

## 公司研究 | 点评报告 | 国投电力（600886.SH）

# 电价超预期提升，全年业绩展望稳健

### 报告要点

2025 年四季度公司所处流域来水持续偏枯，四季度公司水电发电量同比减少 20.94%；公司控股企业平均上网电价 0.390 元/千瓦时，同比提升约 0.029 元/千瓦时，主因或系四季度收回部分杨房沟水电站以前年度应收电费，水电综合电价水平的提升有望支撑四季度水电板块的业绩表现。火电方面，四季度公司火电电量同比减少 8.43%，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。综合来看，四季度公司各板块电量表现延续偏弱，但得益于部分此前年度应收电费的收回，一定程度支撑公司四季度业绩表现，全年业绩展望稳健。

### 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



张子淳

## 电价超预期提升，全年业绩展望稳健

### 事件描述

公司发布 2025 年四季度主要经营数据公告：2025 年 10-12 月，公司控股企业累计完成发电量 331.42 亿千瓦时，同比减少 14.22%；公司控股企业平均上网电价 0.390 元/千瓦时，与去年同期相比增长 8.03%。

### 事件评论

- **来水持续偏枯电量降幅扩大，电价超预期提升托底业绩表现。**2025 年四季度，公司所处雅砻江流域及黄河上游来水同比减少，四季度公司水电完成发电量 187.69 亿千瓦时，同比减少 20.94%，其中：雅砻江水电完成发电量 158.43 亿千瓦时，同比减少 24.82%；国投大朝山完成发电量 18.84 亿千瓦时，同比增长 21.09%；国投小三峡完成发电量 10.42 亿千瓦时，同比减少 6.18%。电价方面，四季度公司控股企业平均上网电价 0.390 元/千瓦时，与去年同期相比增长 8.03%，同比提升约 0.029 元/千瓦时，电价提升主因或系四季度收回部分杨房沟水电站以前年度应收电费，带动综合电价水平有所提升，且考虑火电及新能源电价或有所调整，水电电价提升幅度或更为显著。**整体来看，虽然四季度水电电量明显承压，但得益于收回部分应收电费，水电综合电价水平的提升有望支撑四季度水电板块经营业绩的积极表现。**此外，四季度公司新增风电、光伏装机 15.21、184 万千瓦，截至四季度末公司风电及光伏装机容量分别达到 414.03、768.94 万千瓦，同比分别增长 6.48%、33.06%。得益于装机规模的持续扩张，四季度公司完成风电发电量 17.34 亿千瓦时，同比增长 11.01%，完成光伏发电量 15.28 亿千瓦时，同比增长 27.23%。虽然电量保持稳健增长，但考虑新能源市场化电价下降等影响，公司新能源板块预计延续承压。
- **火电电量降幅收窄，全年业绩展望稳健。**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，四季度公司完成火电发电量 111.11 亿千瓦时，同比减少 8.43%，降幅较前三季度收窄 11.72 个百分点。电价方面，部分区域火电中长期交易价格下降，公司火电电价预计也有所调整。成本方面，四季度煤炭价格有所回暖，但同比仍保持一定降幅，四季度秦港 Q5500 大卡煤价中枢 765.44 元/吨，同比降低 57.15 元/吨。整体来看，虽然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。**综合来看，四季度公司火电及新能源板块有所承压，但得益于部分收回杨房沟电站以前年度应收电费，一定程度支撑公司四季度业绩表现，同时考虑 2024 年四季度公司所得税费用大幅提升，2025 年四季度业绩展望优异，带动公司全年实现稳健的业绩表现。**
- **坐拥雅砻江水风光基地，全电源推进成长空间广阔。**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。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，后续仍有广阔成长空间。
- **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、0.85 元和 0.92 元，对应 PE 分别为 15.25 倍、15.61 倍和 14.47 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)	13.29
总股本(万股)	800,449
流通A股/B股(万股)	745,418/0
每股净资产(元)	8.28
近12月最高/最低价(元)	16.15/13.00

注：股价为 2026 年 1 月 14 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《来水扰动短期业绩，看好低位布局机会》2025-11-07
- 《基本面风险逐步落地，看好低位布局机会》2025-10-19
- 《水火共济平滑冲击，经营业绩稳步增长》2025-09-02



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**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>57819</b>	<b>52902</b>	<b>54054</b>	<b>55914</b>	货币资金	10170	12148	12407	12553
营业成本	36150	32101	34168	35124	交易性金融资产	142	142	142	142
<b>毛利</b>	<b>21669</b>	<b>20800</b>	<b>19886</b>	<b>20790</b>	应收账款	15834	9148	16378	8473
%营业收入	37%	39%	37%	37%	存货	1681	963	1852	1042
营业税金及附加	1068	1270	1297	1342	预付账款	154	137	145	149
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	1862	1579	1901	1641
销售费用	60	55	56	58	<b>流动资产合计</b>	<b>29843</b>	<b>24116</b>	<b>32824</b>	<b>24000</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	9985	10485	10985	11485
管理费用	1895	2010	2054	2125	投资性房地产	103	103	103	103
%营业收入	3%	4%	4%	4%	固定资产合计	197245	197373	197214	195296
研发费用	170	155	159	164	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	2820	2495	2186	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	56496	54769	60750
加: 资产减值损失	-238	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>296537</b>	<b>296079</b>	<b>303400</b>	<b>299139</b>
信用减值损失	-182	-100	-100	-100	短期贷款	9279	4279	2279	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	应付款项	7151	161	7432	568
投资收益	1086	926	919	923	预收账款	6	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>15824</b>	<b>15472</b>	<b>14790</b>	<b>15888</b>	应付职工薪酬	288	256	272	280
%营业收入	27%	29%	27%	28%	应交税费	2265	2072	2117	2190
营业外收支	-118	-100	0	0	其他流动负债	37577	32740	34593	33361
<b>利润总额</b>	<b>15706</b>	<b>15372</b>	<b>14790</b>	<b>15888</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>56565</b>	<b>39512</b>	<b>46698</b>	<b>36405</b>
%营业收入	27%	29%	27%	28%	长期借款	117794	118022	113367	113062
所得税费用	3681	2575	2514	2701	应付债券	8914	8914	5164	3664
净利润	12025	12797	12276	13187	递延所得税负债	788	788	788	788
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>6643</b>	<b>6974</b>	<b>6813</b>	<b>7352</b>	其他非流动负债	3402	3402	3402	3402
少数股东损益	5382	5823	5463	5835	<b>负债合计</b>	<b>187463</b>	<b>170638</b>	<b>169418</b>	<b>157321</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.87</b>	<b>0.87</b>	<b>0.85</b>	<b>0.92</b>	归属于母公司所有者权益	61987	72532	75609	77611
					少数股东权益	47087	52910	58372	64208
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>109074</b>	<b>125441</b>	<b>133981</b>	<b>141818</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>296537</b>	<b>296079</b>	<b>303400</b>	<b>299139</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>24657</b>	<b>20950</b>	<b>25643</b>	<b>26859</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	442	926	919	923		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	157	-500	-500	-500	每股收益	0.87	0.87	0.85	0.92
资本性支出	-21666	-14922	-8663	-15107	每股经营现金流	3.31	2.62	3.20	3.36
其他	-1582	0	0	0	市盈率	15.33	15.25	15.61	14.47
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-22650</b>	<b>-14497</b>	<b>-8244</b>	<b>-14684</b>	市净率	1.60	1.47	1.41	1.37
债券融资	-3044	0	-3750	-1500	EV/EBITDA	8.53	8.90	8.67	8.13
股权融资	6106	6998	0	0	总资产收益率	2.2%	2.4%	2.2%	2.5%
银行贷款增加(减少)	3989	-4772	-6656	-2583	净资产收益率	10.7%	9.6%	9.0%	9.5%
筹资成本	-12065	-6828	-6734	-7947	净利率	11.5%	13.2%	12.6%	13.1%
其他	1862	127	0	0	资产负债率	63.2%	57.6%	55.8%	52.6%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3152</b>	<b>-4475</b>	<b>-17140</b>	<b>-12030</b>	总资产周转率	0.20	0.18	0.18	0.19
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-1145</b>	<b>1978</b>	<b>259</b>	<b>146</b>					

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。