

国投电力（600886.SH）

火电提质+水电稳健，多元能源协同支撑业绩韧性

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56,712	57,819	56,812	60,389	63,347
增长率 yoy（%）	12.3	2.0	-1.7	6.3	4.9
归母净利润（百万元）	6,705	6,643	7,017	7,536	7,850
增长率 yoy（%）	64.3	-0.9	5.6	7.4	4.2
ROE（%）	11.9	11.0	10.7	10.6	10.2
EPS 最新摊薄（元）	0.84	0.83	0.88	0.94	0.98
P/E（倍）	17.1	17.3	16.3	15.2	14.6
P/B（倍）	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025H1，公司实现营业收入 256.97 亿元，同比下降 5.18%；实现归母净利润 37.95 亿元，同比增长 1.36%；基本每股收益为 0.4763 元/股，同比下降 2.84%；加权平均 ROE 为 5.93%，同比下降 0.69 个百分点。

水电表现稳健支撑业绩，电价下行源于结构变化。2025 年上半年，公司累计发电量 770.59 亿千瓦时，同比减少 0.54%；平均上网电价 0.353 元/千瓦时，同比减少 6.4%。电价同比下降的主要原因：一是电量结构变化，即火电上网电量下降，电价较高部分对应电量比例降低；二是部分区域火电中长期交易价格下降；三是无补贴新能源项目占比逐渐提高。水电板块表现突出，雅砻江水电完成发电量 430 亿千瓦时，同比增长 12.68%，实现净利润 49.16 亿元，净利润率高达 40.41%（yoy+1.66pct）。水电发电量同比增加的主要原因是雅砻江两河口电站去年蓄满，对流域的补偿效益显著；大朝山（发电量 yoy-8.72%）、小三峡（发电量 yoy-4.90%）因流域来水同比减少导致发电量下滑，但水电板块总发电量同比增长 10.3%，凸显公司优质水电资产的稳健性和盈利贡献能力。

火电承压新能源高增，量增有效对冲电价下行。2025 年上半年，公司火电发电量同比下滑 21.10%，主要因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；但火电板块整体毛利率为 17.3%，同比增加 2.03 个 pct，主要火电子公司：国投北疆净利润率为 7.48%（yoy+7.38pct）/国投湄洲湾 10.82%（yoy+2.63pct）/华夏电力 19.65%（yoy+2.7pct）/国投钦州 6.89%（yoy-9.63pct），体现高效火电机组的运营韧性。

新能源发电量由装机量增长带动，2025 年上半年投产风电 9.98 万千瓦、光伏 7.05 万千瓦；风电/光伏发电量分别为 37.14/33.06 亿千瓦时，同比增长 2.94%/41.52%。截至二季度末，公司已投产控股装机容量 4408.85 万千瓦，其中水电 2130.45 万千瓦、火电 1241.48 万千瓦（含垃圾发电）、风电 398.83 万千瓦、光伏 584.94 万千瓦、储能 53.16 万千瓦。

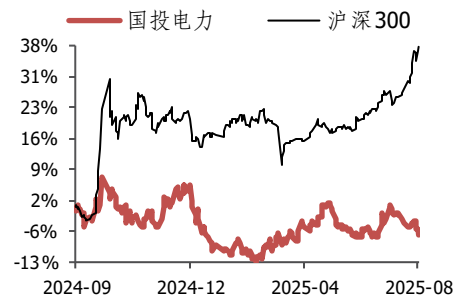
投资建议：公司深度依托雅砻江流域稀缺水电核心资产，清洁能源占比领先，电源结构优质，多能互补协同效应显著。短期业绩承压于电价下行与火电利用小时收缩，但中长期看好其水电稀缺价值和新能源成长潜力。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 568.12、603.89、633.47 亿元，实现归母净

增持（维持评级）

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 8 月 29 日收盘价（元）	14.33
总市值（百万元）	114,704.40
流通市值（百万元）	106,818.40
总股本（百万股）	8,004.49
流通股本（百万股）	7,454.18
近 3 月日均成交额（百万元）	393.12

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号：S1070520030003

邮箱：yuximeng@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号：S1070521050001

邮箱：fycx@cgws.com

分析师 何郭香池

执业证书编号：S1070523110002

邮箱：hgxc@cgws.com

分析师 杨天放

执业证书编号：S1070524080003

邮箱：yangtianfang@cgws.com

分析师 张靖苗

执业证书编号：S1070524070005

邮箱：zhjingmiao@cgws.com

相关研究

- 1、《雅砻江水电发电量同环比提升，两河口电站首次蓄满》2024-11-01
- 2、《引入 70 亿元社保资金，分红比例提升至 55%》2024-09-20
- 3、《2024H1 水电基本盘稳固，火电降本致盈利性提升》

利润 70.17、75.36、78.50 亿元，同比增长 5.6%、7.4%、4.2%；对应 EPS 为 0.88、0.94、0.98 亿元；对应 PE 倍数为 16.3X、15.2X、14.6X，维持“增持”评级。

2024-09-05

风险提示：来水不及预期；电价下行压力；新能源装机进度不及预期；煤价波动风险；政策变动风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28773	29843	24378	33118	26951
现金	11358	10170	9993	10622	11142
应收票据及应收账款	14040	15847	11074	18359	12224
其他应收款	899	1012	866	1130	964
预付账款	305	154	297	182	320
存货	1296	1681	1170	1847	1322
其他流动资产	874	979	979	979	979
非流动资产	248590	266694	258248	266406	270584
长期股权投资	10142	9985	10885	11785	12685
固定资产	198144	197252	191760	201225	207150
无形资产	6116	6391	6280	6168	6027
其他非流动资产	34188	53066	49323	47227	44723
资产总计	277363	296537	282627	299525	297535
流动负债	45811	56565	63689	92680	104661
短期借款	9412	9279	16730	35177	54340
应付票据及应付账款	6418	8114	4427	9296	4954
其他流动负债	29981	39173	42531	48207	45368
非流动负债	129434	130898	100558	78315	53595
长期借款	125630	126709	96368	74125	49406
其他非流动负债	3804	4189	4189	4189	4189
负债合计	175246	187463	164247	170995	158256
少数股东权益	43051	47087	52780	58891	65257
股本	7454	7454	7454	7454	7454
资本公积	10969	10974	10974	10974	10974
留存收益	34398	37172	43211	49753	56548
归属母公司股东权益	59067	61987	65601	69639	74022
负债和股东权益	277363	296537	282627	299525	297535

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21268	24657	23799	28239	27453
净利润	12160	12025	12709	13648	14216
折旧摊销	9860	10341	9346	9864	10665
财务费用	3975	3412	4262	4165	4512
投资损失	-697	-1086	-1100	-1100	-1100
营运资金变动	-5193	-1821	-1512	1566	-925
其他经营现金流	1162	1787	94	96	85
投资活动现金流	-20656	-22650	197	-16925	-13747
资本支出	20253	21766	0	17121	13944
长期投资	-17	790	-900	-900	-900
其他投资现金流	-387	-1674	1097	1097	1097
筹资活动现金流	-939	-3152	-31625	-29131	-32349
短期借款	-1887	-133	7452	18446	19163
长期借款	8277	1078	-30340	-22243	-24720
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	21	5	0	0	0
其他筹资现金流	-7350	-4102	-8736	-25335	-26792
现金净增加额	-290	-1167	-7629	-17817	-18642

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56712	57819	56812	60389	63347
营业成本	36250	36150	34617	36633	38470
营业税金及附加	939	1068	1014	1090	1139
销售费用	46	60	55	59	62
管理费用	1769	1895	1832	1958	2050
研发费用	101	170	145	162	167
财务费用	3975	3412	4262	4165	4512
资产和信用减值损失	-398	-420	-91	-93	-82
其他收益	114	99	104	102	103
公允价值变动收益	-1	3	1	2	2
投资净收益	697	1086	1100	1100	1100
资产处置收益	4	-8	-4	-5	-5
营业利润	14048	15824	15999	17428	18064
营业外收入	209	30	90	70	77
营业外支出	42	148	113	125	121
利润总额	14215	15706	15976	17373	18020
所得税	2055	3681	3266	3725	3804
净利润	12160	12025	12709	13648	14216
少数股东损益	5455	5382	5693	6111	6366
归属母公司净利润	6705	6643	7017	7536	7850
EBITDA	28027	29403	29531	31356	33152
EPS (元/股)	0.84	0.83	0.88	0.94	0.98

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	12.3	2.0	-1.7	6.3	4.9
营业利润 (%)	49.3	12.6	1.1	8.9	3.7
归属母公司净利润 (%)	64.3	-0.9	5.6	7.4	4.2
获利能力					
毛利率 (%)	36.1	37.5	39.1	39.3	39.3
净利率 (%)	21.4	20.8	22.4	22.6	22.4
ROE (%)	11.9	11.0	10.7	10.6	10.2
ROIC (%)	7.4	6.7	7.8	8.2	8.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.2	63.2	58.1	57.1	53.2
净负债比率 (%)	135.5	134.6	110.2	98.7	86.9
流动比率	0.63	0.53	0.38	0.36	0.26
速动比率	0.58	0.48	0.35	0.33	0.23
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.20	0.20	0.21	0.21
应收账款周转率	4.93	3.87	4.22	4.11	4.15
应付账款周转率	7.73	5.81	6.45	6.24	6.31
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.84	0.83	0.88	0.94	0.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.66	3.08	2.97	3.53	3.43
每股净资产 (最新摊薄)	6.67	7.03	7.48	7.99	8.54
估值比率					
P/E	17.1	17.3	16.3	15.2	14.6
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.3	10.2	9.8	9.3	8.8

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686