


公司评级 **买入（维持）**
报告日期 2025 年 05 月 08 日

基础数据

05 月 07 日收盘价（元）	15.17
总市值（亿元）	1,214.28
总股本（亿股）	80.04

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】国投电力 2024 年三季报点评：水电电量高增，火电量价小幅承压-2024.11.01

【兴证公用】国投电力 2024 年中报点评：Q2 火电电量承压，Q3 利润增速可期-2024.09.01

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

国投电力(600886.SH)

24Q4 雅砻江水电税费提升压制业绩，25Q1 水电稳健增长

投资要点：

- **事件：**国投电力发布 2024 年报与 2025 年一季报。公司 2024 年全年实现营业收入 578.19 亿元，同比+1.95%，归母净利润 66.43 亿元，同比-0.92%，扣非归母净利润 64.90 亿元，同比-1.51%，经营性现金流 246.57 亿元，同比+15.93%，财务费用压降 5.63 亿元；其中 Q4 归母净利润 0.65 亿元，同比-90.01%，扣非归母净利润 1.39 亿元，同比-75.46%。2025 年一季度，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+2.10%。2024 年度，公司派发每股现金红利 0.4565 元，分红比例为 55%。结合经营数据点评如下：
- **水电：24Q4 雅砻江水电税费提升拖累业绩，25Q1 电量高增带动利润增长。**2024 年公司全年水电上网电量 1034.90 亿度，同比+10.52%，上网电价 0.291 元/度，同比-3.0%，其中雅砻江水电全年上网电量 924.45 亿度，同比+10.36%，上网电价 0.301 元/度，同比-2.9%，单 Q4 雅砻江水电售电收入同比-10.6%。2024 年雅砻江实现净利润 82.67 亿元，同比-4.52%，其中 Q4 实现净利润 3.0 亿元，同比-77%（同比-10.1 亿元），主要系缴纳税费同比增加，公司 Q4 所得税 16.05 亿元（同期为 3.71 亿元），与利润总额比例同比+67pct 至 89.5%。2025Q1，受益于两河口水库增发电量提升，雅砻江水电上网电量 231.14 亿度，同比+18.44%，带动水电利润提升。
- **火电：煤价下行带动业绩修复，25Q1 量价承压。**2024 年公司完成火电上网电量 529.02 亿度，同比-3.04%，上网电价 0.465 元/度，同比-1.42%，煤价下行带动火电板块毛利率同比+2.86pct 至 13.65%，2024 年控股火电公司北疆发电/湄洲湾电力/钦州发电/华夏电力合计实现净利润 15.05 亿元，同比+1.57 亿元，度电净利润为 0.030 元/度，同比+0.004 元/度。25Q1 受清洁电源挤占及需求疲软影响，公司火电上网电量 96.06 亿度，同比-32.70%，且由于机组所在区域广西等省份 25 年长协电价下滑，公司平均上网电价 0.355 元/千瓦时，同比-0.032 元/度，煤价下降带动公司 Q1 营业成本同比-12.2%。
- **绿电：电价下降压制利润。**截至 2024 年末，公司风、光装机分别为 388.85、577.89 万千瓦，同比+70.6、+192.56 万千瓦，2024/2025Q1 绿电上网电量分别为 111.27/33.67 亿度，同比+20.24%/+15.07%；由于平价项目及市场化交易拉低电价，2024 年公司风光上网电价分别同比-0.028、-0.160 元/度。
- **投资建议：维持“买入”评级。**水电业绩释放有望抵消火电量价下滑带来不利影响，全年业绩维稳，在建华夏三期与钦州三期或于 2025/2026 年内相继投产，资产持续扩张。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 72.33、76.52、80.14 亿元，分别同比+8.9%、+5.8%、+4.7%，对应 5 月 7 日收盘价 PE 估值分别为 16.8x、15.9x、15.2x。
- **风险提示：**来水不及预期、动力煤价格大幅上行、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	57819	52023	53447	55590
同比增长	2.0%	-10.0%	2.7%	4.0%
归母净利润（百万元）	6643	7233	7652	8014
同比增长	-0.9%	8.9%	5.8%	4.7%
毛利率	37.5%	41.5%	41.9%	41.6%
ROE	10.7%	10.0%	10.1%	10.1%
每股收益（元）	0.83	0.90	0.96	1.00
市盈率	18.3	16.8	15.9	15.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29843	30994	37176	45189
货币资金	10170	14950	20465	28003
交易性金融资产	142	142	142	142
应收票据及应收账款	15847	12771	13351	13711
预付款项	154	178	178	179
存货	1681	1250	1304	1379
其他	1848	1704	1735	1775
非流动资产	266694	280910	289189	296555
长期股权投资	9985	9985	9985	9985
固定资产	197245	219115	230335	237304
在建工程	30267	18784	12292	9046
无形资产	6385	6385	6385	6385
商誉	146	146	146	146
其他	22666	26495	30046	33688
资产总计	296537	311904	326364	341743
流动负债	56565	51017	51773	52990
短期借款	9279	9279	9279	9279
应付票据及应付账款	8114	5881	6241	6573
其他	39173	35857	36254	37139
非流动负债	130898	135611	139611	143611
长期借款	117794	122794	126794	130794
其他	13104	12816	12816	12816
负债合计	187463	186628	191384	196601
股本	7454	8004	8004	8004
未分配利润	33273	35442	37738	40141
少数股东权益	47087	53005	59266	65823
股东权益合计	109074	125276	134980	145143
负债及权益合计	296537	311904	326364	341743

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	6643	7233	7652	8014
折旧和摊销	10422	11964	13122	14127
营运资金的变动	-1821	-2728	-111	542
经营活动产生现金流量	24657	26096	30590	32919
资本支出	-21666	-22478	-17976	-18023
长期投资	790	-3301	-3551	-3643
投资活动产生现金流量	-22650	-25504	-20727	-20866
债券融资	7082	5270	4000	4000
股权融资	6106	6998	0	0
融资活动产生现金流量	-3152	4188	-4349	-4515
现金净变动	-1167	4780	5515	7538

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57819	52023	53447	55590
营业成本	36150	30422	31050	32482
税金及附加	1068	988	1015	1056
销售费用	60	52	53	56
管理费用	1895	1717	1764	1834
研发费用	170	156	160	167
财务费用	3412	3793	3616	3391
投资收益	1086	800	800	800
公允价值变动收益	3	0	0	0
信用减值损失	-182	-200	-200	-200
资产减值损失	-238	-150	-150	-150
营业利润	15824	15449	16345	17165
营业外收支	-118	24	24	-23
利润总额	15706	15472	16369	17142
所得税	3681	2321	2455	2571
净利润	12025	13152	13913	14570
少数股东损益	5382	5918	6261	6557
归属母公司净利润	6643	7233	7652	8014
EPS (元)	0.83	0.90	0.96	1.00

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	2.0%	-10.0%	2.7%	4.0%
营业利润增长率	12.6%	-2.4%	5.8%	5.0%
归母净利润增长率	-0.9%	8.9%	5.8%	4.7%
盈利能力				
毛利率	37.5%	41.5%	41.9%	41.6%
归母净利率	11.5%	13.9%	14.3%	14.4%
ROE	10.7%	10.0%	10.1%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	63.2%	59.8%	58.6%	57.5%
流动比率	0.53	0.61	0.72	0.85
速动比率	0.48	0.56	0.67	0.81
营运能力				
资产周转率	0.20	0.17	0.17	0.17
每股资料 (元)				
每股收益	0.83	0.90	0.96	1.00
每股经营现金	3.08	3.26	3.82	4.11
估值比率 (倍)				
PE	18.3	16.8	15.9	15.2
PB	2.0	1.7	1.6	1.5

分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn