



25 年水火盈利向好，在建项目充足助力成长

—— 2025 年年报&2026 年一季报点评

2026 年 05 月 03 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年实现营收 530.14 亿元，同比-8.31%；实现归母净利润 73.93 亿元（扣非 73.55 亿元），同比+11.30%（扣非同比+13.33%）。25Q4 实现营收 124.42 亿元，同比-7.32%；实现归母净利润 8.76 亿元（扣非 8.54 亿元），同比+1243.32%（扣非同比+516.06%）。26Q1 实现营收 125.14 亿元，同比-4.63%；实现归母净利润 21.18 亿元（扣非 21.16 亿元），同比+1.91%（扣非同比+2.11%）。公司 2025 年年度拟派发现金红利 0.5081 元/股，2026 年 4 月 30 日收盘价对应股息率 3.73%；2025 年度现金分红总额为 40.67 亿元，占 25 年归母净利润的比例为 55.01%，较 2024 年持平。
- 水电：以价补量+成本费用压降+所得税减少提振盈利。**2025 年，受雅砻江流域、黄河上游来水同比减少影响，公司水电发电量同比-5.76%至 980.94 亿 kwh；其中雅砻江、大朝山、小三峡分别同比-6.23%、+4.06%、-10.61%至 871.51、69.70、39.73 亿 kwh。根据公司披露，2025 年，雅砻江、大朝山、小三峡水电上网电价为 308.2、189.26、307.05 元/MWh，同比+2.34%、+0.57%、+35.60%，我们预计雅砻江主要受前期电费差额集中结算影响、小三峡主要系交易策略优化所致。量价影响下，25 年公司水电收入同比-2.86%至 258.63 亿元。在此基础上，25 年雅砻江公司：1) 营业成本同比-4.88%至 97.32 亿元，预计主要受 24 年两河口首次蓄满影响；2) 财务费用同比-23.96%至 20.00 亿元，预计主要系债务偿还和置换所致；3) 所得税费用同比-33.63%至 18.71 亿元，主要由于 24 年发生所得税补缴。综合来看，25 年公司水电子公司实现净利润 104.26 亿元，同比+12.21%。26Q1，公司水电发电量表现延续弱势，同比-7.82%至 232.94 亿 kwh；其中雅砻江同比-9.93%至 209.29 亿 kwh。但雅砻江公司营收同比仅-4.74%至 63.46 亿元，或表明电价好于预期；叠加营业成本、财务费用同比继续下降，最终归母净利润同比下降 6.18%至 28.11 亿元。
- 火电：量价均承压，成本大幅优化助力盈利改善。**截至 25 年末，公司火电（含垃圾发电）装机 1307.48 万 kw，较 24 年末的 1320.08 万 kw 有所减少，主要系湄洲湾 2*39.3 万 kw BOT 项目移交，同时华夏电力 5 号机组（66 万 kw）投产。2025 年，受所在区域清洁能源发电量增加、以及外送电量影响，公司火电发电量同比-17.64%至 465.34 亿 kwh。根据公司披露，2025 年，天津、广西、福建、贵州火电上网电价为 468.59、472.15、452.01、413.52 元/MWh，同比+4.1%、-0.5%、-4.5%、-3.6%。量价影响下，25 年公司火电收入同比-18.76%至 176.89 亿元；我们测算度电收入 0.408 元/kwh，同比-0.004 元/kwh；但得益于电量减少和煤价下行，营业成本端亦大幅下降 25.41%至 140.26 亿元。综合来看，25 年公司火电子公司实现净利润 19.80 亿元，同比+32.56%；我们测算度电净利润为 0.046 元/kwh，同比+0.017 元/kwh。26Q1，公司火电发电量小幅修复，同比+1.91%至 104.84 亿 kwh。根据公司披露，26Q1 控股企业平均上网电价 0.354 元/kwh，同比-0.28%；考虑到雅砻江电价表现较好，预计火电电价存在一定压力，但 26Q1 考虑库存周期后市场煤价整体下行形成部分对冲。

国投电力（股票代码：600886）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2026 年 04 月 30 日

股票代码	600886
A 股收盘价(元)	13.63
上证指数	4,112.16
总股本(万股)	800,449
实际流通 A 股(万股)	745,418
流通 A 股市值(亿元)	1,016

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河公用环保】公司点评_上网电价降幅环比收窄，成本费用压降成效显著
- 【银河环保公用】公司点评_国投电力：水电稳健增长，火电兑现成本弹性
- 【银河环保公用】公司点评_国投电力：25Q1 高蓄能驱动水电业绩向好，在建项目充足

- 新能源：电量保持快速增长，电价下降、成本刚性增加压制盈利能力。**截至 25 年末，公司风电、光伏装机分别为 414.03、768.94 万 kw，对应年内新增 25.18、191.05 万 kw。2025 年，公司风电、光伏发电量同比+3.86%、+35.68%至 69.24、65.41 亿 kwh；实现收入 26.01、22.47 亿元，同比-4.69%、+6.04%；对应度电收入分别为 0.385、0.350 元/kwh，同比下降-0.034、-0.096 元/kwh；叠加成本刚性增加，毛利率同比分别-7.03、-12.53pct 至 42.33%、29.33%。26Q1，公司风电、光伏发电量延续增长态势，同比+6.76%、+37.29% 至 20.43、20.87 亿 kwh。
- 在建项目充足助力成长。**截至 25 年末，公司在建装机规模达 1769.162 万 kw，水电、火电、风电、光伏分别为 753、440.662、121、454.5 万 kw；其中卡拉、孟底沟、牙根一级等水电项目有望于十五五后期进入密集投运阶段，公司中长期成长性可期。
- 投资建议：**考虑来水较难预测，我们暂假设 26 年水电利用小时同比持平，预计公司 26-28 年分别实现归母净利润 72.62、73.99、76.73 亿元，对应 PE 分别为 15.02x、14.74x、14.22x。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**来水超预期波动的风险，新增装机不及预期的风险，上网电价超预期下降的风险等。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	53,014	52,964	58,420	61,687
收入增长率%	-8.31	-0.09	10.30	5.59
归母净利润(百万元)	7,393	7,262	7,399	7,673
利润增长率%	11.30	-1.78	1.89	3.70
分红率%	55.01	55.01	55.01	55.01
毛利率%	41.14	39.60	37.23	36.24
摊薄 EPS(元)	0.92	0.91	0.92	0.96
PE	14.76	15.02	14.74	14.22
PB	1.50	1.44	1.38	1.32
PS	2.06	2.06	1.87	1.77

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	37,785	31,511	31,696	33,145
现金	23,113	16,128	15,695	16,595
应收账款	10,997	11,716	11,955	12,284
其它应收款	1,432	1,431	1,578	1,667
预付账款	234	240	275	295
存货	1,312	1,299	1,496	1,607
其他	697	697	697	697
非流动资产	275,794	292,033	302,426	312,085
长期投资	10,192	11,163	12,234	13,364
固定资产	195,717	194,684	211,409	222,301
无形资产	6,464	6,618	6,759	6,888
其他	63,421	79,569	72,024	69,532
资产总计	313,580	323,544	334,123	345,230
流动负债	61,450	62,193	63,358	64,723
短期借款	20,061	20,061	20,061	20,061
应付账款	7,144	7,465	7,640	7,975
其他	34,245	34,667	35,657	36,687
非流动负债	128,341	128,336	128,348	128,342
长期借款	114,554	114,554	114,554	114,554
其他	13,787	13,783	13,795	13,788
负债总计	189,791	190,529	191,707	193,064
少数股东权益	51,147	57,106	63,178	69,475
归属母公司股东权益	72,642	75,909	79,238	82,690
负债和股东权益	313,580	323,544	334,123	345,230

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	31,570	27,235	28,708	30,063
净利润	13,461	13,222	13,471	13,970
折旧摊销	10,533	11,126	12,080	12,873
财务费用	4,016	3,825	3,681	3,536
投资损失	-972	-971	-1,071	-1,131
营运资金变动	4,107	-483	-145	-77
其他	424	517	692	892
投资活动现金流	-16,936	-26,396	-21,402	-21,400
资本支出	-21,404	-26,396	-21,402	-21,400
长期投资	3,995	0	0	0
其他	474	0	0	0
筹资活动现金流	-9,312	-7,824	-7,739	-7,764
短期借款	10,782	0	0	0
长期借款	-3,241	0	0	0
其他	-16,853	-7,824	-7,739	-7,764
现金净增加额	5,332	-6,985	-433	900

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	53,014	52,964	58,420	61,687
营业成本	31,206	31,992	36,673	39,329
税金及附加	1,486	1,485	1,638	1,730
销售费用	60	60	66	70
管理费用	2,033	2,031	2,241	2,366
研发费用	196	196	217	229
财务费用	2,687	2,110	2,302	2,141
资产减值损失	-117	-79	-79	-79
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资收益及其他	1,070	1,002	1,111	1,176
营业利润	16,303	16,013	16,316	16,919
营业外收入	75	75	75	75
营业外支出	59	59	59	59
利润总额	16,318	16,028	16,331	16,935
所得税	2,857	2,807	2,860	2,965
净利润	13,461	13,222	13,471	13,970
少数股东损益	6,067	5,960	6,072	6,297
归属母公司净利润	7,393	7,262	7,399	7,673
EBITDA	29,538	29,264	30,713	31,949
EPS (元)	0.92	0.91	0.92	0.96

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-8.3%	-0.1%	10.3%	5.6%
营业利润增长率	3.0%	-1.8%	1.9%	3.7%
归母净利润增长率	11.3%	-1.8%	1.9%	3.7%
毛利率	41.1%	39.6%		36.2%
净利率	25.4%	25.0%	23.1%	22.6%
ROE	10.2%	9.6%	9.3%	9.3%
ROIC	5.5%	5.1%	5.1%	5.0%
资产负债率	60.5%	58.9%	57.4%	55.9%
净资产负债率	153.3%	143.2%	134.6%	126.9%
流动比率	0.61	0.51	0.50	0.51
速动比率	0.58	0.47	0.46	0.47
总资产周转率	0.17	0.17	0.18	0.18
应收账款周转率	3.95	4.66	4.94	5.09
应付账款周转率	4.37	4.38	4.86	5.04
每股收益(元)	0.92	0.91	0.92	0.96
每股经营现金流(元)	3.94	3.40	3.59	3.76
每股净资产(元)	9.08	9.48	9.90	10.33
P/E	14.76	15.02	14.74	14.22
P/B	1.50	1.44	1.38	1.32
EV/EBITDA	8.32	8.64	8.25	7.90
PS	2.06	2.06	1.87	1.77

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn