

国投电力（600886）

证券研究报告

2025 年 09 月 02 日

雅砻江业绩稳步提升，H1 业绩同比+1.4%

事件

公司公布 2025 年半年报。2025 年上半年公司实现营业收入 256.97 亿元，同比-5.18%；实现归母净利润 37.95 亿元，同比+1.4%；其中 Q2 实现归母净利润 17.16 亿元，同比+0.5%。

水电：上半年发电量增长带动雅砻江水电业绩提升

2025 年上半年雅砻江水电发电量 430 亿千瓦时，同比+12.7%；营业收入 121.7 亿元，同比+7%；净利润 49.2 亿元，同比+11.7%；其中 Q2 营业收入 55.05 亿元，同比+4.2%；净利润 19.19 亿元，同比+4.7%。

雅砻江水电营业收入增速低于电量增速主要原因或为电价下滑。根据我们估算，雅砻江水电 25 年上半年不含税上网电价相较于去年同期下浮约 1.5 分/千瓦时。四川省 2025 年电力交易取消综合一口价，我们认为电价或受到不同水期价格结构性变化的影响。

财务费用的压降使得雅砻江水电的利润增速快于收入增速。2025 年一季度，雅砻江水电公司的财务费用同比压降约 1.9 亿元。

雅砻江水风光一体化基地建设稳妥推进，未来装机增量可期。目前，卡拉、孟底沟、牙根一级水电站、两河口混蓄、道孚抽蓄、柯拉二期光伏、扎拉山光伏、茶布朗光伏、理塘索绒光伏以及西昌牦牛山风电等项目正在陆续开发建设，推进联合优化调度、实现梯级发电效益的最大化。

火电：成本降低对冲量价下滑，火电上半年毛利率提升

2025 年上半年公司火电发电量 222.6 亿千瓦时，同比下降 21.1%（或由于清洁能源挤压火电发电空间）；不含税度电电价约 0.399 元/千瓦时，同比下降约 1.3 分/千瓦时。主要火电控股子公司 25 年上半年实现归母净利润约 7.9 亿元，同比降低 20.5%。虽然火电板块上半年量价下滑，但是由于煤价的下行，上半年火电板块毛利率同比提升 2pct 至 17.3%。

新能源方面，上半年公司风电、光伏发电量分别同比增长 2.9%/41.4%，粗略估算新能源不含税电价同比下降约 17.2%。受到电价下滑影响，新能源板块业绩有所下滑，25 年 H1 国投新能源投资公司净利润同比减少 43.1%。

盈利预测与估值：

由于来水以及煤价变化有一定不确定性，调整盈利预期，预计 2025-2027 年公司可实现归母净利润 68.5/75.2/82.4 亿元（前值 71/76.4/80.9 亿元），对应 PE16.9/15.4/14x，维持“买入”评级。

风险提示：来水不及预期、用电需求下降、电价超预期波动、煤价超预期波动、雅砻江水风光一体化建设进度不及预期等风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	56,711.86	57,819.28	52,503.83	52,125.12	53,192.85
增长率(%)	12.32	1.95	(9.19)	(0.72)	2.05
EBITDA(百万元)	28,478.28	30,276.68	29,513.02	31,011.13	32,143.56
归属母公司净利润(百万元)	6,704.94	6,643.03	6,847.36	7,522.43	8,242.92
增长率(%)	64.36	(0.92)	3.08	9.86	9.58
EPS(元/股)	0.90	0.89	0.86	0.94	1.03
市盈率(P/E)	16.06	16.21	16.89	15.38	14.03
市净率(P/B)	2.02	1.91	1.61	1.53	1.46
市销率(P/S)	1.90	1.86	2.20	2.22	2.17
EV/EBITDA	9.15	9.68	9.48	8.73	8.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,004.49
流通 A 股股本(百万股)	7,454.18
A 股总市值(百万元)	115,664.94
流通 A 股市值(百万元)	107,712.90
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	63.08
一年内最高/最低(元)	18.56/13.72

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070005
zhaoyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《国投电力-年报点评报告:25 年 Q1 水电表现稳健，盈利韧性足》 2025-05-07
- 《国投电力-季报点评:水电利润持续增长，火电板块略承压》 2024-11-03
- 《国投电力-半年报点评:水电利润稳健，火电降本盈利逐步改善》 2024-09-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,358.01	10,170.22	5,356.39	18,437.97	30,142.47
应收票据及应收账款	14,040.34	15,847.25	7,487.79	15,678.93	7,962.33
预付账款	304.77	153.81	272.32	131.95	281.29
存货	1,296.50	1,681.30	663.96	1,598.70	694.73
其他	1,773.50	1,990.06	1,573.20	2,040.15	1,574.90
流动资产合计	28,773.11	29,842.63	15,353.66	37,887.70	40,655.72
长期股权投资	10,141.58	9,984.85	10,184.85	10,384.85	10,584.85
固定资产	198,111.22	197,245.20	202,741.39	204,346.61	203,455.25
在建工程	17,298.21	30,267.26	24,160.36	19,296.21	16,377.73
无形资产	6,116.36	6,390.62	6,190.84	5,981.05	5,761.27
其他	16,922.55	22,806.12	22,771.50	22,736.88	22,704.61
非流动资产合计	248,589.92	266,694.05	266,048.93	262,745.60	258,883.71
资产总计	277,363.02	296,536.69	281,402.59	300,633.30	299,539.43
短期借款	9,412.13	9,278.64	9,000.00	9,000.00	9,000.00
应付票据及应付账款	6,418.27	8,113.57	906.65	5,533.22	3,287.66
其他	29,980.88	39,172.79	34,978.56	44,248.35	39,333.83
流动负债合计	45,811.27	56,565.00	44,885.22	58,781.57	51,621.49
长期借款	113,672.15	117,794.36	101,773.62	100,000.00	100,000.00
应付债券	11,958.21	8,914.45	9,000.00	9,957.56	9,290.67
其他	3,804.03	4,189.20	4,189.20	4,189.20	4,189.20
非流动负债合计	129,434.39	130,898.01	114,962.82	114,146.75	113,479.87
负债合计	175,245.66	187,463.01	159,848.04	172,928.33	165,101.35
少数股东权益	43,050.83	47,086.90	49,582.85	52,324.87	55,329.51
股本	7,454.18	7,454.18	8,004.49	8,004.49	8,004.49
资本公积	10,969.29	10,974.00	17,434.04	17,434.04	17,434.04
留存收益	34,398.39	37,172.46	40,253.38	43,638.04	47,346.87
其他	6,244.67	6,386.14	6,279.80	6,303.54	6,323.16
股东权益合计	102,117.36	109,073.68	121,554.55	127,704.97	134,438.07
负债和股东权益总计	277,363.02	296,536.69	281,402.59	300,633.30	299,539.43

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	12,160.26	12,024.76	6,847.36	7,522.43	8,242.92
折旧摊销	9,860.15	10,340.70	11,110.50	11,768.71	12,329.63
财务费用	4,602.73	4,427.68	2,775.54	2,398.36	1,205.10
投资损失	(697.33)	(1,086.27)	(1,000.00)	(1,200.00)	(1,200.00)
营运资金变动	(8,416.79)	(6,410.09)	(5,731.44)	2,478.52	(191.35)
其它	3,759.11	5,360.35	5,545.66	6,094.16	6,677.85
经营活动现金流	21,268.12	24,657.13	19,547.61	29,062.18	27,064.15
资本支出	17,983.62	22,138.92	10,500.00	8,500.00	8,500.00
长期投资	381.10	(156.73)	200.00	200.00	200.00
其他	(39,020.98)	(44,632.33)	(20,196.79)	(16,000.00)	(16,000.00)
投资活动现金流	(20,656.26)	(22,650.14)	(9,496.79)	(7,300.00)	(7,300.00)
债权融资	4,359.70	4,100.34	(14,950.90)	(1,214.43)	128.01
股权融资	(3,631.34)	(3,507.87)	86.25	(7,466.17)	(8,187.66)
其他	(1,667.48)	(3,744.61)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(939.11)	(3,152.14)	(14,864.65)	(8,680.60)	(8,059.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(327.25)	(1,145.15)	(4,813.83)	13,081.58	11,704.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,711.86	57,819.28	52,503.83	52,125.12	53,192.85
营业成本	36,249.55	36,150.29	32,472.80	31,329.12	31,755.16
营业税金及附加	939.17	1,068.48	970.25	963.25	982.99
销售费用	46.05	59.80	45.26	47.06	49.63
管理费用	1,769.27	1,894.94	1,680.12	1,668.00	1,702.17
研发费用	100.61	169.70	131.26	125.26	138.98
财务费用	3,975.29	3,412.05	2,775.54	2,398.36	1,205.10
资产/信用减值损失	(397.50)	(420.08)	(350.00)	(200.00)	(250.00)
公允价值变动收益	(1.47)	2.71	(1.61)	0.00	0.00
投资净收益	697.33	1,086.27	1,000.00	1,200.00	1,200.00
其他	118.00	91.07	131.14	113.40	111.87
营业利润	14,048.29	15,823.98	15,208.12	16,707.47	18,420.70
营业外收入	209.48	30.33	0.00	0.00	0.00
营业外支出	42.30	148.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,215.46	15,705.99	15,208.12	16,707.47	18,420.70
所得税	2,055.20	3,681.22	2,813.50	3,090.88	3,499.93
净利润	12,160.26	12,024.76	12,394.62	13,616.59	14,920.76
少数股东损益	5,455.32	5,381.73	5,547.26	6,094.16	6,677.85
归属于母公司净利润	6,704.94	6,643.03	6,847.36	7,522.43	8,242.92
每股收益（元）	0.90	0.89	0.86	0.94	1.03

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.32%	1.95%	-9.19%	-0.72%	2.05%
营业利润	49.27%	12.64%	-3.89%	9.86%	10.25%
归属于母公司净利润	64.36%	-0.92%	3.08%	9.86%	9.58%
获利能力					
毛利率	36.08%	37.48%	38.15%	39.90%	40.30%
净利率	11.82%	11.49%	13.04%	14.43%	15.50%
ROE	11.35%	10.72%	9.51%	9.98%	10.42%
ROIC	7.40%	6.66%	6.34%	6.59%	6.90%
偿债能力					
资产负债率	63.18%	63.22%	56.80%	57.52%	55.12%
净负债率	133.26%	132.73%	113.05%	98.29%	85.65%
流动比率	0.63	0.53	0.34	0.64	0.79
速动比率	0.60	0.50	0.33	0.62	0.77
营运能力					
应收账款周转率	4.92	3.87	4.50	4.50	4.50
存货周转率	45.12	38.83	44.77	46.07	46.39
总资产周转率	0.21	0.20	0.18	0.18	0.18
每股指标（元）					
每股收益	0.90	0.89	0.86	0.94	1.03
每股经营现金流	2.85	3.31	2.44	3.63	3.38
每股净资产	7.16	7.55	8.99	9.42	9.88
估值比率					
市盈率	16.06	16.21	16.89	15.38	14.03
市净率	2.02	1.91	1.61	1.53	1.46
EV/EBITDA	9.15	9.68	9.48	8.73	8.20
EV/EBIT	13.96	14.67	15.21	14.07	13.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com