

公司研究 | 点评报告 | 国投电力（600886.SH）

基本面风险逐步落地，看好低位布局机会

报告要点

三季度公司水电发电量同比减少 14.80%。电价方面，三季度公司控股企业平均上网电价 0.334 元/千瓦时，同比仅降低约 0.003 元/千瓦时，主因系电价较高的火电电量占比下降以及部分区域火电中长期交易电价下降的影响，预计公司水电电价波动有限。整体来看，来水及风况偏弱限制电量表现，叠加电价同比回落，将共同压制三季度公司清洁能源板块业绩表现。三季度火电发电量同比减少 18.50%，煤价回落将部分缓解量价双弱的压力，但火电板块预计仍面临一定压力，同时考虑清洁能源板块的偏弱表现，预计公司三季度业绩有所承压。

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）

2025-10-19

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

基本面风险逐步落地，看好低位布局机会

事件描述

公司发布 2025 年三季度主要经营数据公告：2025 年 7-9 月，公司控股企业累计完成发电量 478.91 亿千瓦时，上网电量 468.08 亿千瓦时，与去年同期相比分别减少 14.42% 和 14.42%。

事件评论

- **来水转枯水电电量承压，清洁能源业绩展望偏弱。**2025 年三季度，公司所处雅砻江流域及黄河上游来水减少，三季度公司水电完成发电量 315.43 亿千瓦时，同比减少 14.80%，其中：雅砻江水电完成发电量 283.09 亿千瓦时，同比减少 16.02%；国投大朝山完成发电量 21.35 亿千瓦时，同比增长 11.83%；国投小三峡完成发电量 10.99 亿千瓦时，同比减少 21.90%。电价方面，三季度公司控股企业平均上网电价 0.334 元/千瓦时，与去年同期相比仅降低约 0.003 元/千瓦时。主因系：1) 火电上网电量下降，电价较高部分对应电量比例降低；2) 部分区域火电中长期交易价格下降；3) 平价新能源项目占比提高也有一定影响。考虑公司电量结构变化与各省年度长协电价的实际情况，公司水电电价波动幅度有限。整体来看，电量的明显偏弱将限制水电板块的业绩表现。此外，三季度以来公司没有新增风电及光伏机组，截至三季度末公司控股风电及光伏装机分别为 398.83 万千瓦、584.94 万千瓦。受风资源不足及限电影响，三季度公司风电完成发电量 14.75 亿千瓦时，同比减少 1.4%；在光伏装机同比增长的带动下，三季度公司光伏完成发电量 17.08 亿千瓦时，同比增长 32.98%。**整体来看，来水及风况偏弱限制电量表现，叠加电价同比回落，将共同压制三季度公司清洁能源板块业绩表现。**
- **火电电量降幅扩大，成本改善缓解量价压力。**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，三季度公司火电完成发电量 131.65 亿千瓦时，同比减少 18.50%，降幅较二季度扩大 10.4 个百分点。电价方面，部分区域火电中长期交易价格有所调整，公司火电电价也存在一定下降。成本方面，虽然在多重因素制约煤炭产能以及“迎峰度夏”效应带动需求旺盛的共同影响下，三季度煤炭价格有所回暖，但同比仍保持较大降幅，三季度秦港 Q5500 大卡煤价中枢 672.46 元/吨，同比降低 175.63 元/吨，即使考虑长协煤价的平滑作用，公司成本端同比仍有显著降幅。**整体来看，煤价回落将部分缓解量价双弱的压力，但火电板块预计仍面临一定压力，同时考虑清洁能源板块的偏弱表现，预计公司三季度业绩有所承压。**
- **雅砻江成长空间广阔，来水改善全年展望积极。**雅砻江流域可开发水电装机容量约 3000 万千瓦，截止 2025 年 6 月末已投产水电装机 1920 万千瓦，核准及在建水电装机 372 万千瓦，后续仍有广阔成长空间。此外，四川秋雨较常年同期偏早 16 天，8 月 21 日-9 月 25 日四川省平均降水量较常年同期偏多 59.0%，前期来水压力明显缓解，且考虑去年四季度雅砻江水电电量同比降低 5.45%，全年展望依然积极。
- **投资建议：**根据最新经营数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.87 元、0.92 元和 0.99 元，对应 PE 分别为 16.38 倍、15.37 倍和 14.40 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、来水不及预期风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

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)	14.22
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)	16.90/13.00

注：股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《水火共济平滑冲击，经营业绩稳步增长》2025-09-02
- 《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 年开年降本促成绩增长》2025-05-11



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、来水不及预期风险：水电公司收入端核心影响因素之一为来水情况，若后续来水受降雨影响持续偏枯，将对公司电量产生不利影响，进而进一步加大公司业绩压力。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。

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	52635	55759	57141	货币资金	10170	13142	15038	17353
营业成本	36150	32566	35184	36054	交易性金融资产	142	142	142	142
毛利	21669	20070	20576	21088	应收账款	15834	9022	17309	8087
%营业收入	37%	38%	37%	37%	存货	1681	1001	1897	1073
营业税金及附加	1068	1263	1338	1371	预付账款	154	139	150	153
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	1862	1570	1966	1617
销售费用	60	54	58	59	流动资产合计	29843	25015	36501	28425
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	9985	10485	10985	11485
管理费用	1895	1790	1896	1943	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	197531	200339	197447
研发费用	170	154	164	168	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	2489	1967	递延所得税资产	975	975	975	975
%营业收入	6%	5%	4%	3%	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	298033	317194	318058
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	266	7552	660
投资收益	1086	921	892	914	预收账款	6	5	5	5
营业利润	15824	14827	15462	16437	应付职工薪酬	288	260	281	287
%营业收入	27%	28%	28%	29%	应交税费	2265	2062	2184	2238
营业外收支	-118	-100	0	0	其他流动负债	37577	32953	35048	33746
利润总额	15706	14727	15462	16437	流动负债合计	56565	40824	48348	37716
%营业收入	27%	28%	28%	29%	长期借款	117794	118843	120996	124286
所得税费用	3681	2209	2358	2507	应付债券	8914	8914	8914	8914
净利润	12025	12518	13104	13930	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	6948	7404	7905	其他非流动负债	3402	3402	3402	3402
少数股东损益	5382	5571	5700	6025	负债合计	187463	172771	182448	175105
EPS (元)	0.87	0.87	0.92	0.99	归属于母公司所有者权益	61987	72605	76388	78570
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	47087	52657	58358	64383
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	109074	125262	134746	142953
经营活动现金流净额	24657	21109	25822	29261	负债及股东权益	296537	298033	317194	318058
取得投资收益收回现金	442	921	892	914	基本指标				
长期股权投资	157	-500	-500	-500		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-21666	-15978	-17732	-19632	每股收益	0.87	0.87	0.92	0.99
其他	-1582	0	0	0	每股经营现金流	3.31	2.64	3.23	3.66
投资活动现金流净额	-22650	-15557	-17340	-19218	市盈率	16.40	16.38	15.37	14.40
债券融资	-3044	0	0	0	市净率	1.71	1.57	1.49	1.45
股权融资	6106	6998	0	0	EV/EBITDA	8.77	9.34	9.00	8.62
银行贷款增加 (减少)	3989	-2952	154	789	总资产收益率	2.2%	2.3%	2.3%	2.5%
筹资成本	-12065	-6754	-6739	-8516	净资产收益率	10.7%	9.6%	9.7%	10.1%
其他	1862	127	0	0	净利率	11.5%	13.2%	13.3%	13.8%
筹资活动现金流净额	-3152	-2581	-6586	-7727	资产负债率	63.2%	58.0%	57.5%	55.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1145	2971	1896	2316	总资产周转率	0.20	0.18	0.18	0.18

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/或其附属机构（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。