽管钦州三期 2 号机组投产提供增量，受火电机组所在区域来水偏丰，新能源装机持续增长等因素影响，火电发电空间持续受到挤压。受水电、风光等清洁能源电量高增，1Q25 公司火电上网电量 96.06 亿千瓦时，同比下降 32.70%。2024 年公司火电平均上网电价 0.465 元/千瓦时，同比下降 1.42%。煤炭价格快速下降带动公司燃料成本大幅下降，但清洁能源高发地区电价竞争较为激烈，2025 年广西长协电价降幅较大，量价齐跌短期公司火电仍有压力。
- **新能源：电价回落全年增收不增利，装机仍有广阔发展空间。**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。新能源项目快速投产带动电量快速提升，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%（风电+ 0.62%、光伏+ 62.90%）；1Q25 实现上网电量 33.67 亿千瓦时，同比增长 15.07%（风电+5.11%、光伏+30.48%）。受新投产机组平价上网及市场化交易比例提升等因素影响，2024 年风电及光伏上网电价分别下降 5.76%、24.06%，风电、光伏毛利分别为 13.47、8.87 亿元，同比下降 18.4%、3.4%。根据公司 2024 年报，公司在建风电、光伏在建装机容量 179.21、651.54 万千瓦，且多数位于雅砻江流域。水风光一体化基地具有稳定消纳优势，项目收益率较高。我们认为公司新能源项目开发潜力及项目质量兼具，短期压力无碍长期稳定成长。
- **降息背景下，财务费用持续下降增厚公司整体业绩。**2024 年五年期 LPR 于 2 月、7 月及 10 月分别下调 25、10、25 个 BP，共下调 60BP。降息周期内公司财务压力减轻， 2024 年及 1Q25 财务费用同比减少 5.63、2.57 亿元，同比下降约 14.2%、27.2%。公司在建工程规模庞大，财务费用持续压降，利好公司整体业绩规模提升。
- **盈利预测与估值：**结合公司火电、新能源电价下降及火电电量短期承压情况，叠加考虑公司所得税率整体提升，我们下调 2025-2026 年归母净利润为 72.01、76.42 亿元（原值为 87.59、93.23 亿元），新增公司 2027 年归母净利润预测为 82.00 亿元。当前股价对应 PE 分别为 17、16 和 15 倍。公司清洁能源资产优质，并拥有大水电公司企业稀缺的成长性，十五五期间公司水、火、风、光装机规模均有提升空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**来水不及预期、火电发电量预期、新能源及火电电价波动、新能源装机速度不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	57,819	13,122	55,182	59,686	61,882
同比增长率（%）	2.0	-7.0	-4.6	8.2	3.7
归母净利润（百万元）	6,643	2,078	7,201	7,642	8,200
同比增长率（%）	-0.9	2.1	8.4	6.1	7.3
每股收益（元/股）	0.87	0.27	0.90	0.95	1.02
毛利率（%）	37.5	43.6	37.8	37.5	37.4
ROE（%）	10.7	2.9	9.9	10.0	10.2
市盈率	18		17	16	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,712	57,819	55,182	59,686	61,882
其中：营业收入	56,712	57,819	55,182	59,686	61,882
减：营业成本	36,250	36,150	34,333	37,314	38,766
减：税金及附加	939	1,068	1,020	1,103	1,144
主营业务利润	19,523	20,601	19,829	21,269	21,972
减：销售费用	46	60	57	62	64
减：管理费用	1,769	1,895	1,809	1,956	2,028
减：研发费用	101	170	162	175	182
减：财务费用	3,975	3,412	2,956	2,844	2,368
经营性利润	13,632	15,064	14,845	16,232	17,330
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-148	-182	-150	-150	-150
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-250	-238	-250	-250	-250
加：投资收益及其他	811	1,185	1,199	1,249	1,299
营业利润	14,048	15,824	15,644	17,081	18,230
加：营业外净收入	167	-118	300	20	120
利润总额	14,215	15,706	15,944	17,101	18,350
减：所得税	2,055	3,681	3,043	3,382	3,601
净利润	12,160	12,025	12,901	13,719	14,748
少数股东损益	5,455	5,382	5,700	6,078	6,548
归属于母公司所有者的净利润	6,705	6,643	7,201	7,642	8,200

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

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

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@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

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。

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、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。