

水电稳健增长，火电兑现成本弹性

—— 国投电力 2025 年半年报点评

2025 年 8 月 30 日

- **事件：**公司发布 2025 年半年报。25H1，公司实现营收 256.97 亿元，同比-5.18%；实现归母净利润 37.95 亿元（扣非 37.77 亿元），同比+1.36%（扣非同比+1.60%）。由此计算 25Q2 公司实现营收 125.75 亿元，同比 -3.22%；实现归母净利润 17.16 亿元（扣非 17.05 亿元），同比+ 0.48%（扣非同比+0.75%）。
- **25Q2 雅砻江水电电量实现良好增长，火电电量下滑压力环比减轻。**25H1，公司水电上网电量 475.08 亿 kwh，同比+10.33%，主要得益于年初蓄能形势较好；其中雅砻江贡献 427.67 亿 kwh，同比+12.71%；25Q2，公司水电上网电量 223.78 亿 kwh，同比+2.87%；其中雅砻江贡献 196.53 亿 kwh，同比+6.64%。25H1，公司火电（含垃圾发电）上网电量 207.90 亿 kwh，同比-21.48%，主要受到清洁能源发电挤压；其中 Q2 为 111.84 亿 kwh，同比-8.35%，增速较 Q1 显著改善。25H1，公司风电上网电量 36.27 亿 kwh，同比+2.89%；其中 Q2 为 17.56 亿 kwh，同比+0.63%；公司光伏上网电量 32.54 亿 kwh，同比+41.36%；其中 Q2 为 17.57 亿 kwh，同比+52.12%。
- **水电电价韧性较强叠加财务费用压降，业绩实现稳健增长。**25H1，公司水电实现收入 125.72 亿元，同比+8.00%。由此测算 25H1 水电度电营收为 0.265 元/kwh，同比-2.1%或-0.006 元/kwh。尽管电量结构的变化（雅砻江高电价电量占比提升）对水电度电营收有正向贡献，但我们认为仍可在一定程度上反映出公司水电电价具备较强韧性。在此基础上，雅砻江公司 25H1 发生财务费用 10.54 亿元，同比-23.95%或-3.32 亿元，对业绩的贡献亦较为可观。我们加总公司水电子公司净利润（含雅砻江新能源业务），25H1 为 55.02 亿元，同比+10.87%。
- **火电电价压力弱于预期，同时燃料成本优化助力度电净利同比持平。**25H1，公司火电（仅发电业务）实现收入 82.99 亿元，同比-23.91%；我们测算度电营收为 0.401 元/kwh，同比-3.0%或-0.013 元/kwh。由于 25 年广西年度长协电价降幅较大，市场对公司火电电价较为悲观，但或由于电量结构变化（广西地区电量同比降幅更大）、容量电费&辅助服务费用的加持，整体电价压力弱于预期。成本方面，尽管电量同比下滑使得单位固定成本有所抬升，但考虑到 25H1 煤价同比降幅较大，公司火电度电毛利仍同比+0.006 元/kwh 至 0.069 元/kwh。我们加总公司火电子公司净利润，25H1 为 8.33 亿元，同比-21.0%；对应度电净利为 0.04 元/kwh，同比基本持平，其中天津、广西、福建、贵州电厂同比分别+0.033、-0.047、+0.010、-0.002 元/kwh。
- **新能源盈利承压，预计未来进一步聚焦雅砻江水风光一体化项目开发。**25H1，公司风、光、垃圾发电合计实现收入 26.48 亿元，同比-2.20%。我们测算度电营收为 0.380 元/kwh，同比-16.9%或-0.077 元/kwh；同时成本端或因为新增装机并网导致折旧成本增加，度电营业成本达到 0.211 元/kwh，同比+8.6%或+0.017 元/kwh；双重影响下，公司 25H1 新能源（含垃圾发电）业务毛利率为 44.5%，同比-13.03pct。截至 25H1 末，公司新能源累计装机为 983.77 万千瓦，对应 25H1 新增仅 17.03 万千瓦，在行业抢装背景下扩张较为克制。考虑到截至 24 年末，公司在建风电、光伏装机分别为 179.21、651.54 万千瓦，其中雅砻江贡献 60、417 万千瓦，我们预计公司未来新能源发展重心或进一步聚焦盈利更具优势的雅砻江水风光一体化项目。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 71.41、74.07、76.08 亿元，对应 PE 16.06x、15.49x、15.08x，维持推荐评级。
- **风险提示：**新机组投产节奏不及预期的风险，来水波动的风险，电价波动的风险等。

国投电力（600886.SH）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-8092-7673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-8092-7656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025-08-29

股票代码	600886
A 股收盘价(元)	14.33
上证指数	3,857.93
总股本（万股）	800,449
实际流通 A 股(万股)	745,418
流通 A 股市值(亿元)	1068

相对沪深 300 表现图

2025-08-29



相关研究

- 1.【银河环保公用】公司点评_国投电力：25Q1 高蓄能驱动水电业绩向好，在建项目充足
- 2.【银河环保公用】公司深度_国投电力：坐拥雅砻江优质资源，水风光协同助力成长

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	57819.28	56434.52	60461.06	63829.00
收入增长率%	1.95	-2.39	7.13	5.57
归母净利润 (百万元)	6643.03	7141.26	7407.21	7607.61
利润增速%	-0.92	7.50	3.72	2.71
毛利率%	37.48	38.75	37.12	35.93
摊薄 EPS(元)	0.83	0.89	0.93	0.95
PE	17.27	16.06	15.49	15.08
PB	1.85	1.57	1.50	1.44
PS	1.98	2.03	1.90	1.80

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29842.63	27590.71	27638.46	30935.35
现金	10170.22	6696.54	4962.05	6485.32
应收账款	15833.62	16769.78	18146.04	19542.95
其它应收款	1011.55	1065.99	1158.84	1241.12
预付账款	153.81	147.07	161.77	174.01
存货	1681.30	1920.30	2217.82	2499.25
其他	992.13	991.05	991.94	992.69
非流动资产	266694.05	283607.06	295064.16	296994.19
长期投资	9984.85	9808.78	9644.77	9474.74
固定资产	197245.20	201408.24	209694.34	203690.41
无形资产	6384.92	6289.92	6184.92	6069.92
其他	53079.08	66100.13	69540.13	77759.13
资产总计	296536.69	311197.78	322702.62	327929.54
流动负债	56565.00	55346.94	58517.72	62158.06
短期借款	9278.64	9278.64	9278.64	9278.64
应付账款	7151.30	8161.28	9188.10	10224.22
其他	40135.06	37907.02	40050.98	42655.19
非流动负债	130898.01	130071.06	129071.06	121071.06
长期借款	117794.36	117794.36	117794.36	111794.36
其他	13103.65	12276.70	11276.70	9276.70
负债合计	187463.01	185418.00	187588.78	183229.12
少数股东权益	47086.90	52872.26	58873.08	65036.24
归属母公司股东权益	61986.78	72907.51	76240.76	79664.18
负债和股东权益	296536.69	311197.78	322702.62	327929.54

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	24657.13	28873.19	30554.23	30993.18
净利润	12024.76	12926.62	13408.03	13770.77
折旧摊销	10421.78	12130.56	13037.89	12859.22
财务费用	4427.68	3529.91	3372.71	3194.54
投资损失	-1086.27	-846.52	-906.92	-957.43
营运资金变动	-1821.05	545.93	1220.96	1702.63
其它	690.23	586.69	421.56	423.45
投资活动现金流	-22650.14	-28551.52	-23842.04	-14091.18
资本支出	-21666.43	-28362.16	-24763.95	-15063.62
长期投资	790.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1773.71	-189.36	921.92	972.43
筹资活动现金流	-3152.14	-4276.89	-8446.68	-15378.73
短期借款	-133.49	0.00	0.00	0.00
长期借款	4122.21	0.00	0.00	-6000.00
其他	-7140.86	-4276.89	-8446.68	-9378.73
现金净增加额	-1167.19	-3473.68	-1734.48	1523.27

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57819.28	56434.52	60461.06	63829.00
营业成本	36150.29	34565.40	38019.74	40896.90
营业税金及附加	1068.48	1044.04	1088.30	1148.92
营业费用	59.80	53.61	54.41	54.25
管理费用	1894.94	1832.63	1951.29	2047.22
财务费用	3412.05	3377.35	3272.26	3120.11
资产减值损失	-238.41	-201.48	-190.01	-195.74
公允价值变动收益	2.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1086.27	846.52	906.92	957.43
营业利润	15823.98	15999.30	16592.52	17144.73
营业外收入	30.33	30.00	30.00	30.00
营业外支出	148.33	100.00	100.00	100.00
利润总额	15705.99	15929.30	16522.52	17074.73
所得税	3681.22	3002.67	3114.50	3303.96
净利润	12024.76	12926.62	13408.03	13770.77
少数股东损益	5381.73	5785.36	6000.82	6163.16
归属母公司净利润	6643.03	7141.26	7407.21	7607.61
EBITDA	28756.13	31437.21	32832.67	33054.07
EPS (元)	0.83	0.89	0.93	0.95

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1.95%	-2.39%	7.13%	5.57%
营业利润	12.64%	1.11%	3.71%	3.33%
归属母公司净利润	-0.92%	7.50%	3.72%	2.71%
毛利率	37.48%	38.75%	37.12%	35.93%
净利率	11.49%	12.65%	12.25%	11.92%
ROE	10.72%	9.79%	9.72%	9.55%
ROIC	5.29%	5.64%	5.61%	5.66%
资产负债率	63.22%	59.58%	58.13%	55.87%
净负债比率	133.97%	115.64%	108.20%	94.45%
流动比率	0.53	0.50	0.47	0.50
速动比率	0.48	0.45	0.42	0.44
总资产周转率	0.20	0.19	0.19	0.20
应收账款周转率	3.87	3.46	3.46	3.39
应付账款周转率	5.81	4.51	4.38	4.21
每股收益	0.83	0.89	0.93	0.95
每股经营现金	3.08	3.61	3.82	3.87
每股净资产	7.74	9.11	9.52	9.95
P/E	17.27	16.06	15.49	15.08
P/B	1.85	1.57	1.50	1.44
EV/EBITDA	9.39	8.28	7.95	7.60
P/S	1.98	2.03	1.90	1.80

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn