

公司研究 | 点评报告 | 国投电力（600886.SH）

水情弱化电量增幅收窄，成本改善托底盈利预期

报告要点

二季度公司水电发电量同比增长 2.85%，增幅明显收窄。电价方面，二季度公司控股企业平均上网电价 0.350 元/千瓦时，同比降低约 0.017 元/千瓦时，主因系电价较高的火电电量占比下降以及部分区域火电中长期交易电价下降的影响，预计公司水电电价降幅有限。整体来看，来水及风况偏弱限制电量增速，叠加电价同比回落，将共同压制二季度公司清洁能源板块业绩表现。受所在区域清洁能源发电量增加以及外送电量增加的共同影响，二季度公司火电发电量同比减少 8.10%，成本改善仍将主导公司火电业绩表现，公司二季度业绩展望平稳。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

国投电力 (600886.SH)

水情弱化电量增幅收窄，成本改善托底盈利预期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年二季度主要经营数据公告：2025 年 4-6 月，公司控股企业累计完成发电量 380.67 亿千瓦时，上网电量 370.74 亿千瓦时，与去年同期相比分别增加 0.52% 和 0.59%。

事件评论

- **来水转弱限制水电表现，电量增幅显著收窄。**2025 年上半年，得益于雅砻江两河口水电站蓄能释放的补偿效益，公司水电完成发电量 477.82 亿千瓦时，同比增长 10.30%。单二季度来看，公司完成水电发电量 225.11 亿千瓦时，同比增加 2.85%，其中雅砻江水电完成发电量 197.63 亿千瓦时，同比增长 6.63%。但二季度大朝山、小三峡水电站流域来水同比减少，国投大朝山和国投小三峡二季度水电发电量分别同比降低 23.69%、8.87%，一定程度拖累整体水电电量表现。电价方面，二季度公司控股企业平均上网电价 0.350 元/千瓦时，同比降低约 0.017 元/千瓦时，主因系：1) 火电上网电量下降，电价较高部分对应电量比例降低；2) 部分区域火电中长期交易价格下降；3) 平价新能源项目占比提高也有一定影响。**考虑公司电量结构变化与各省年度长协电价的实际情况，公司水电电价降幅预计显著低于公司平均电价降幅。**此外，截至 2025 年二季度末，公司风电和光伏装机分别为 398.83 万千瓦、584.94 万千瓦，同比分别增长 22.49%、39.60%。受公司所在区域风况偏弱影响，二季度公司风电完成发电量 17.99 亿千瓦时，仅同比增长 0.67%；在装机持续扩张的带动下，二季度光伏完成发电量 17.86 亿千瓦时，同比增长 52.39%。**整体来看，来水及风况偏弱限制电量增速，叠加电价同比回落，将共同压制二季度公司清洁能源板块业绩表现。**
- **火电电量延续承压，成本优化主导业绩。**受所在区域清洁能源发电量增加以及外送电量增加的共同影响，二季度公司火电完成发电量 119.71 亿千瓦时，同比减少 8.10%，降幅较一季度显著收窄。电价方面，部分区域火电中长期交易价格有所调整，公司火电电价也存在一定下降。成本方面，2025 年以来，煤炭供需形势较为宽松，二季度煤价整体延续回落趋势，二季度秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价均价为 631.61 元/吨，同比降低 216.84 元/吨。虽然在长协煤价平滑的作用下，公司成本降幅或相对会有所收窄，但成本端显著回落将是确定性方向。**整体来看，煤价回落将一定程度对冲电量压力，成本的显著优化将主导公司火电业绩表现，预计公司二季度业绩表现平稳。**
- **坐拥雅砻江水风光基地，全电源推进内生发展。**雅砻江流域水风光一体化基地在建项目有序推进，流域可开发水电装机容量约 3000 万千瓦，截止 2024 年已投产水电装机 1920 万千瓦，核准及在建水电装机 372 万千瓦。此外，在国投钦州二电 2 号机组按期投产后，钦州 3 号、4 号机组已全面开工，公司同时还有印尼巴塘水电站、华夏电力 5 号机组等项目建设积极推进，公司在始终坚持“效益第一”的投资管理原则上后续发展空间依旧广阔。
- **投资建议：**根据最新经营数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.90 元、0.99 元和 1.05 元，对应 PE 分别为 16.57 倍、15.04 倍和 14.15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新建项目投产进度与效益不及预期风险；
- 2、风况、日照资源不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.84
总股本(万股)	800,449
流通A股/B股(万股)	745,418/0
每股净资产(元)	8.17
近12月最高/最低价(元)	18.72/13.72

注：股价为 2025 年 7 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《24 年税费增长限制利润表现，25 年开年降本促成业绩增长》2025-05-11
- 《火电量价同比承压，水电托底经营表现》2025-04-23
- 《量价承压限制水电表现，成本优化缓解火电压力》2025-01-22



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、新建项目投产进度与效益不及预期风险。公司经营业绩的增长核心假设依赖于整体新增装机的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因组件或其他因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力。

2、风况、日照资源不及预期风险。从部分时段的来风及光照条件来看，其表现优于去年同期，但因为气候因素本身难以准确预测，若后续气候快速恶化，不但会导致增量项目盈利能力变弱，还会造成存量项目盈利水平同步弱化，因此会对公司整体业绩预测会存在向下波动的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57819	53320	57323	59160	货币资金	10170	10579	11456	12553
营业成本	36150	32845	35691	36785	交易性金融资产	142	142	142	142
毛利	21669	20475	21632	22375	应收账款	15834	9345	17724	8569
%营业收入	37%	38%	38%	38%	存货	1681	1024	1916	1114
营业税金及附加	1068	985	1059	1093	预付账款	154	140	152	157
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	1862	1593	1996	1655
销售费用	60	55	59	61	流动资产合计	29843	22822	33385	24190
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	9985	10485	10985	11485
管理费用	1895	1747	1879	1939	投资性房地产	103	103	103	103
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	197245	203406	210735	212061
研发费用	170	156	168	174	无形资产	6385	6385	6385	6385
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	146	146	146	146
财务费用	3412	3191	2937	2648	递延所得税资产	975	975	975	975
%营业收入	6%	6%	5%	4%	其他非流动资产	51855	57393	61760	73092
加: 资产减值损失	-238	0	0	0	资产总计	296537	301715	324473	328437
信用减值损失	-182	-200	-200	-200	短期贷款	9279	5279	3279	779
公允价值变动收益	3	0	0	0	应付款项	7151	330	7601	778
投资收益	1086	933	917	947	预收账款	6	5	6	6
营业利润	15824	15164	16345	17307	应付职工薪酬	288	262	285	293
%营业收入	27%	28%	29%	29%	应交税费	2265	2088	2245	2317
营业外收支	-118	-100	0	0	其他流动负债	37577	33081	35273	34062
利润总额	15706	15064	16345	17307	流动负债合计	56565	41045	48688	38235
%营业收入	27%	28%	29%	29%	长期借款	117794	122676	127683	133548
所得税费用	3681	2260	2493	2639	应付债券	8914	8914	8914	8914
净利润	12025	12804	13852	14668	递延所得税负债	788	788	788	788
归属于母公司所有者的净利润	6643	7170	7896	8397	其他非流动负债	3402	3402	3402	3402
少数股东损益	5382	5634	5956	6271	负债合计	187463	176825	189475	184886
EPS (元)	0.87	0.90	0.99	1.05	归属于母公司所有者权益	61987	72170	76322	78602
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	47087	52721	58677	64948
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	109074	124890	134999	143550
经营活动现金流净额	24657	21540	27178	30937	负债及股东权益	296537	301715	324473	328437
取得投资收益收回现金	442	933	917	947	基本指标				
长期股权投资	157	-500	-500	-500		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-21666	-21865	-22532	-24357	每股收益	0.87	0.90	0.99	1.05
其他	-1582	0	0	0	每股经营现金流	3.31	2.69	3.40	3.86
投资活动现金流净额	-22650	-21432	-22115	-23911	市盈率	17.12	16.57	15.04	14.15
债券融资	-3044	0	0	0	市净率	1.78	1.65	1.56	1.51
股权融资	6106	6998	0	0	EV/EBITDA	8.93	9.52	9.04	8.67
银行贷款增加 (减少)	3989	882	3006	3365	总资产收益率	2.2%	2.4%	2.4%	2.6%
筹资成本	-12065	-7048	-7192	-9294	净资产收益率	10.7%	9.9%	10.3%	10.7%
其他	1862	-532	0	0	净利率	11.5%	13.4%	13.8%	14.2%
筹资活动现金流净额	-3152	300	-4186	-5928	资产负债率	63.2%	58.6%	58.4%	56.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1145	408	877	1098	总资产周转率	0.20	0.18	0.18	0.18

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。