

国投电力 (600886.SH)

增持 (维持)

25年中报点评: 营收略降, 业绩韧性十足

周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 14.33 元

国投电力发布 2025 年中报, 上半年实现营业收入 256.97 亿元, 同比-5.18%; 归母净利润 37.95 亿元, 同比+1.36%。

基础数据

- **营收略降, 业绩稳中有增。** 公司上半年实现营业收入 256.97 亿元, 同比-5.18%; 归母净利润 37.95 亿元, 同比+1.36%; 其中, 2Q25 实现营业收入 125.75 亿元, 同比-3.22%; 归母净利润 17.16 亿元, 同比+0.48%。
- **水电: 电量增长, 度电盈利提升。** 2025H1 公司水电发电量为 477.82 亿千瓦时, 同比+10.30%, 其中雅砻江水电发电量 430.00 亿千瓦时, 同比+12.68%, 主要由于两河口电站去年蓄满, 对流域的补偿效益显著; 国投大朝山、国投小三峡受流域来水同比减少的影响, 水电发电量分别同比下滑 8.72% 和 4.90%。测算公司水电板块上半年不含税电价为 0.277 元/千瓦时, 同比-0.009 元/千瓦时; 度电净利润 0.116 元/千瓦时, 同比+0.001 元/千瓦时。
- **火电: 电量下滑, 盈利维稳。** 受部分火电所在区域清洁能源发电量增加, 以及外送电量影响, 2025H1 公司火电发电量为 222.58 亿千瓦时, 同比-21.10%, 其中, 国投北疆、钦州发电、华夏电力、湄洲湾电力发电量分别同比下滑 25.31%、33.48%、22.00%、14.74%。测算火电板块不含税电价约为 0.434 元/千瓦时, 同比-0.008 元/千瓦时; 度电净利润约 0.04 元/千瓦时, 同比基本持平。
- **新能源: 光伏电量延续高增。** 公司全力推进雅砻江流域水风光一体化基地建设, 上半年风电、光伏发电量分别同比增长 2.94%、41.52%。公司计划“十四五”期间清洁能源装机占比达到 72%, 截至今年 6 月底, 公司清洁能源装机占比为 71.84%, 已接近目标值, 其中新能源装机占比为 23.52%。
- **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; 当前火电在建项目主要为华夏一期等容替代, 以及钦州三期 3、4 号机组 (2×66 万千瓦) 项目, 投产后也有望带来业绩增量。考虑到受新能源装机增长影响, 火电电量承压, 略调减公司 2025-2027 年归母净利润预期至 68.69、72.26、76.60 亿元, 同比增长 3%、5%、6%, 当前股价对应 PE 分别为 16.7x、15.9x、15.0x, 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。**

总股本 (百万股)	8004
已上市流通股 (百万股)	7454
总市值 (十亿元)	114.7
流通市值 (十亿元)	106.8
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	9.7
资产负债率	63.1%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	5	-9
相对表现	-14	-11	-46



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《国投电力 (600886) 24 年年报及 25 年一季报点评: 水电电量高增, 火电电量价略承压》2025-05-10
- 《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
- 《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

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

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	56712	57819	56803	59347	63222
同比增长	12%	2%	-2%	4%	7%
营业利润(百万元)	14048	15824	15638	16450	17440
同比增长	49%	13%	-1%	5%	6%
归母净利润(百万元)	6705	6643	6869	7226	7660
同比增长	64%	-1%	3%	5%	6%
每股收益(元)	0.84	0.83	0.86	0.90	0.96
PE	17.1	17.3	16.7	15.9	15.0
PB	1.9	1.9	1.6	1.5	1.4

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	23496	30422	42590
现金	11358	10170	4176	10250	21107
交易性投资	199	211	211	211	211
应收票据	7	14	13	14	15
应收款项	14033	15834	15555	16252	17313
其它应收款	899	1012	994	1038	1106
存货	1296	1681	1642	1712	1831
其他	980	921	904	944	1006
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	288693	294234	305117
流动负债	45811	56565	32635	28472	29040
短期借款	9412	9279	4500	0	0
应付账款	6418	8114	7922	8262	8835
预收账款	14	15	15	16	17
其他	29967	39157	20198	20194	20189
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	163533	159370	159938
股本	7454	7454	8004	8004	8004
资本公积金	16668	16671	23121	23121	23121
留存收益	34944	37861	41327	45119	49166
少数股东权益	43051	47087	52707	58619	64887
负债及权益合计	277363	296537	288693	294234	305117

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21268	24657	25549	25513	26135
净利润	12160	12025	12489	13138	13928
折旧摊销	9860	10341	10553	10442	10341
财务费用	4603	4428	3352	3502	3731
投资收益	(697)	(1086)	(1009)	(1054)	(1122)
营运资金变动	(4730)	(1257)	163	(515)	(743)
其它	72	208	0	0	0
投资活动现金流	(20656)	(22650)	(8047)	(8002)	(7934)
资本支出	(20253)	(21766)	(9056)	(9056)	(9056)
其他投资	(404)	(884)	1009	1054	1122
筹资活动现金流	(939)	(3152)	(23495)	(11436)	(7344)
借款变动	2977	6746	(23740)	(4500)	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)	(3435)	(3613)
其他	(1887)	(6213)	(3352)	(3502)	(3731)
现金净增加额	(327)	(1145)	(5994)	6074	10857

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56712	57819	56803	59347	63222
营业成本	36250	36150	35299	36813	39365
营业税金及附加	939	1068	1022	1068	1138
营业费用	46	60	59	61	65
管理费用	1769	1895	1862	1899	1960
研发费用	101	170	167	174	186
财务费用	3975	3412	3352	3502	3731
资产减值损失	(394)	(428)	(413)	(432)	(460)
公允价值变动收益	(1)	3	3	3	3
其他收益	114	99	97	101	108
投资收益	697	1086	909	950	1012
营业利润	14048	15824	15638	16450	17440
营业外收入	209	30	30	31	33
营业外支出	42	148	57	59	63
利润总额	14215	15706	15611	16422	17410
归属于母公司净利润	6705	6643	6869	7226	7660

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	2%	-2%	4%	7%
营业利润	49%	13%	-1%	5%	6%
归母净利润	64%	-1%	3%	5%	6%
获利能力					
毛利率	36.1%	37.5%	37.9%	38.0%	37.7%
净利率	11.8%	11.5%	12.1%	12.2%	12.1%
ROE	11.8%	11.0%	10.2%	9.7%	9.8%
ROIC	6.7%	5.8%	6.0%	6.4%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	63.2%	63.2%	56.6%	54.2%	52.4%
净负债比率	48.8%	49.2%	42.4%	40.0%	38.6%
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	21.2	22.0	22.2
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	4.5	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.84	0.83	0.86	0.90	0.96
每股经营净现金	2.66	3.08	3.19	3.19	3.26
每股净资产	7.38	7.74	9.05	9.53	10.03
每股股利	0.46	0.43	0.43	0.45	0.48
估值比率					
PE	17.1	17.3	16.7	15.9	15.0
PB	1.9	1.9	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.9	11.2	11.1	10.8	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。