

国投电力（600886.SH）

公司报告 | 首次评级报告

任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2026年1月20日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	13.51
总市值	1081.41亿
PE-TTM	16.43
PB-MRQ	1.63

估值结果

价值	1237亿
DDM估值	上行空间 14%
状态	合理估值
价值	1116亿
动态估值	上行空间 3.2%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ★ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

国投电力是国投集团旗下综合电力运营商，雅砻江流域唯一水电开发主体。

公司成长空间中等，主要系我国水电行业已经步入成熟期，但公司未来依旧存在小部分新建水电产能，新能源转型背景下火电业务成长空间有限。

公司盈利趋势稳健，主要系公司作为水电板块优质企业，公司水电上网电价较为稳定，虽然火电业绩盈利波动性较大，但由于对利润贡献相对有限，不影响公司整体盈利稳健大趋势。

公司产业格局非常好，主要系我国水电行业主要为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系。

公司护城河极深，主要系公司旗下水电站主要分布在雅砻江流域，具有天然的资源垄断属性，且随着我国水电资源开发进入末期，公司现有的水电资产具有稀缺性，形成独特的资源垄断护城河。

基于我们对公司未来水电装机规模小幅增长，火电盈利改善，风光装机规模稳健增长，上网电价保持稳定的合理假设下，公司现在处于估值合理状态。

风险提示

若未来国家水电政策调整，公司电价或出现超预期波动风险；若煤价大幅上涨，公司火电业务盈利持续低于预期风险；公司未来新建水电及风光发电项目投产不及预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

国投电力作为综合电力运营商，发电业务分布在四川、天津、福建等十多个省区，实际控制人为国资委。从装机结构来看，公司是一家以清洁能源为主、水火风光并济的综合型电力上市公司，水电控股装机为2,130万千瓦，为国内第三大水电装机规模的上市公司，在同行业公司中处于领先地位。公司大力开拓清洁能源业务，截至2024年底，清洁能源装机占比已提升至70.42%。

2. 业务介绍

对于国投电力公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

水电：

公司主要从事水力发电业务，水电具有可再生、无污染、技术成熟、调峰能力强等特点，在国家碳达峰、碳中和战略背景下，水电的清洁能源优势日益凸显，截至2024年底，公司水电2130.45万千瓦，占比47.73%。我们对该业务市场界定为国内水电行业。

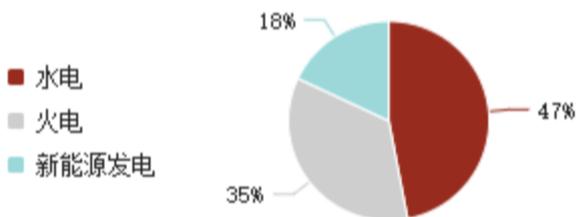
火电：

公司火电装机以高参数大机组为主，无30万千瓦以下机组(不含垃圾发电)，百万千瓦级机组占控股火电装机容量的60.76%；控股火电主要集中在沿海等经济发达、电力需求旺盛的地区，区位优势较为明显。截至2024年底，公司火电1320.08万千瓦(含垃圾发电)，占比29.58%。我们对该业务市场界定为国内火电行业。

新能源发电：

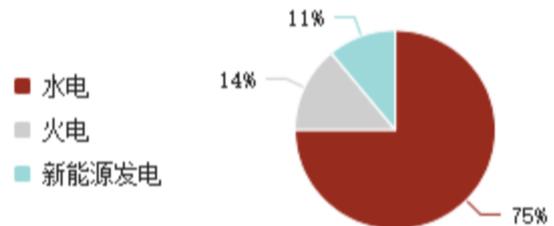
公司依托雅砻江流域风光资源，积极布局新能源发电行业，截至2024年底，公司风电388.85万千瓦，占比8.71%；光伏577.89万千瓦，占比12.95%；储能46.2万千瓦，占比1.04%。我们对该业务的市场界定为国内风光发电业务。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

电力行业是典型的重资产商业模式，核心逻辑是通过大规模前期资本投入形成固定资产（电厂、机组、电网等），依托长期稳定运营回收成本并盈利，其资产具有投资规模大、建设周期长、折旧年限久（20-30年）的特点。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

电力行业属于典型的重资产行业，截止2024年底，公司固定资产为1972亿元，在建工程为303亿元，资产周转率较低，说明公司资产强度高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

电力行业作为公用事业，通常和下游电网企业深度绑定，因此电力企业无需大额营销费用，2024年公司销售费用率仅为0.1%，说明公司营销强度低。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游客户为国家电网和南方电网，2024年公司前五名客户销售额474亿元，占境内年度销售总额82%，客户集中度非常高。

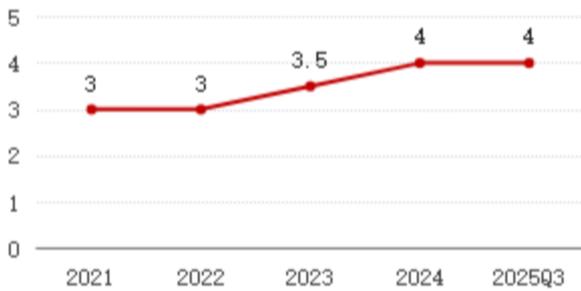
4. 历史经营绩效

公司盈利能力较高，成长能力中等，业务控制力较高，非常重视股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



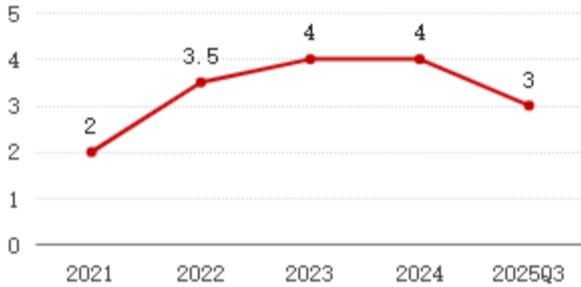
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力星级较高，2023年存在提升趋势，主要系公司水电业务盈利相对稳健，2023年以来动力煤价格下跌，公司火电业务成本改善，提升公司整体盈利星级。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



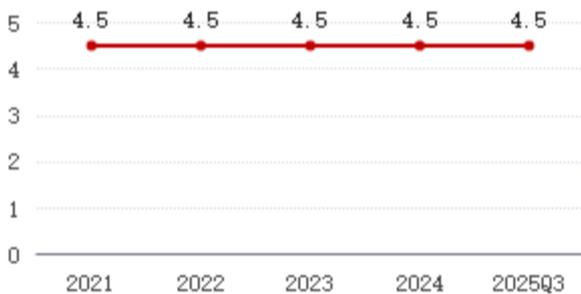
数据来源：公司财报，壹评级

2022年以来，公司电价提升叠加火电业务盈利改善，公司成长星级持续走高，但2025年前三季度，公司电价下跌，收入、利润承压小幅下滑，拖累公司成长星级。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



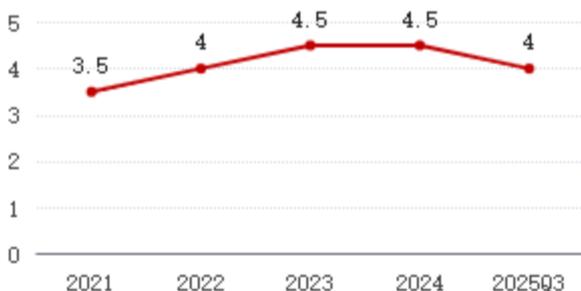
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力星级较高，主要系公司经营现金流较高，且公司在产业链中话语权较高，不存在被上下游大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历年来非常重视股东回报，多年来公司分红率维持在50%左右，股息率在3%左右，对投资者具有一定的吸引力，因此公司股东回报星级较高。

5. 四维评级

公司成长空间中等，但公司盈利趋势稳健，产业格局极好，具有极深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，主要系我国水电行业已经步入成熟期，但公司未来依旧存在小部分新建水电产能，新能源转型背景下火电业务成长空间有限。

水电(2.5星):

根据中国水电发展远景规划，到2030年我国水电装机容量将达到5.2亿千瓦，其中，常规水电4.2亿千瓦，抽水蓄能1亿千瓦，以此测算2023年-2030年水电行业复合增速大约是1.8%，可见水电属于典型的成熟行业，且国投电力水电业务未来依旧存在新建产能，未来收入增速在0%-5%区间，成长确定性较高。

火电(1星):

虽然火电现在依旧是我国发电结构中的压舱石，但随着未来我国能源转型，风光装机规模不断提升，我们预测2030年后火电装机存在小幅下滑趋势，因此对于火电行业，未来行业增长空间不大，因此成长空间较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健，主要系公司作为水电板块优质企业，公司水电上网电价较为稳定，虽然火电业绩盈利波动性较大，但由于对利润贡献相对有限，不影响公司整体盈利稳健大趋势。

水电(3星):

国投电力作为水电龙头企业之一，公司发电量主要受来水波动影响，且公司上网电价较为稳定，虽然近几年电力市场化交易比例提升，但整体电价波动不大，因此整体盈利相对稳健，盈利趋势相对较好。

火电(3星):

2024年动力煤假设虽然存在一定程度的下跌，但依旧处于周期偏高位置，高于长协基准价格，我们认为随着煤价周期回落，公司火电业务依旧存在盈利修复空间。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局非常好，主要系我国水电行业主要为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系。

水电(4.5星):

我国水电行业主要系为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，竞争格局属于典型的寡头垄断，且公司水电装机规模市占率排名第三，仅次于长江电力、华能水电，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系，因此公司产业格局非常好。

火电(2.5星):

中国火电行业呈现高度集中的寡头垄断格局，五大发电集团主导市场，地方能源企业做补充，其中五大发电集团合计市占率在46%左右，但考虑到火电行业上游为煤炭主要由市场化定价，下游电价又一定程度上由国家计划管控，导致火电盈利具有一定波动性，产业格局一般。

5.4 护城河



公司护城河极深，主要系公司旗下水电站主要分布在澜沧江流域，具有天然的资源垄断属性，且随着我国水电资源开发进入末期，公司现有的水电资产具有稀缺性，形成独特的资源垄断护城河。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
水电	(4星) 经壹评级调整后，2024年公司水电业务的净资产收益率约为15%，具有明显的超额收益，公司作为水电行业龙头之一，市占率排名A股上市公司第三，业务控制力星级较高，公司护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司水电业务的护城河主要为水电资源垄断优势，雅砻江水电是雅砻江干流唯一水电开发主体，公司对其持股52%，具有规模化开发及集中调度控制等突出优势，未来衰减的可能性极低，因此护城河持续性星级较高。
火电	(2.5星) 经壹评级调整后，公司火电业务的净资产收益率约为10%，整体来说盈利水平处于市场中游偏上水平，存在一定的超额收益，公司作为“五大六小发电企业”中的六小之一，火电装机规模处于行业第二梯队，且火电业务控制力较强，因此公司护城河宽度星级中等。	(3星) 公司火电业务护城河为股东背景优势和火电牌照优势，我国火电行业主要由五大六小电力集团主导，且火电行业属于重资产行业，公司背靠国开投集团，属于六小发电集团之一，央企背景能够为公司获取较低融资成本和火电牌照，但考虑到火电行业未来存在下滑预期，因此公司护城河持续性中等。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对公司未来水电装机规模小幅增长，火电盈利改善，风光装机规模稳健增长，上网电价保持稳定的合理假设下，公司现在处于估值合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为水电、火电，未来预测核心假设及逻辑如下：

水电业务

收入假设：

- 1) 发电量：假设未来4年公司水电装机规模保持稳健，从2029年开始每年新增100万千瓦，2040年为2900万千瓦，公司水电利用小时数维持不变，发电量跟随装机量增长而增长；
- 2) 上网电价：假设2025年公司水电上网电价为0.26元/千瓦时，未来假设电价维持不变；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：公司水电毛利率整体相对稳健，假设2025年公司毛利率基本与2024年持平，为61.6%，且未来维持不变；
- 2) 费用端：公司费用端主要为财务费用，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，财务费用率保持不变。

火电业务

收入假设：

- 1) 发电量：考虑到未来我国能源转型，假设公司火电装机规模无增长，维持在1300万千瓦不变；
- 2) 上网电价：2025年火电上网电价小幅下滑，假设公司火电上网电价为0.4元/千瓦时，未来维持不变；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到公司火电业务成本中大部分为燃煤成本，假设煤价周期回落，2025年公司火电毛利率为16%，2026年提升至18%，未来维持不变；
- 2) 费用端：公司费用端主要为财务费用，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，财务费用率保持不变。

表2：公司整体业绩预测

国投电力	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	504.9	567.1	578.2	561.3	565.9	572.1	578.4	597.1
归母净利润(亿)	40.8	67.0	66.5	67.0	70.2	71.7	73.1	76.4
归母净利润增速(%)	67.5	64.3	-0.9	0.8	4.8	2.1	2.1	4.5
经营性净利润(亿)	73.2	111.7	103.9	112.2	117.8	120.4	122.9	128.6
经营性净利润增速(%)	44.7	52.7	-7.0	8.0	5.0	2.1	2.1	4.7
经营性归母净利润(亿)	38.9	61.6	57.4	62.0	65.1	66.5	67.9	71.0
经营性归母净利润增速(%)	63.2	58.5	-6.8	8.0	5.0	2.1	2.1	4.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

水电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	237.7	255.8	266.2	264.4	264.4	264.4	264.4	276.8
收入增速(%)	19.2	7.6	4.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	4.7
经营性净利润(亿)	81.9	96.5	89.1	92.8	95.5	97.4	99.2	104.1
经营性净利率(%)	34.5	37.8	33.5	35.1	36.1	36.8	37.5	37.6
经营性净利润增速(%)	27.7	17.9	-7.7	4.2	2.9	1.9	1.9	4.9
火电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	202.3	228.7	217.8	195.1	195.1	195.1	195.1	195.1
收入增速(%)	6.1	13.1	-4.8	-10.4	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-13.9	5.2	8.4	12.7	15.6	15.5	15.5	15.5
经营性净利率(%)	-6.9	2.3	3.8	6.5	8.0	8.0	7.9	7.9
经营性净利润增速(%)	37.0	137.7	59.4	51.8	22.7	-0.3	-0.3	0.0
新能源发电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	65.0	82.6	94.2	101.8	106.4	112.7	118.9	125.2
收入增速(%)	38.5	27.2	14.0	8.1	4.6	5.9	5.5	5.3
经营性净利润(亿)	5.2	9.9	6.5	6.7	6.7	7.5	8.2	9.1
经营性净利率(%)	8.0	12.0	6.9	6.6	6.3	6.6	6.9	7.2
经营性净利润增速(%)	-39.2	91.4	-34.8	3.3	0.7	11.1	9.7	10.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
水电	1.6%	中低-	非常好	强	6.5%	13.05	116.1
火电	-	中低-	一般	较强	8.3%	7.65	15.5
新能源发电	3.8%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	12.7
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
水电(亿)	729.8	859.4	1589.2	-	710.0	100.0	979.2
火电(亿)	114.8	58.0	172.8	-	77.0	-	95.8
新能源发电(亿)	10.6	80.8	91.3	-	50.0	-	41.3
公司整体测算(亿)	855.2	998.2	1853.4	-	837.0	100.0	1116.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
水电(亿)	993.7	767.8	1761.5	-	788.0	100.0	1073.5
火电(亿)	142.6	57.1	199.8	-	89.0	-	110.8
新能源发电(亿)	21.6	72.7	94.3	-	42.0	-	52.3
公司整体测算(亿)	1157.9	897.6	2055.6	-	919.0	100.0	1236.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性



公司整体估值确定性较高，主要系水电属于成熟型行业，收入的可预测性较高，且公司成本相对固定，因此公司盈利能力非常稳健，利润角度的可预测性也较高。此外公司每个季度公布发电量数据，国家能源局每个月发布水电行业发电量数据，对预测公司业绩均具有参考性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。