

国投电力 (600886.SH)

24 年年报及 25 年一季报点评：水电电量高增，火电量价略承压

国投电力发布 24 年年报及 25 年一季报，2024 年实现营业收入 578.19 亿元，同比+1.95%；归母净利润 66.43 亿元，同比-0.92%；1Q25 公司实现营业收入 131.22 亿元，同比-6.99%；归母净利润 20.78 亿元，同比+2.1%。

- **受益高蓄能，1Q25 水电业绩向好。**国投电力发布 24 年年报及 25 年一季报，2024 年实现营业收入 578.19 亿元，同比+1.95%；归母净利润 66.43 亿元，同比-0.92%；其中，4Q24 实现营业收入 134.24 亿元，同比-5.22%；归母净利润 0.65 亿元，同比-90.01%。公司拟派发现金红利 0.4565 元/股，分红总额 36.54 亿元，分红比例 55%。1Q25 公司实现营业收入 131.22 亿元，同比-6.99%；归母净利润 20.78 亿元，同比+2.1%。
- **水电：电量增长电价下降。**2024 年，公司各水电站流域来水偏丰，水电发电量为 1040.85 亿千瓦时，同比+10.49%，其中雅砻江水电发电量 929.43 亿千瓦时，同比+10.33%。水电综合上网电价 0.291 元/千瓦时，同比-3.0%，其中雅砻江水电电价 0.301 元/千瓦时，同比-2.9%；小三峡受现货交易价格波动影响，上网电价同比下滑 9.96%至 0.226 元/千瓦时。雅砻江水电 2024 年实现净利润 82.67 亿元，同比-4.5%，主要因缴纳税费同比增加；测算度电净利润为 0.089 元/千瓦时，同比-13.5%。两河口电站于 24 年底蓄满，对流域补偿效益显著，1Q25 雅砻江水电发电量 232.37 亿千瓦时，同比+18.38%。
- **火电：受新能源、水电挤压以及新投产机组影响，电量下降。**2024 年公司火电发电量 564.14 亿千瓦时，同比-2.94%。国投北疆发电量同比下滑 12.01%，净利润下滑 98.53%，主要是受区域新能源、火电机组投产影响，以及碳排放交易收入减少所致；国投钦州发电量同比下滑 25.24%，净利润下滑 27.44%，主要是由于区域来水偏丰，挤占火电电量。受益于福建用电量及外送电量增加，以及燃煤价格下行，华夏电力、湄洲湾电力净利润分别同比上涨 123.1%、103.63%。火电全年综合上网电价 0.465 元/千瓦时，同比-1.42%。1Q25 火电延续下滑趋势，发电量 102.87 亿千瓦时，同比下滑 32.25%。
- **新能源：光伏电量延续高增。**2024 年公司风电/光伏装机 70.6/192.56 万千瓦，光伏发电量同比大幅增长 63.27%，风电电量同比持平略有增长。随着平价项目增多以及市场化比例提升，2024 年风电/光伏上网电价分别同比下滑 5.76%/24.06%。截至 2024 年底，公司清洁能源装机占比达到 70.42%，在建风电/光伏分别为 179.21/651.54 万千瓦。1Q25 光伏发电量 15.20 亿千瓦时，同比+30.56%，延续高增长，风电发电量同比+5.13%。
- **盈利预测与估值。**水电电量高增，业绩有望实现较好增长；依托雅砻江布局水风光综合能源基地，新能源持续释放业绩；当前火电在建容量 373.48 万千瓦，投产后也有望带来业绩增量。考虑到公司火电量价或面临一定压力，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 71.60、74.62、80.94 亿元，同比增长 8%、4%、8%；当前股价对应 PE 分别为 17.1x、16.4x、15.1x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**来水不及预期、煤炭成本高于预期、上网电价波动、新能源项目进度滞后等。

财务数据与估值

增持（维持）

周期/环保及公用事业
目标估值：NA
当前股价：15.3 元

基础数据

总股本（百万股）	8004
已上市流通股（百万股）	7454
总市值（十亿元）	122.5
流通市值（十亿元）	114.0
每股净资产（MRQ）	8.9
ROE（TTM）	9.4
资产负债率	61.3%
主要股东	国家开发投资集团有限公司
主要股东持股比例	47.79%

股价表现



相关报告

- 1、《国投电力（600886）：两河口首次蓄满，今冬明春电量增长可期》2024-10-31
- 2、《国投电力（600886）：引入社保推动合作共赢，提高分红彰显长期价值》2024-09-18
- 3、《国投电力（600886）24 年中报点评：电量增长对冲电价波动影响，水火并济业绩有望持续释放》2024-08-29

宋盈盈 S1090520080001
songyingying@cmschina.com.cn
卢湘雪 研究助理
luxiangxue@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	56712	57819	57508	60417	65488
同比增长	12%	2%	-1%	5%	8%
营业利润(百万元)	14048	15824	16301	16987	18427
同比增长	49%	13%	3%	4%	8%
归母净利润(百万元)	6705	6643	7160	7462	8094
同比增长	64%	-1%	8%	4%	8%
每股收益(元)	0.84	0.83	0.89	0.93	1.01
PE	18.3	18.4	17.1	16.4	15.1
PB	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28773	29843	23738	31357	44322
现金	11358	10170	4197	10831	22092
交易性投资	199	211	211	211	211
应收票据	7	14	14	14	15
应收款项	14033	15834	15748	16545	17934
其它应收款	899	1012	1006	1057	1146
存货	1296	1681	1648	1737	1883
其他	980	921	914	961	1041
非流动资产	248590	266694	265197	263811	262527
长期股权投资	10142	9985	9985	9985	9985
固定资产	198111	197245	196423	195641	194899
无形资产商誉	6263	6537	5883	5295	4765
其他	34074	52927	52907	52891	52878
资产总计	277363	296537	288935	295168	306849
流动负债	45811	56565	32348	28594	29289
短期借款	9412	9279	4184	0	0
应付账款	6418	8114	7952	8385	9085
预收账款	14	15	15	16	17
其他	29967	39157	20198	20193	20186
长期负债	129434	130898	130898	130898	130898
长期借款	113672	117794	117794	117794	117794
其他	15762	13104	13104	13104	13104
负债合计	175246	187463	163246	159492	160187
股本	7454	7454	8004	8004	8004
资本公积金	16668	16671	23121	23121	23121
留存收益	34944	37861	41619	45500	49864
少数股东权益	43051	47087	52945	59050	65673
归属于母公司所有者权益	59067	61987	72744	76626	80989
负债及权益合计	277363	296537	288935	295168	306849

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21268	24657	25755	25778	26568
净利润	12160	12025	13019	13567	14717
折旧摊销	9860	10341	10553	10442	10341
财务费用	4603	4428	3394	3565	3865
投资收益	(697)	(1086)	(1181)	(1241)	(1345)
营运资金变动	(4730)	(1257)	(29)	(555)	(1009)
其它	72	208	0	0	0
投资活动现金流	(20656)	(22650)	(7875)	(7815)	(7711)
资本支出	(20253)	(21766)	(9056)	(9056)	(9056)
其他投资	(404)	(884)	1181	1241	1345
筹资活动现金流	(939)	(3152)	(23853)	(11329)	(7595)
借款变动	2977	6746	(24057)	(4184)	0
普通股增加	0	0	550	0	0
资本公积增加	21	3	6450	0	0
股利分配	(2050)	(3688)	(3403)	(3580)	(3731)
其他	(1887)	(6213)	(3394)	(3565)	(3865)
现金净增加额	(327)	(1145)	(5973)	6634	11261

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56712	57819	57508	60417	65488
营业成本	36250	36150	35429	37359	40480
营业税金及附加	939	1068	1035	1088	1179
营业费用	46	60	59	62	68
管理费用	1769	1895	1885	1980	2146
研发费用	101	170	169	177	192
财务费用	3975	3412	3394	3565	3865
资产减值损失	(394)	(428)	(418)	(440)	(476)
公允价值变动收益	(1)	3	3	3	3
其他收益	114	99	98	103	112
投资收益	697	1086	1080	1135	1230
营业利润	14048	15824	16301	16987	18427
营业外收入	209	30	30	32	34
营业外支出	42	148	58	60	65
利润总额	14215	15706	16274	16959	18396
所得税	2055	3681	3255	3392	3679
少数股东损益	5455	5382	5858	6105	6622
归属于母公司净利润	6705	6643	7160	7462	8094

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	2%	-1%	5%	8%
营业利润	49%	13%	3%	4%	8%
归母净利润	64%	-1%	8%	4%	8%
获利能力					
毛利率	36.1%	37.5%	38.4%	38.2%	38.2%
净利率	11.8%	11.5%	12.5%	12.4%	12.4%
ROE	11.8%	11.0%	10.6%	10.0%	10.3%
ROIC	6.7%	5.8%	6.3%	6.6%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	63.2%	63.2%	56.5%	54.0%	52.2%
净负债比率	48.8%	49.2%	42.2%	39.9%	38.4%
流动比率	0.6	0.5	0.7	1.1	1.5
速动比率	0.6	0.5	0.7	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	28.8	24.3	21.3	22.1	22.4
应收账款周转率	4.9	3.9	3.6	3.7	3.8
应付账款周转率	6.6	5.0	4.4	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.84	0.83	0.89	0.93	1.01
每股经营净现金	2.66	3.08	3.22	3.22	3.32
每股净资产	7.38	7.74	9.09	9.57	10.12
每股股利	0.46	0.43	0.45	0.47	0.51
估值比率					
PE	18.3	18.4	17.1	16.4	15.1
PB	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.2	11.5	11.1	10.8	10.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。