

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国投电力 (600886. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

李春驰 电力公用联席首席分析师
执业编号: S1500522070001
联系电话: 010-83326723
邮箱: lichunchi@cindasc.com

唐婵玉 电力公用分析师
执业编号: S1500525050001
邮箱: tangchanyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦
B 座
邮编: 100031

Q3 雅砻江来水同比偏枯，公司业绩小幅下滑

2025 年 10 月 31 日

事件: 10 月 30 日晚, 公司发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 405.72 亿元, 同比下降 8.61%; 实现归母净利润 65.17 亿元, 同比下滑 0.92%; 扣非后归母净利润 65.01 亿元, 同比增长 2.35%; 经营活动产生的现金流量净额 240.73 亿元, 同比上升 12.69%, 基本每股收益 0.8135 元。其中, 2025Q3 公司实现营业收入 148.76 亿元, 同比下降 13.98%; 实现归母净利润 27.23 亿元, 同比下降 3.94%。

点评:

- **2025Q3, 受雅砻江来水同比偏枯、火电电量下滑, 以及平均上网电价下降的影响, 公司业绩小幅下滑。**

电量方面: 1) 水电: Q3 雅砻江来水同比偏枯。2025 前三季度, 公司水电上网电量 788.81 亿千瓦时, 同比减少 1.26%。其中, 2025Q3 上网电量 313.73 亿千瓦时, 同比大幅减少 14.82%, 主要是 Q3 来水偏枯所致。分流域来看, 前三季度雅砻江水电上网电量 709.32 亿千瓦时, 同比减少 0.78%; 其中 Q3 上网电量 281.65 亿千瓦时, 同比减少 16.03%。国投大朝山上网电量 50.57 亿千瓦时, 同比减少 1.06%; 其中 Q3 上网电量 21.23 亿千瓦时, 同比增长 11.90%。国投小三峡上网电量 28.92 亿千瓦时, 同比下降 12.12%; 其中 Q3 上网电量 10.85 亿千瓦时, 同比下降 21.99%。2) 火电: 受区域清洁能源发电量的挤压以及外送电量下降影响。2025 年前三季度公司火电上网电量为 331.10 亿千瓦时, 同比下降 20.44%。其中 2025Q3, 公司火电上网电量为 123.20 亿千瓦时, 同比下降 18.61%。3) 新能源: 电量随装机规模增长大幅提升。光伏: 2025 年前三季度公司光伏上网电量 49.28 亿千瓦时, 同比增长 38.13%; 其中 Q3 上网电量 16.78 亿千瓦时, 同比增长 32.57%。风电: 受风力不足的影响, 2025 年前三季度公司风电上网电量 50.62 亿千瓦时, 同比增长 1.57%; 其中 Q3 上网电量 14.37 亿千瓦时, 同比下降 1.44%。

电价方面: 受部分区域火电中长期交易价格下降以及无补贴新能源项目占比逐渐提高的影响, 公司整体上网电价有所下滑。2025 年前三季度, 公司控股企业平均上网电价 0.346 元/千瓦时, 与去年同期相比减少 3.9%。其中, 2025Q3 公司控股企业平均上网电价 0.334 元/千瓦时, 与去年同期相比减少 0.9%。

- **展望未来, 公司雅砻江水电业务兼具稳健及高成长性, 两杨电站有望为雅砻江水电贡献明显的发电增量, 长期具备 1000 万千瓦以上的装机增量空间。火电有望受益于电量增长及成本下降带来的业绩改善, 新能源装机增长提速下成长空间大。**

- **雅砻江优质大水电资产稀缺性凸显, 水电业务兼具稳健及高成长性。公司水电业务的核心资产雅砻江水电为雅砻江流域水电资源开发的唯一主体。雅砻江为我国第三大水电开发基地, 流域自然资源禀赋优越, 作**

为优质大水电资产的稀缺性凸显。此外，流域已建成二滩、锦屏一级、两河口三大调节水库，梯级调度能力强，雅砻江流域水电的发电利用小时数高且年际波动较小，公司水电的经营稳健性凸显。**雅砻江全流域规划装机量 3000 多万千瓦，目前已开发 1920 万千瓦，待开发资源储备丰富。**2021-2022 年两河口、杨房沟电站陆续投产，装机量合计 450 万千瓦，随着两河口基本完成蓄水、电站自身发电能力及对下游的梯级补偿效益有望不断释放，我们预计 2025 年雅砻江流域水电仍将贡献明显的发电增量。此外，**卡拉、孟底沟水电站在建，装机量合计 342 万千瓦，公司预计将于 2029-2030 投产；**中游牙根一级（已获核准）、牙根二级、楞古以及上游 10 座水电站处于前期规划阶段，装机量合计 738 万千瓦。

- **雅砻江水风光互补优势显著，新能源装机增长提速下成长空间可期。**截至 2024 年底，公司新能源装机量合计 966.74 万千瓦，其中风电 388.85 万千瓦，光伏 577.89 万千瓦。根据公司规划，“十四五”期间公司新能源装机规模将达 1472 万千瓦，2025 年装机增长空间超过 500 万千瓦。公司在雅砻江打造水风光一体化基地有显著的项目获取及消纳优势，雅砻江流域水风光互补示范基地远期规划新能源装机量超 4000 万千瓦，开发潜力大。
- **盈利预测及评级：**国投电力坐拥雅砻江优质、稀缺大水电资产，随着来水改善以及两杨电站发电量的释放，水电业绩有望显著增长；火电有望继续受益于电量增长及成本下降带来的业绩改善。新能源装机量快速增长，未来增长空间大。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 71.9 亿元、74.4 亿元、75.9 亿元，对应增速 8.2%/3.5%/2.0%，EPS 分别为 0.90 元、0.93 元、0.95 元，对应 10 月 30 日收盘价的 PE 分别为 16.11X/15.57X/15.27X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外煤炭价格大幅上涨；公司水电项目所在流域来水较差；两杨电价不确定性；公司新能源项目建设进展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	56,712	57,819	61,380	63,610	65,559
增长率 YoY %	12.3%	2.0%	6.2%	3.6%	3.1%
归属母公司净利润(百万元)	6,705	6,643	7,188	7,439	7,587
增长率 YoY%	64.3%	-0.9%	8.2%	3.5%	2.0%
毛利率%	36.1%	37.5%	38.5%	38.3%	37.8%
净资产收益率 ROE%	11.4%	10.7%	9.8%	9.5%	9.2%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.83	0.90	0.93	0.95
市盈率 P/E(倍)	17.27	17.44	16.11	15.57	15.27
市净率 P/B(倍)	1.96	1.87	1.58	1.48	1.40

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,773	29,843	29,740	32,703	32,889
货币资金	11,358	10,170	10,565	11,961	12,507
应收票据	7	14	8	14	9
应收账款	14,033	15,834	15,803	16,916	16,810
预付账款	305	154	161	167	173
存货	1,296	1,681	1,206	1,581	1,329
其他	1,773	1,990	1,996	2,064	2,060
非流动资产	248,590	266,694	279,805	292,258	304,052
长期股权投资	10,142	9,985	9,828	9,671	9,515
固定资产(合计)	198,111	197,245	206,609	215,313	223,360
无形资产	6,116	6,385	6,654	6,922	7,191
其他	34,221	53,079	56,714	60,350	63,987
资产总计	277,363	296,537	309,544	324,961	336,941
流动负债	45,811	56,565	48,711	51,624	50,892
短期借款	9,412	9,279	9,279	9,279	9,279
应付票据	1,123	962	87	349	104
应付账款	5,295	7,151	5,853	7,669	6,367
其他	29,981	39,173	33,492	34,327	35,143
非流动负债	129,434	130,898	134,386	136,386	138,386
长期借款	113,672	117,794	118,794	119,794	120,794
其他	15,762	13,104	15,591	16,591	17,591
负债合计	175,246	187,463	183,097	188,010	189,278
少数股东权益	43,051	47,087	52,910	58,936	65,083
归属母公司股东权益	59,067	61,987	73,538	78,015	82,581
负债和股东权益	277,363	296,537	309,544	324,961	336,941

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,712	57,819	61,380	63,610	65,559
同比(%)	12.3%	2.0%	6.2%	3.6%	3.1%
归属母公司净利润	6,705	6,643	7,188	7,439	7,587
同比(%)	64.3%	-0.9%	8.2%	3.5%	2.0%
毛利率(%)	36.1%	37.5%	38.5%	38.3%	37.8%
ROE(%)	11.4%	10.7%	9.8%	9.5%	9.2%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.83	0.90	0.93	0.95
P/E	17.27	17.44	16.11	15.57	15.27
P/B	1.96	1.87	1.58	1.48	1.40
EV/EBITDA	8.56	9.39	8.12	7.82	7.63

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,712	57,819	61,380	63,610	65,559
营业成本	36,250	36,150	37,772	39,276	40,768
营业税金及附加	939	1,068	1,134	1,175	1,212
销售费用	46	60	63	66	68
管理费用	1,769	1,895	2,012	2,085	2,149
研发费用	101	170	180	187	192
财务费用	3,975	3,412	4,057	4,111	4,151
减值损失合计	-250	-238	-230	-230	-230
投资净收益	697	1,086	1,153	1,195	1,232
其他	-31	-88	27	31	34
营业利润	14,048	15,824	17,112	17,705	18,056
营业外收支	167	-118	-118	-118	-118
利润总额	14,215	15,706	16,994	17,587	17,938
所得税	2,055	3,681	3,983	4,122	4,204
净利润	12,160	12,025	13,011	13,465	13,733
少数股东损益	5,455	5,382	5,823	6,026	6,146
归属母公司净利润	6,705	6,643	7,188	7,439	7,587
EBITDA	27,473	28,756	31,654	32,918	33,929
EPS(当年)(元)	0.88	0.87	0.90	0.93	0.95

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21,268	24,657	26,730	29,936	29,170
净利润	12,160	12,025	13,011	13,465	13,733
折旧摊销	9,922	10,422	11,261	11,919	12,577
财务费用	4,603	4,428	4,210	4,270	4,330
投资损失	-697	-1,086	-1,153	-1,195	-1,232
营运资金变动	-5,193	-1,821	-1,024	1,051	-665
其它	473	690	426	426	426
投资活动现金流	-20,656	-22,650	-23,351	-23,309	-23,273
资本支出	-20,247	-21,666	-21,496	-21,496	-21,497
长期投资	-153	790	-3,028	-3,028	-3,028
其他	-256	-1,774	1,173	1,215	1,252
筹资活动现金流	-939	-3,152	-2,998	-5,245	-5,365
吸收投资	1,827	6,106	7,011	0	0
借款	5,421	3,989	1,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-9,935	-12,065	-7,085	-7,245	-7,365
现金净增加额	-290	-1,167	395	1,395	546

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产运营管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。