

2026年05月29日

## 国投电力 (600886.SH)

投资评级：买入（维持）

——来水偏枯业绩稳健 关注雅砻江流域装机成长性

## 证券分析师

查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com

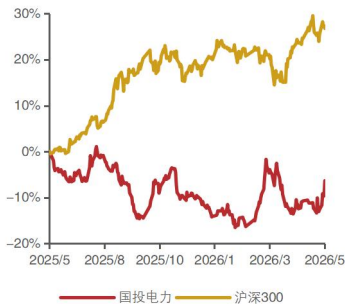
刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

邓思平  
SAC: S1350524070003  
dengsiping@huayuanstock.com

## 联系人

秦雨茁  
qinyuzhuo@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2026年05月29日

收盘价 (元)	14.30
一年内最高/最低 (元)	16.10/12.70
总市值 (百万元)	114,464.27
流通市值 (百万元)	106,594.77
总股本 (百万股)	8,004.49
资产负债率 (%)	59.58
每股净资产 (元/股)	8.62

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 事件：1) 公司发布 2025 年年报，2025 年实现营收 530.14 亿元，同比下降 8.31%；实现归母净利润 73.93 亿元，同比增长 11.30%；2) 公司发布 2026 年一季报，2026Q1 实现营收 125.14 亿元，同比下降 4.63%；实现归母净利润 21.18 亿元，同比增长 1.91%；3) 发布 2025 年度利润分配方案，2025 年每股派发现金红利 0.5081 元 (含税)，分红比例约 55%。
- 2025 年来水偏枯，水电电量承压，低基数影响下雅砻江水电净利润同比增长 11.59%。公司 2025 年发电量 1580.93 亿千瓦时，同比减少 8.12%，其中水电发电量 980.94 亿千瓦时，同比减少 5.76%，主要是因为雅砻江流域、黄河上游来水同比减少；火电发电量 465.34 亿千瓦时，同比减少 17.64%，主要是因为部分火电所在区域清洁能源发电量增加，以及外送电量影响；风电、光伏发电量分别为 69.24、65.41 亿千瓦时，分别同比增加 3.86%、35.68%，主要受新能源装机投产影响。电价方面，2025 年公司平均上网电价 0.355 元/千瓦时，同比下降 1.11%，主要原因：1) 电量结构变化，即火电上网电量下降，电价较高部分对应电量比例降低；2) 部分区域火电中长期交易价格下降。其中四川省水电上网电价 0.308 元/千瓦时，同比提升 0.007 元/千瓦时。2025 年雅砻江水电净利润 92.24 亿元，2024 年一次性因素导致的低基数影响下同比增长 11.59%。
- 2026Q1 电量电价微降，财务费用同比下降 1.60 亿元。2026Q1 公司完成发电量 379.07 亿千瓦时，同比减少 2.78%。一季度雅砻江流域来水持续偏枯，公司 2026Q1 水电发电量 232.94 亿千瓦时，同比减少 7.82%；2026Q1 公司火电发电量 104.84 亿千瓦时，同比增长 1.91%，其中贵州省社会用电量以及外送电量增加，叠加抢抓现货市场长周期试运行机遇，发电量同比增加。2026Q1 风电、光伏发电量分别同比增长 6.76%、37.29%，主要受项目投产装机增长影响。2026Q1 公司平均上网电价 0.354 元/千瓦时，同比减少 0.28%。2026Q1 公司财务费用同比下降 1.60 亿元，业绩彰显韧性。
- 在建 18GW 装机有望贡献业绩增量，雅砻江待开发水电超 7GW。截至 2025 年底，公司控股装机容量 4689.56 万千瓦，其中水电/火电/风电/光伏分别为 2130.45/1307.48/414.03/768.94 万千瓦；公司在建装机规模 1769.162 万千瓦，其中水电/火电/风电/光伏分别为 753/440.662/121/454.5 万千瓦。雅砻江水电核准及在建水电装机 372 万千瓦，全流程可开发水电装机 3000 万千瓦，截至 2025 年底仅投产 1920 万千瓦，待开发水电装机超过 7GW。雅砻江水电基地具备“水风光”一体化优势，远期规划新能源与抽蓄装机超 5000 万千瓦，奠定公司远期成长。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 77/81/84 亿元，同比增速分别为 4%/5%/4%，当前股价对应的 PE 分别为 15/14/14 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：来水波动，电价不及预期，煤价超预期。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	57,819	53,014	55,920	60,121	61,729
同比增长率 (%)	1.95%	-8.31%	5.48%	7.51%	2.67%
归母净利润 (百万元)	6,643	7,393	7,690	8,085	8,420
同比增长率 (%)	-0.92%	11.30%	4.01%	5.15%	4.13%
每股收益 (元/股)	0.83	0.92	0.96	1.01	1.05
ROE (%)	10.72%	10.18%	10.10%	10.14%	10.08%
市盈率 (P/E)	17.23	15.48	14.89	14.16	13.60

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	23,113	17,599	23,163	33,268
应收票据及账款	10,998	11,601	12,472	12,806
预付账款	234	247	265	272
其他应收款	1,432	1,511	1,624	1,668
存货	1,312	1,398	1,533	1,567
其他流动资产	696	730	779	798
<b>流动资产总计</b>	<b>37,785</b>	<b>33,085</b>	<b>39,836</b>	<b>50,378</b>
长期股权投资	10,040	11,004	11,968	12,932
固定资产	199,729	199,395	201,054	204,629
在建工程	38,854	40,683	40,112	37,142
无形资产	6,464	6,173	5,882	5,591
长期待摊费用	80	69	57	46
其他非流动资产	20,627	20,617	20,608	20,598
<b>非流动资产合计</b>	<b>275,794</b>	<b>277,941</b>	<b>279,681</b>	<b>280,937</b>
<b>资产总计</b>	<b>313,580</b>	<b>311,026</b>	<b>319,518</b>	<b>331,316</b>
短期借款	20,061	11,061	8,061	7,861
应付票据及账款	7,144	7,612	8,345	8,534
其他流动负债	34,245	36,453	39,938	40,849
<b>流动负债合计</b>	<b>61,450</b>	<b>55,126</b>	<b>56,344</b>	<b>57,244</b>
长期借款	124,283	118,283	115,283	115,483
其他非流动负债	4,058	4,058	4,058	4,058
<b>非流动负债合计</b>	<b>128,341</b>	<b>122,341</b>	<b>119,341</b>	<b>119,541</b>
<b>负债合计</b>	<b>189,791</b>	<b>177,467</b>	<b>175,685</b>	<b>176,785</b>
股本	8,004	8,004	8,004	8,004
资本公积	17,433	17,433	17,433	17,433
留存收益	47,205	50,665	54,303	58,092
归属母公司权益	72,642	76,102	79,740	83,529
少数股东权益	51,147	57,457	64,092	71,002
<b>股东权益合计</b>	<b>123,788</b>	<b>133,559</b>	<b>143,833</b>	<b>154,531</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>313,580</b>	<b>311,026</b>	<b>319,518</b>	<b>331,316</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	13,461	13,081	13,802	14,410
折旧与摊销	10,533	10,817	11,224	11,708
财务费用	2,687	2,513	2,320	2,237
投资损失	-972	-972	-972	-972
营运资金变动	4,107	1,862	3,031	662
其他经营现金流	1,753	1,123	1,123	1,123
<b>经营性现金净流量</b>	<b>31,570</b>	<b>28,424</b>	<b>30,528</b>	<b>29,169</b>
投资性现金净流量	-16,936	-12,197	-12,197	-12,197
筹资性现金净流量	-9,312	-21,742	-12,767	-6,868
<b>现金流量净额</b>	<b>5,332</b>	<b>-5,514</b>	<b>5,564</b>	<b>10,105</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>53,014</b>	<b>55,920</b>	<b>60,121</b>	<b>61,729</b>
<b>营业成本</b>	<b>31,206</b>	<b>33,250</b>	<b>36,451</b>	<b>37,278</b>
税金及附加	1,486	1,568	1,686	1,731
销售费用	60	63	68	70
管理费用	2,033	2,145	2,306	2,367
研发费用	196	157	169	173
财务费用	2,687	2,513	2,320	2,237
资产减值损失	-117	-123	-133	-136
信用减值损失	-53	-56	-61	-62
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	972	972	972	972
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	16	4	4	4
其他收益	136	136	136	136
<b>营业利润</b>	<b>16,303</b>	<b>17,156</b>	<b>18,040</b>	<b>18,786</b>
营业外收入	75	75	75	75
营业外支出	59	59	59	59
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>16,318</b>	<b>17,171</b>	<b>18,055</b>	<b>18,801</b>
所得税	2,857	3,171	3,335	3,472
<b>净利润</b>	<b>13,461</b>	<b>14,000</b>	<b>14,721</b>	<b>15,329</b>
少数股东损益	6,067	6,310	6,635	6,910
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>7,393</b>	<b>7,690</b>	<b>8,085</b>	<b>8,420</b>
EPS(元)	0.92	0.96	1.01	1.05

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-8.31%	5.48%	7.51%	2.67%
营业利润增长率	3.02%	5.23%	5.15%	4.14%
归母净利润增长率	11.30%	4.01%	5.15%	4.13%
经营现金流增长率	28.03%	-9.96%	7.40%	-4.45%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.14%	40.54%	39.37%	39.61%
净利率	25.39%	25.04%	24.49%	24.83%
ROE	10.18%	10.10%	10.14%	10.08%
ROA	2.36%	2.47%	2.53%	2.54%
<b>估值倍数</b>				
P/E	15.48	14.89	14.16	13.60
P/S	2.16	2.05	1.90	1.85
P/B	1.71	1.63	1.55	1.47
股息率	0.00%	3.69%	3.89%	4.05%
EV/EBITDA	10	9	9	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。