

公司研究 | 点评报告 | 国投电力 (600886.SH)

水火共济平滑冲击，经营业绩稳步增长

报告要点

得益于雅砻江两河口水电站蓄能释放，公司水电完成发电量 477.82 亿千瓦时，同比增长 10.30%，得益于此公司上半年所属三家控股水电合计净利润达到 55.02 亿元，同比增长 10.87%。绿电方面，得受市场化电价下降影响，新能源业务或有所承压，主要平台国投新能源上半年净利润 2.32 亿元，同比下降 43.07%。火电同样受电价下降影响，6 家主要控股火电子公司合计净利润为 8.33 亿元，同比下降 20.96%。整体来看，公司水火共济的特征在上半年经营充分体现，水电的增长主导业绩，上半年实现归母净利润 37.95 亿元，同比增长 1.36%。

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)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

水火共济平滑冲击，经营业绩稳步增长

事件描述

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年公司实现营业收入 256.97 亿元，同比减少 5.18%；实现归母净利润 37.95 亿元，同比增长 1.36%。

事件评论

- **电量增长主导水电经营，电价偏弱限制绿电业绩。** 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%，其中雅砻江水电发电量为 430 亿千瓦时，同比增长 12.68%；国投大朝山发电量 29.51 亿千瓦时，同比下降 8.72%，国投小三峡发电量 18.31 亿千瓦时，同比减少 4.90%。电价方面，由于年初以来市场化电价同比有所承压，公司控股三家水电公司合计营收达到 131.81 亿元，同比增长 7.04%，增速低于电量增速。但由于去年以来公司水电装机规模并无扩张，因此收入的增长更多会体现在利润的提升，公司上半年所属三家控股水电合计净利润达到 55.02 亿元，同比增长 10.87%。绿电方面，得益于装机规模的同比提升，公司上半年风电发电量达到 37.14 亿千瓦时，同比增长 2.94%；光伏发电量 33.06 亿千瓦时，同比增长 41.52%，但同样或受市场化电价下降影响，公司新能源业务或有所承压，新能源业务主要平台国投新能源上半年净利润 2.32 亿元，同比下降 43.07%。
- **火电量价承压限制业绩，上半年归母业绩受水电主导。** 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，上半年公司火电完成发电量 222.58 亿千瓦时，同比下降 21.10%。但同期得益于成本端煤价持续回落，公司火电所布局的天津、福建等省份火电盈利依然实现同比改善，但由于广西电价降幅相对较大，使得钦州发电和钦州二电上半年净利润分别为 1.32 亿元和 0.18 亿元，同比下降 74.98%和 41.93%，6 家主要控股火电子公司合计净利润为 8.33 亿元，同比下降 20.96%。整体来看，得益于水电经营业绩的同比增长，公司上半年依然实现归母净利润 37.95 亿元，同比增长 1.36%。而二季度水电发电量增速回落至 2.85%，因此虽然火电电量边际有所改善，单二季度电量降幅仅 8.1%，由于水电业绩依然是公司业绩核心主力，因此二季度公司归母净利润为 17.16 亿元，同比增长 0.48%，增速虽有收窄但依然维持稳定。
- **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：** 根据最新财务数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.90 元、0.97 元和 1.04 元，对应 PE 分别为 15.77 倍、14.65 倍和 13.66 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。

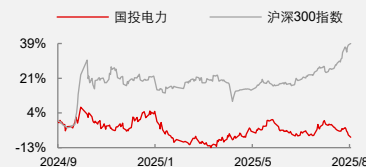
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.16
总股本(万股)	800,449
流通A股/B股(万股)	745,418/0
每股净资产(元)	7.94
近12月最高/最低价(元)	18.56/13.72

注：股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《水情弱化电量增幅收窄，成本改善托底盈利预期》2025-07-17
- 《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



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	56966	58803	货币资金	10170	11271	12028	12887
营业成本	36150	32845	35691	36785	交易性金融资产	142	142	142	142
毛利	21669	20475	21275	22018	应收账款	15834	9345	17556	8579
%营业收入	37%	38%	37%	37%	存货	1681	1024	1916	1114
营业税金及附加	1068	1280	1367	1411	预付账款	154	140	152	157
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	1862	1593	1984	1655
销售费用	60	55	59	61	流动资产合计	29843	23515	33777	24533
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	9985	10485	10985	11485
管理费用	1895	1813	1937	1999	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	167	173	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	2846	2579	2161	递延所得税资产	975	975	975	975
%营业收入	6%	5%	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	302408	324866	328780
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	911	941	预收账款	6	5	5	6
营业利润	15824	15204	16020	17101	应付职工薪酬	288	262	285	293
%营业收入	27%	29%	28%	29%	应交税费	2265	2088	2231	2303
营业外收支	-118	-100	0	0	其他流动负债	37577	33081	35273	34062
利润总额	15706	15104	16020	17101	流动负债合计	56565	41045	48674	38221
%营业收入	27%	28%	28%	29%	长期借款	117794	122676	127683	133548
所得税费用	3681	2266	2443	2608	应付债券	8914	8914	8914	8914
净利润	12025	12838	13577	14493	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	7189	7739	8297	其他非流动负债	3402	3402	3402	3402
少数股东损益	5382	5649	5838	6196	负债合计	187463	176825	189461	184872
EPS (元)	0.87	0.90	0.97	1.04	归属于母公司所有者权益	61987	72847	76831	79138
					少数股东权益	47087	52736	58574	64770
现金流量表 (百万元)					股东权益	109074	125582	135405	143907
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	296537	302408	324866	328780
经营活动现金流净额	24657	21267	26787	30312	基本指标				
取得投资收益收回现金	442	933	911	941		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	157	-500	-500	-500	每股收益	0.87	0.90	0.97	1.04
资本性支出	-21666	-21853	-22532	-24357	每股经营现金流	3.31	2.66	3.35	3.79
其他	-1582	0	0	0	市盈率	16.33	15.77	14.65	13.66
投资活动现金流净额	-22650	-21420	-22121	-23916	市净率	1.70	1.56	1.48	1.43
债券融资	-3044	0	0	0	EV/EBITDA	8.75	9.40	9.04	8.68
股权融资	6106	6998	0	0	总资产收益率	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%
银行贷款增加(减少)	3989	882	3006	3365	净资产收益率	10.7%	9.9%	10.1%	10.5%
筹资成本	-12065	-6754	-6915	-8902	净利率	11.5%	13.5%	13.6%	14.1%
其他	1862	127	0	0	资产负债率	63.2%	58.5%	58.3%	56.2%
筹资活动现金流净额	-3152	1253	-3909	-5537	总资产周转率	0.20	0.18	0.18	0.18
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1145	1100	758	858					

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情形范围内，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。