

2025年05月07日

国投电力 (600886.SH)

投资评级: 买入 (维持)

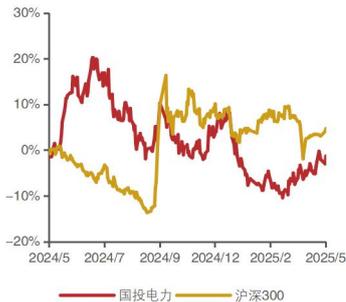
——24 业绩受补税拖累 25Q1 雅砻江蓄能释放弹性

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2025年05月07日

收盘价 (元)	15.17
一年内最高/最低 (元)	19.21/13.72
总市值 (百万元)	121,428.18
流通市值 (百万元)	113,079.91
总股本 (百万股)	8,004.49
资产负债率 (%)	61.26
每股净资产 (元/股)	8.17

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- 事件: 1) 公司发布 2024 年年报**, 2024 年实现营收 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%, 实现扣非归母净利润 64.90 亿元, 同比下滑 1.51%; **2) 公司发布 2025 年一季度报**, 2025Q1 实现营收 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 2.10%, 实现扣非归母净利润 20.72 亿元, 同比增长 2.31%; **3) 公司发布 2024 年度利润分配方案**, 拟每股派发现金红利 0.4565 元 (含税), 股利支付率 55%。
- 2024 年雅砻江水电电量高增, 业绩下滑主要系一次性补税影响**。公司 2024 年水电发电量 1040.85 亿千瓦时, 同比增加 10.49%, 主要受所在流域来水偏丰; 单四季度水电发电量 237.40 亿千瓦时, 同比下滑 3.70%。电价方面, 2024 年水电平均上网电价 (含税) 0.291 元/千瓦时, 同比下滑 0.009 元/千瓦时, 电价下滑或与电量月度结构有关。2024 年雅砻江水电经营利润同比增长 10.20%, 但净利润同比下滑 4.52%, 或主要系一次性所得税补缴, 2024 年调整以前期间所得税影响 9.71 亿元, 同比增加 10.20 亿元。
- 其他电源经营情况: 2024 年火电发电量 564.14 亿千瓦时, 同比下滑 2.94%, 其中单四季度发电量 121.11 亿千瓦时, 同比下滑 10.72%, 主要受区域内新能源、火电机组投产和广西水电电量挤压, 2024 年广西火电机组电价变动较大, 或与容量电价与其他调节性收入有关。2024 年风电发电量 65.33 亿千瓦时, 同比基本持平; 光伏发电量 48.21 亿千瓦时, 同比增长 63.27%, 主要受多个光伏项目陆续投产影响; 2024 年风电电价 (含税) 0.458 元/千瓦时, 同比下降 0.028 元/千瓦时; 光伏电价 (含税) 0.505 元/千瓦时, 同比下降 0.160 元/千瓦时, 主要受公司新投产机组为平价项目以及峰谷分时电价影响; 受部分区域限电及电价下降等因素影响, 2024 年公司风电、光伏毛利额分别同比下滑 18.41%、3.38%。
- 2025Q1 雅砻江蓄能释放电量弹性, 期待煤价下行在火电业绩端的体现**。受益于雅砻江中游龙头水库电站两河口水库投产后 2024 年首次蓄满, 2025 年一季度对流域的补偿效益显著, 以及部分流域来水偏丰, 2025Q1 公司水电发电量 252.71 亿千瓦时, 同比增加 17.90%。2025Q1 公司火电发电量 102.87 亿千瓦时, 同比减少 32.25%, 主要受新能源发电量增加以及外送电量影响, 2025Q1 由于火电上网电量下降, 电价较高部分对应电量比例降低, 以及部分区域火电中长期交易价格下降, 其中广西年度长协电价同比下滑 0.107 元/千瓦时, 影响公司火电业绩。秦皇岛 (5500 大卡) 现货煤价持续下降, 考虑到公司一季度需要消化去年库存煤 (并且公司 2024 年底库存同比 2023 年增加 30%, 主要为燃煤存货增加), **预计 3-4 月低煤价对公司火电业绩的增厚作用将在二季度明显体现**。
- 其他电源经营情况以及财务数据方面, 受益于多个风光项目陆续投产, 2025Q1 公司风电发电量 19.14 亿千瓦时, 同比增加 5.13%; 光伏发电量 15.20 亿千瓦时, 同比增加 30.56%, 2025Q1 公司未单独披露电价情况。2025Q1 财务费用同比下降 2.57 亿元至 6.89 亿元。2024 年财务费用同比减少 5.63 亿元至 34.12 亿元, 财务降费效果显著; 2024 年公司实现投资收益 10.86 亿元, 同比增长 3.89 亿元, 主要系合营企业同比减亏、联营企业赣能股份、徐州华润电力等投资收益同比增加。
- 在建 15GW 装机贡献业绩增量, 雅砻江待开发水电超 10GW**。截至 2024 年底, 公司控股装机容量 4463.47 万千瓦, 其中水电/火电/风电/光伏分别为 2130.45/1320.08/388.85/577.89 万千瓦; 公司在建项目合计 1477.23 万千瓦, 其中水电 273 万千瓦、火电 373.48 万千瓦、风电 179.21 万千瓦、光伏 651.54 万千瓦; 雅砻江水电核准及在建水电装机 372 万千瓦, 全流域可开发水电装机 3000 万千瓦, 目前仅投产 1920 万千瓦, 待开发水电装机超过 10GW。
- 盈利预测与评级**: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 72/75/77 亿元, 同比增速分别为 8%/5%/2%, 当前股价对应的 PE 分别为 17/16/16 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 来水波动, 电价不及预期, 煤价超预期**。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	56,712	57,819	57,391	59,916	61,519
同比增长率 (%)	12.32%	1.95%	-0.74%	4.40%	2.68%
归母净利润 (百万元)	6,705	6,643	7,153	7,524	7,691
同比增长率 (%)	64.36%	-0.92%	7.67%	5.19%	2.22%
每股收益 (元/股)	0.84	0.83	0.89	0.94	0.96
ROE (%)	11.35%	10.72%	9.91%	9.95%	9.73%
市盈率 (P/E)	18.11	18.28	16.98	16.14	15.79

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,170	10,373	11,116	12,276
应收票据及账款	15,847	15,730	16,422	16,861
预付账款	154	153	159	164
其他应收款	1,012	1,004	1,048	1,076
存货	1,681	1,656	1,734	1,786
其他流动资产	979	973	1,006	1,028
流动资产总计	29,843	29,888	31,485	33,191
长期股权投资	9,985	10,859	11,734	12,609
固定资产	199,093	200,262	204,959	213,059
在建工程	30,267	44,214	49,160	50,107
无形资产	6,385	5,951	5,518	5,084
长期待摊费用	102	87	73	58
其他非流动资产	20,862	20,854	20,847	20,839
非流动资产合计	266,694	282,228	292,291	301,756
资产总计	296,537	312,116	323,776	334,947
短期借款	9,279	9,079	8,879	8,679
应付票据及账款	8,114	7,992	8,366	8,621
其他流动负债	39,173	38,561	40,365	41,590
流动负债合计	56,565	55,631	57,610	58,890
长期借款	128,058	128,558	128,758	128,958
其他非流动负债	2,840	2,840	2,840	2,840
非流动负债合计	130,898	131,398	131,598	131,798
负债合计	187,463	187,029	189,208	190,688
股本	7,454	8,004	8,004	8,004
资本公积	10,974	17,424	17,424	17,424
留存收益	43,559	46,777	50,163	53,624
归属母公司权益	61,987	72,205	75,591	79,052
少数股东权益	47,087	52,881	58,977	65,207
股东权益合计	109,074	125,087	134,568	144,259
负债和股东权益合计	296,537	312,116	323,776	334,947

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	12,025	12,077	12,748	13,051
折旧与摊销	10,422	10,341	10,812	11,409
财务费用	3,412	3,383	3,257	3,254
投资损失	-1,086	-1,086	-1,086	-1,086
营运资金变动	-1,821	-577	1,325	934
其他经营现金流	1,706	1,067	1,067	1,067
经营性现金净流量	24,657	25,204	28,123	28,628
投资性现金净流量	-22,650	-24,985	-19,985	-19,985
筹资性现金净流量	-3,152	-17	-7,395	-7,484
现金流量净额	-1,167	202	743	1,160

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	57,819	57,391	59,916	61,519
营业成本	36,150	35,607	37,276	38,411
税金及附加	1,068	1,061	1,107	1,137
销售费用	60	59	62	64
管理费用	1,895	1,881	1,964	2,016
研发费用	170	105	110	113
财务费用	3,412	3,383	3,257	3,254
资产减值损失	-238	-237	-247	-254
信用减值损失	-182	-180	-188	-193
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,086	1,086	1,086	1,086
公允价值变动损益	3	0	0	0
资产处置收益	-8	5	5	5
其他收益	99	99	99	99
营业利润	15,824	16,068	16,895	17,268
营业外收入	30	30	30	30
营业外支出	148	148	148	148
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	15,706	15,950	16,777	17,150
所得税	3,681	3,003	3,159	3,229
净利润	12,025	12,947	13,619	13,922
少数股东损益	5,382	5,795	6,095	6,231
归属母公司股东净利润	6,643	7,153	7,524	7,691
EPS(元)	0.83	0.89	0.94	0.96

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	1.95%	-0.74%	4.40%	2.68%
营业利润增长率	12.64%	1.54%	5.15%	2.21%
归母净利润增长率	-0.92%	7.67%	5.19%	2.22%
经营现金流增长率	15.93%	2.22%	11.58%	1.80%
盈利能力				
毛利率	37.48%	37.96%	37.79%	37.56%
净利率	20.80%	22.56%	22.73%	22.63%
ROE	10.72%	9.91%	9.95%	9.73%
ROA	2.24%	2.29%	2.32%	2.30%
估值倍数				
P/E	18.28	16.98	16.14	15.79
P/S	2.10	2.12	2.03	1.97
P/B	2.16	1.83	1.74	1.66
股息率	0.00%	3.24%	3.41%	3.48%
EV/EBITDA	10	10	10	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。