



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 11 月 13 日

基础数据

11 月 12 日收盘价（元）	14.60
总市值（亿元）	1,168.66
总股本（亿股）	80.04

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】国投电力：24Q4 雅砻江水电税费提升压制业绩，25Q1 水电稳健增长-2025.05.08

分析师：蔡屹

S0190518030002  
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004  
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理：隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

国投电力(600886.SH)

来水偏枯水电盈利承压，成本下行火电盈利提升

投资要点：

- **事件：**国投电力发布 2025 年三季报。前三季度公司实现营业收入 405.72 亿元，同比-8.61%，归母净利润 65.17 亿元，同比-0.92%，经营性净现金流 240.73 亿元，同比+12.69%；单三季度公司实现营业收入 148.76 亿元，同比-13.98%，实现归母净利润 27.23 亿元，同比-3.94%，Q3 毛利率 46.56%，同比+5.13pct、环比+6.80pct。结合公司经营数据，我们点评如下：
- **点评：来水偏枯水电盈利承压，成本下行火电盈利提升。**1) 水电方面，三季度公司水电上网电量 313.73 亿度，同比-14.82%，其中雅砻江水电上网电量 281.65 亿度，同比-16.03%。参考川投能源 Q3 联营企业投资收益同比-16%，电量下降令水电板块业绩承压。2) 火电方面，三季度公司境内火电上网电量 123.20 亿度，同比-18.61%，降幅较上半年收窄，得益于公司市场煤及进口煤比例较高，电煤成本下行对冲量价压力，Q3 公司营业成本同比-21.5%，火电板块盈利能力提升。3) 绿电方面，受来风偏弱与限电加剧影响，三季度公司风电上网电量同比-1.44%；光伏在装机高增推动下电量同比+32.57%。前三季度公司新增风光装机各 9.98 万千瓦和 7.05 万千瓦，三季度无新增机组，增速有所放缓。此外，三季度公司平均上网电价 0.334 元/千瓦时，同比-0.9%，降幅较上半年明显收窄。
- **投资建议：维持“买入”评级。**考虑到上年 Q4 雅砻江水电税费提升业绩基数较低，预计今年全年业绩有望稳健增长。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 71.99、75.49、79.55 亿元，分别同比+8.4%、+4.9%、+5.4%，对应 11 月 12 日收盘价 PE 估值分别为 16.2x、15.5x、14.7x。
- **风险提示：**来水不及预期、动力煤价格大幅上行、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	57819	50195	51659	53456
同比增长	2.0%	-13.2%	2.9%	3.5%
归母净利润（百万元）	6643	7199	7549	7955
同比增长	-0.9%	8.4%	4.9%	5.4%
毛利率	37.5%	41.3%	41.8%	42.0%
ROE	10.7%	9.9%	10.0%	10.0%
每股收益（元）	0.83	0.90	0.94	0.99
市盈率	17.6	16.2	15.5	14.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	29843	23337	27908	34133
货币资金	10170	7725	11663	17542
交易性金融资产	142	142	142	142
应收票据及应收账款	15847	12315	12891	13161
预付款项	154	172	172	171
存货	1681	1309	1335	1378
其他	1848	1674	1705	1739
<b>非流动资产</b>	266694	281703	291422	300164
长期股权投资	9985	9985	9985	9985
固定资产	197245	219115	231526	239745
在建工程	30267	18784	12542	9421
无形资产	6385	6385	6385	6385
商誉	146	146	146	146
其他	22666	27288	30839	34481
<b>资产总计</b>	296537	305039	319331	334297
<b>流动负债</b>	56565	43077	43794	44672
短期借款	9279	9279	9279	9279
应付票据及应付账款	8114	5695	6038	6274
其他	39173	28102	28477	29120
<b>非流动负债</b>	130898	136548	140548	144548
长期借款	117794	121794	125794	129794
其他	13104	14754	14754	14754
<b>负债合计</b>	187463	179625	184343	189220
股本	7454	8004	8004	8004
未分配利润	33273	35432	37696	40082
少数股东权益	47087	52977	59154	65662
<b>股东权益合计</b>	109074	125415	134988	145076
<b>负债及权益合计</b>	296537	305039	319331	334297

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	6643	7199	7549	7955
折旧和摊销	10422	11964	13181	14251
营运资金的变动	-1821	-3003	-116	333
<b>经营活动产生现金流量</b>	24657	25238	29739	32003
资本支出	-21666	-22479	-19476	-19523
长期投资	790	-3301	-3551	-3643
<b>投资活动产生现金流量</b>	-22650	-26403	-22227	-22366
债权融资	7082	-1137	4000	4000
股权融资	6106	6998	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-3152	-1280	-3575	-3757
现金净变动	-1167	-2445	3937	5879

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	57819	50195	51659	53456
营业成本	36150	29460	30044	31005
税金及附加	1068	954	982	1016
销售费用	60	50	52	53
管理费用	1895	1656	1705	1764
研发费用	170	151	155	160
财务费用	3412	3100	3152	2973
投资收益	1086	800	800	800
公允价值变动收益	3	0	0	0
信用减值损失	-182	-200	-200	-200
资产减值损失	-238	-150	-150	-150
<b>营业利润</b>	15824	15375	16124	17040
营业外收支	-118	24	24	-23
<b>利润总额</b>	15706	15399	16148	17017
所得税	3681	2310	2422	2553
净利润	12025	13089	13726	14464
少数股东损益	5382	5890	6177	6509
<b>归属母公司净利润</b>	6643	7199	7549	7955
<b>EPS(元)</b>	0.83	0.90	0.94	0.99

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	2.0%	-13.2%	2.9%	3.5%
营业利润增长率	12.6%	-2.8%	4.9%	5.7%
归母净利润增长率	-0.9%	8.4%	4.9%	5.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	37.5%	41.3%	41.8%	42.0%
归母净利率	11.5%	14.3%	14.6%	14.9%
ROE	10.7%	9.9%	10.0%	10.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.2%	58.9%	57.7%	56.6%
流动比率	0.53	0.54	0.64	0.76
速动比率	0.48	0.49	0.59	0.71
<b>营运能力</b>				
资产周转率	20.1%	16.7%	16.5%	16.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.83	0.90	0.94	0.99
每股经营现金	3.08	3.15	3.72	4.00
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	17.6	16.2	15.5	14.7
PB	1.9	1.6	1.5	1.5

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>