

国投电力（600886）

Q3 雅砻江来水偏枯，整体业绩表现较为稳健

事件

公司公布 2025 年三季报。公司 2025 年 Q3 营业收入 148.8 亿元,同比-14%;归母净利润 27.2 亿元，同比-3.9%；前三季度归母净利润 65.2 亿元，同比-0.9%。

水电：来水波动 Q3 雅砻江水电业绩略承压

2025 年前三季度雅砻江水电营业收入 193.38 亿元，同比下降 3.2%；归母净利润 80.3 亿元，同比增长 0.8%；其中单三季度实现营业收入 71.72 亿元，同比下降 16.7%；归母净利润 31.14 亿元，同比下降 12.6%。

发电量方面：7 月四川全省平均降水量较常年同期偏少 15%；8 月中下旬（8 月 18 日-8 月 24 日），雅砻江来水量偏少 5-8 成。来水偏少叠加去年三季度电量高基数的影响（24 年三季度雅砻江发电量同比+24.6%），2025 年单三季度雅砻江发电量约 283.1 亿千瓦时，同比降低约 16%。

电价方面，根据我们估算，雅砻江水电 2025 年单三季度的不含税上网电价约 0.255 元/千瓦时，相较于去年同期下浮约 2 厘/千瓦时。

雅砻江水风光一体化基地建设稳妥推进。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。

得益于煤价下滑，火电与新能源板块整体表现较为稳定

电量方面，2025 年三季度公司火电发电量 131.65 亿千瓦时，同比下降 18.5%（由于火电所在区域清洁能源发电量增加以及外送电量的影响）；由于陆续投产多个光伏项目，公司光伏单三季度发电量 17.1 亿千瓦时，同比增长约 32.98%。

电价方面，由于部分区域火电中长期交易价格的下降以及无补贴新能源项目占比逐渐提高，公司的火电和新能源上网电价或均有一定向下的压力。但从业绩拆分上看，若减去雅砻江水电的利润贡献，公司剩余业务板块单三季度实现归母净利润约 11 亿元，相较于去年同口径的 9.8 亿元增长约 1.2 亿元，整体业绩表现稳中有增。我们认为或得益于煤价在三季度的下降对于火电板块盈利端的改善。秦皇岛 5500 大卡煤价 2025 年 7-9 月均价约为 672.1 元/吨，相较于去年同期同比下降约 20.8%。

盈利预测与估值

三季度暂时受到来水波动影响，但是火电与新能源板块整体表现较为稳定，略调整盈利预期，预计 2025-2027 年公司可实现归母净利润 71.3/76.2/81.3 亿元（前值 68.5/75.2/82.4 亿元），对应 PE 16.2/15.1/14.2x，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

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	53,548.88	53,045.36	53,151.45
增长率(%)	12.32	1.95	(7.39)	(0.94)	0.20
EBITDA(百万元)	28,478.28	30,276.68	30,090.32	31,204.25	31,853.10
归属母公司净利润(百万元)	6,704.94	6,643.03	7,130.61	7,621.01	8,129.93
增长率(%)	64.36	(0.92)	7.34	6.88	6.68
EPS(元/股)	0.90	0.89	0.89	0.95	1.02
市盈率(P/E)	16.01	16.16	16.16	15.12	14.18
市净率(P/B)	2.01	1.91	1.60	1.53	1.45
市销率(P/S)	1.89	1.86	2.15	2.17	2.17
EV/EBITDA	9.15	9.68	9.29	8.65	8.25

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 11 月 04 日

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	14.4 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)	115,264.72
流通 A 股市值(百万元)	107,340.19
每股净资产(元)	8.28
资产负债率(%)	61.16
一年内最高/最低(元)	16.90/13.00

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	
zhaoyanga@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《国投电力-半年报点评:雅砻江业绩稳步提升，H1 业绩同比+1.4%》2025-09-02
- 《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

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	5,209.76	19,031.31	30,356.54
应收票据及应收账款	14,040.34	15,847.25	7,952.25	15,623.47	7,999.40
预付账款	304.77	153.81	277.72	135.30	281.22
存货	1,296.50	1,681.30	693.68	1,617.92	693.66
其他	1,773.50	1,990.06	1,605.21	2,037.44	1,576.32
流动资产合计	28,773.11	29,842.63	15,738.62	38,445.43	40,907.13
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	281,787.55	301,191.03	299,790.84
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	1,020.95	5,558.21	3,332.47
其他	29,980.88	39,172.79	35,321.70	44,470.12	39,321.47
流动负债合计	45,811.27	56,565.00	45,342.65	59,028.33	51,653.94
长期借款	113,672.15	117,794.36	101,470.46	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	114,659.66	114,146.75	113,479.87
负债合计	175,245.66	187,463.01	160,002.31	173,175.08	165,133.81
少数股东权益	43,050.83	47,086.90	49,686.09	52,464.05	55,427.51
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	40,380.82	43,809.84	47,467.83
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	121,785.24	128,015.95	134,657.03
负债和股东权益总计	277,363.02	296,536.69	281,787.55	301,191.03	299,790.84

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	12,160.26	12,024.76	7,130.61	7,621.01	8,129.93
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	2,723.74	2,372.53	1,167.15
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)	(5,805.60)	2,835.04	(478.59)
其它	3,759.11	5,360.35	5,775.12	6,174.02	6,586.31
经营活动现金流	21,268.12	24,657.13	19,934.38	29,571.30	26,534.43
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	(15,202.27)	(885.43)	165.96
股权融资	(3,631.34)	(3,507.87)	(195.77)	(7,564.32)	(8,075.16)
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)	(15,398.04)	(8,449.76)	(7,909.20)
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)	(4,960.45)	13,821.54	11,325.23

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	53,548.88	53,045.36	53,151.45
营业成本	36,249.55	36,150.29	32,884.28	32,006.75	32,006.45
营业税金及附加	939.17	1,068.48	989.57	980.26	982.22
销售费用	46.05	59.80	46.16	47.89	49.59
管理费用	1,769.27	1,894.94	1,713.56	1,697.45	1,700.85
研发费用	100.61	169.70	133.87	127.47	138.87
财务费用	3,975.29	3,412.05	2,723.74	2,372.53	1,167.15
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	15,837.22	16,926.42	18,168.19
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	15,837.22	16,926.42	18,168.19
所得税	2,055.20	3,681.22	2,929.89	3,131.39	3,451.96
净利润	12,160.26	12,024.76	12,907.33	13,795.03	14,716.23
少数股东损益	5,455.32	5,381.73	5,776.73	6,174.02	6,586.31
归属于母公司净利润	6,704.94	6,643.03	7,130.61	7,621.01	8,129.93
每股收益（元）	0.90	0.89	0.89	0.95	1.02

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.32%	1.95%	-7.39%	-0.94%	0.20%
营业利润	49.27%	12.64%	0.08%	6.88%	7.34%
归属于母公司净利润	64.36%	-0.92%	7.34%	6.88%	6.68%
获利能力					
毛利率	36.08%	37.48%	38.59%	39.66%	39.78%
净利率	11.82%	11.49%	13.32%	14.37%	15.30%
ROE	11.35%	10.72%	9.89%	10.09%	10.26%
ROIC	7.40%	6.66%	6.55%	6.66%	6.80%
偿债能力					
资产负债率	63.18%	63.22%	56.78%	57.50%	55.08%
净负债率	133.26%	132.73%	112.71%	97.59%	85.35%
流动比率	0.63	0.53	0.35	0.65	0.79
速动比率	0.60	0.50	0.33	0.62	0.78
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	45.09	45.89	45.99
总资产周转率	0.21	0.20	0.19	0.18	0.18
每股指标（元）					
每股收益	0.90	0.89	0.89	0.95	1.02
每股经营现金流	2.85	3.31	2.49	3.69	3.31
每股净资产	7.16	7.55	9.01	9.44	9.90
估值比率					
市盈率	16.01	16.16	16.16	15.12	14.18
市净率	2.01	1.91	1.60	1.53	1.45
EV/EBITDA	9.15	9.68	9.29	8.65	8.25
EV/EBIT	13.96	14.67	14.72	13.89	13.47

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	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com