

长江干流驭水而行，六库联调彰显大水电价值

■ 证券研究报告

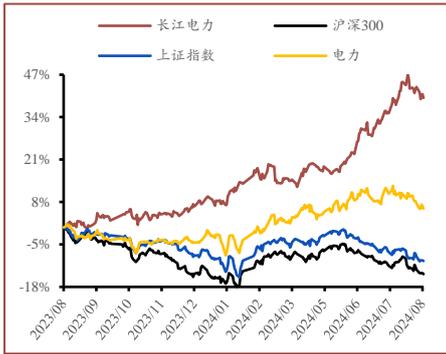
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-08-09

收盘价(元)	29.54
流通股本(亿股)	240.07
每股净资产(元)	8.40
总股本(亿股)	244.68

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002
zhangyc02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **运营长江干流六座水电站，位居水电行业龙头地位：**公司为三峡集团旗下主要大型水电经营主体，现运营管理长江流域的乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡及葛洲坝六座梯级电站。截至 2023 年底，公司总装机 71.8GW，2023 年全年发电量 2762.63 亿度电，现为中国最大电力上市公司。
- ❖ **乌白资产顺利收购，扩机增容稳步进行：**2023 年公司完成对乌东德、白鹤滩两座电站资产的收购，公司总装机容量由 45.6GW 增长至 71.8GW，涨幅 57.46%，国内总设计发电能力由 1918.5 亿千瓦时增长至 2932.03 亿千瓦时，增幅 52.83%。公司积极推进溪洛渡、向家坝及葛洲坝的扩机增容工作，铭牌变更及扩机预计增加装机容量共 390 万千瓦，2024 年项目进度有望加速。
- ❖ **丰水年六库联调效益进一步释放，电价机制尽显水电价值：**厄尔尼诺有望增加次年夏季来水，梯级电站联合调度有望减少弃水、抬高水头，预计公司六库联调在四库联调基础上年增发电量 60-70 亿度电。公司枯期留存川滇电量享受市场化高价，外送电量定价基准优化支撑公司综合上网电价水平。
- ❖ **大水电业绩质量远超同业，现金分红充分回报股东：**公司大水电业务盈利能力与业绩稳定性良好，毛利率与 ROE 位居行业前列。公司乐于以现金分红回报股东，2023 年分红比例、股息率为 73.66%、3.9%，稳居行业前列。公司发挥现金流优势围绕水电清洁能源主业积极对外展开投资，2024Q1 投资收益/归母净利比率提升至 22.70%。
- ❖ **投资建议：**公司稳居水电行业龙头，2024 年来水修复、六库联调有望提高发电量。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 873.08/892.62/907.94 亿元，归母净利润 347.39/362.86/371.16 亿元。对应 PE 分别为 20.81/19.92/19.47 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**来水不及预期；电价水平变动；六库联调增发效益低于预期。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	68863	78112	87308	89262	90794
收入增长率(%)	23.75	13.43	11.77	2.24	1.72
归母净利润(百万元)	23726	27239	34739	36286	37116
净利润增长率(%)	-9.69	14.81	27.54	4.45	2.29
EPS(元/股)	0.97	1.11	1.42	1.48	1.52
PE	21.66	20.97	20.81	19.92	19.47
ROE(%)	10.42	13.53	16.38	16.28	15.86
PB	2.10	2.84	3.41	3.24	3.09

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 09 日收盘价计算）

内容目录

1	长江干流取水而行，稳居行业龙头地位.....	4
1.1	坐拥六座梯级电站，位居水电行业龙头地位.....	4
1.2	三峡集团大水电运营主体，国务院国资委为实际控制人.....	6
1.3	六级电站贡献稳健业绩，水电模式高筑分红壁垒.....	7
2	来水改善提高联调增发预期，电价机制彰显优势.....	9
2.1	川滇本地留存+东部外送，电价机制彰显大水电价值.....	9
2.2	六库联调减少弃水抬高水头，联合调度增益逐步释放.....	12
3	积极开展抽蓄+新能源建设，海外布局稳步推进.....	14
4	盈利预测与投资建议.....	16
4.1	盈利预测.....	16
4.2	投资建议.....	17
5	风险提示.....	18

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司六座电站打造世界最大清洁能源走廊.....	4
图 3.	公司装机容量（GW）随收购电站呈阶梯式变化.....	5
图 4.	公司股权结构（截至 2024 年 7 月 30 日）.....	6
图 5.	收购电站资产驱动公司营收阶梯式增长.....	7
图 6.	公司单季度归母净利（亿元）随丰枯水季变化.....	7
图 7.	公司费用控制能力较强.....	7
图 8.	水电板块主要公司净资产收益率对比.....	7
图 9.	公司年折旧费用（亿元）超百亿元.....	8
图 10.	公司五座电站机组折旧费用预测（亿元）.....	8
图 11.	公司现金流充沛，净现比保持较高水平.....	8
图 12.	投资收益对公司归母净利贡献显著.....	8
图 13.	公司分红比率较同业公司保持较高水平.....	9
图 14.	公司高股息率充分回报股东.....	9
图 15.	2015-2023 年间公司现金分红总额（亿元）远超同业可比水电公司.....	9

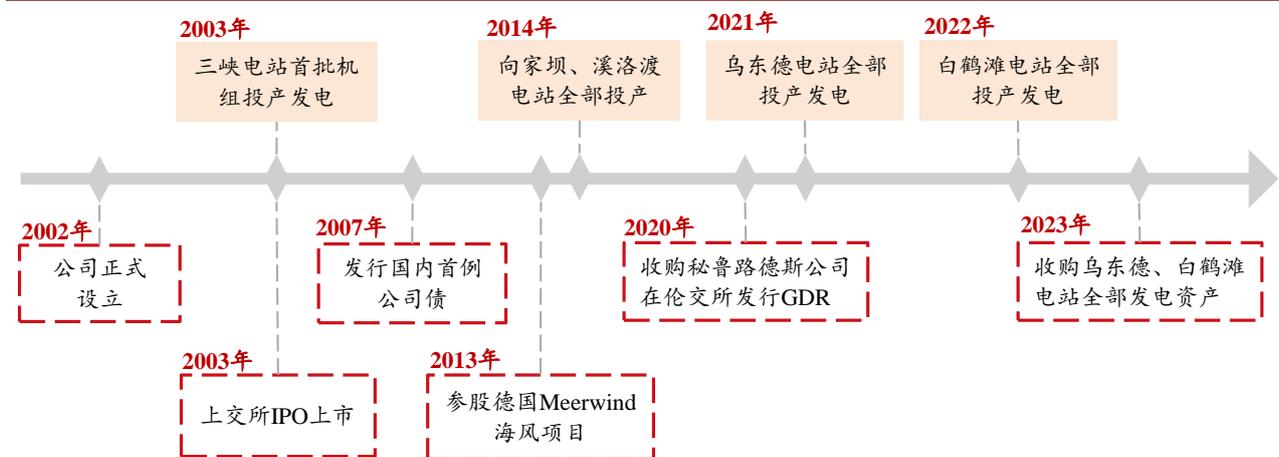
图 16. 公司外送电量“基准+浮动”、“落地倒推”电价定价机制	11
图 17. 江苏省 2024 年度长协电价略有下降.....	11
图 18. 广东省 2024 年度长协电价下降幅度较大.....	11
图 19. 四川省枯水期电价水平（元/kwh）较高	12
图 20. 云南省枯水期电价（元/kwh）较高	12
图 21. 2015 年-2023 年公司上网电价（元/兆瓦时）	12
图 22. 通过联合调度减少电站弃水示意图.....	13
图 23. 通过联合调度增加电站运行水头示意图.....	13
图 24. 步入汛期三峡水库出库流量同比大幅提升.....	14
图 25. 公司二季度发电量同比大幅提升.....	14
图 26. 我国抽水蓄能电站建设现状及发展目标.....	14
图 27. 金沙江下游水风光一体化基地.....	15
图 28. 智慧综合能源基地.....	15
表 1. 公司六座电站详细参数.....	5
表 2. 公司计划电站铭牌变更、扩机情况.....	6
表 3. 公司六座电站送电消纳地区及电价机制概览.....	10
表 4. 公司盈利预测表.....	17
表 5. 可比公司估值表（收盘价日期截至 8 月 9 日）	18

1 长江干流取水而行，稳居行业龙头地位

1.1 坐拥六座梯级电站，位居水电行业龙头地位

长江电力创立于2002年9月29日，2003年11月在上交所主板挂牌上市。公司作为三峡集团旗下主要大型水电经营主体，现运营管理长江流域的乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡及葛洲坝六座梯级电站，六座电站联合调度构成全球最大清洁能源走廊。截至2023年底，公司境内水电装机71.7GW，占全国水电装机的17.34%，2023年全年发电量2762.63亿度电，占国内水电发电量的21.48%，是中国最大电力上市公司，稳居全球电力上市公司前列。

图1.公司发展历程



数据来源：公司2022年度暨2023年一季度业绩说明会材料，财通证券研究所

图2.公司六座电站打造世界最大清洁能源走廊



数据来源：公司官网，财通证券研究所

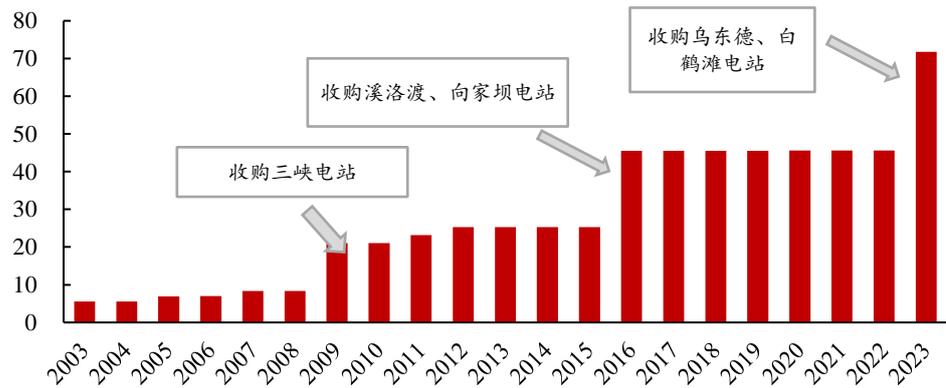
乌白装机顺利注入，巩固水电龙头地位。2023年上半年，公司完成对云川公司的收购，云川公司下属乌东德、白鹤滩电站自此并入公司装机容量，公司国内水电装机容量由 45.6GW 增长至 71.8GW，涨幅 57.46%，国内总设计发电能力由 1919 亿千瓦时增长至 2932 亿千瓦时，增幅 52.8%。公司六座巨型梯级水电站构成世界最大清洁能源走廊，进一步巩固公司作为国内最大电力上市公司、全球最大水电上市公司的地位。

表1.公司六座电站详细参数

电站名称		乌东德电站	白鹤滩电站	溪洛渡电站	向家坝电站	三峡电站	葛洲坝电站
总装机 (GW)		10.2	16	13.86	6.4	2.25	3.21
年设计发电能力 (亿 kwh)		389	624	571	307	882	157
库容 (亿立方米)	防洪库容	24.4	75	46.5	9.03	221.5	
	兴利库容	30.2	104.36	64.6	9.03	165	/
水位 (米)	正常蓄水位	975	825	600	380	175	
	防洪控制水位	952	785	560	370	145	

数据来源：长江电力公司官网，三峡建工公司官网，《金沙江下游梯级与三峡水库群防洪库容优化分配模型比较研究》何志鹏等，财通证券研究所

图3.公司装机容量 (GW) 随收购电站呈阶梯式变化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

扩机增容稳步推进，未来增容空间 3.9GW。在六大电站现有装机容量基础上，公司积极推进溪洛渡、向家坝及葛洲坝的扩机增容工作——（1）溪洛渡电站：容量调整 18 台，单机 0.7GW 调整至 0.77GW，合计增加 1.26GW。（2）向家坝电站：①容量调整 8 台，单机 0.75GW 调整至 0.8GW，合计增加 0.4GW；②扩机 3 台，合计增加 1.44GW。（3）葛洲坝电站：扩机 4 台，合计增加容量 0.8GW。据 2023 年报披露，溪洛渡、向家坝水电站机组装机容量调整取得实质性突破，向家坝水电站扩机项目取得国家相关部委支持意见，葛洲坝水电站扩机项目积极推进前期研究工作。2024 年项目进度有望进一步加速，扩机增容项目持续助力公司大水电业务发展。

表2.公司计划电站铭牌变更、扩机情况

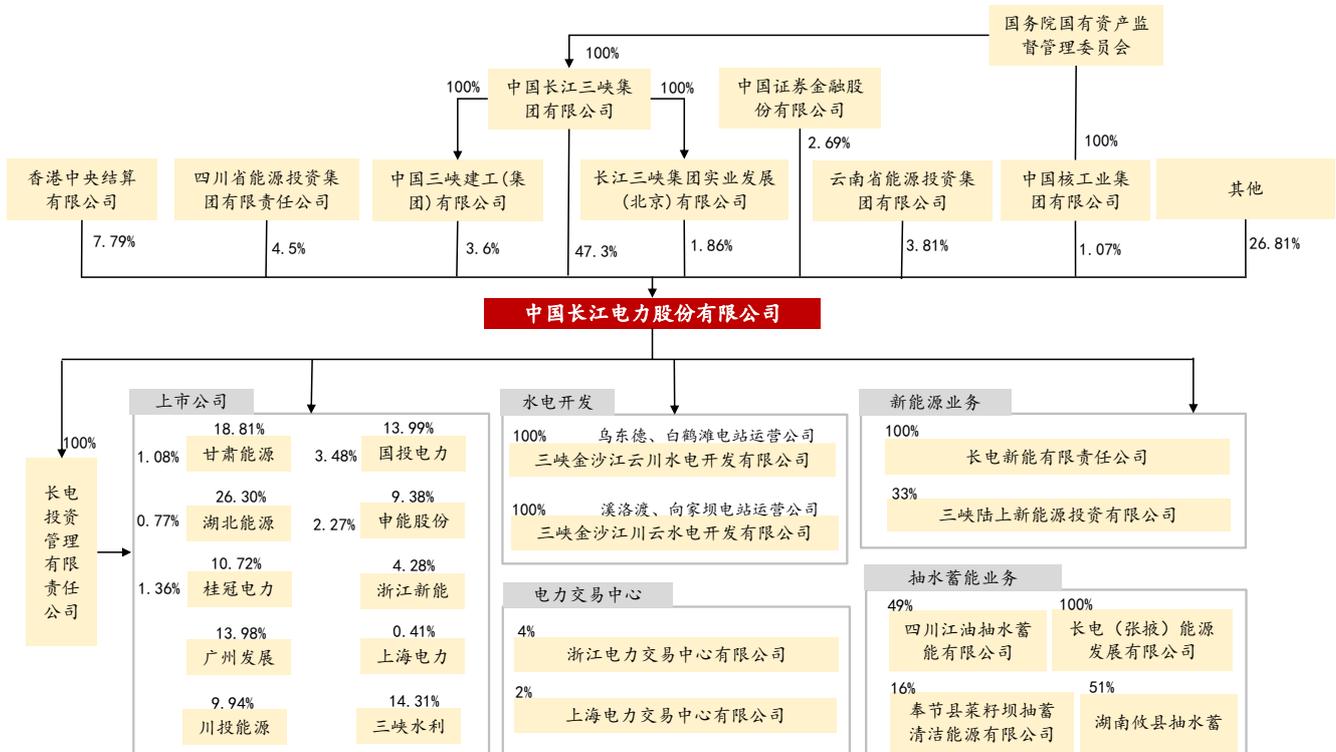
	电站	调整台数 (台)	调整前单机容量 (GW)	调整后单机容量 (GW)	合计增加容量 (GW)
铭牌变更	溪洛渡电站	18	0.70	0.77	1.26
	向家坝电站	8	0.75	0.80	0.40
扩机	向家坝电站	3			1.44
	葛洲坝电站	4			0.80
合计					3.90

数据来源：中国证券网，财通证券研究所

1.2 三峡集团大水电运营主体，国务院国资委为实际控制人

公司为三峡集团旗下大型水电运营主体，水电权益装机稳步提升。公司隶属三峡集团，由国务院国资委实际控制。公司全资控股的云川公司、川云公司分别为乌白、溪向电站的运营主体，长电新能、三峡陆上新能源负责新能源业务，张掖公司等子公司负责抽蓄业务。此外，公司充分发挥自身现金流稳定的优势，围绕水电等清洁能源主业积极对外展开投资，大比例参股湖北能源、国投电力、川投能源等优质电力企业，不断提升公司权益装机规模。

图4.公司股权结构（截至2024年7月30日）

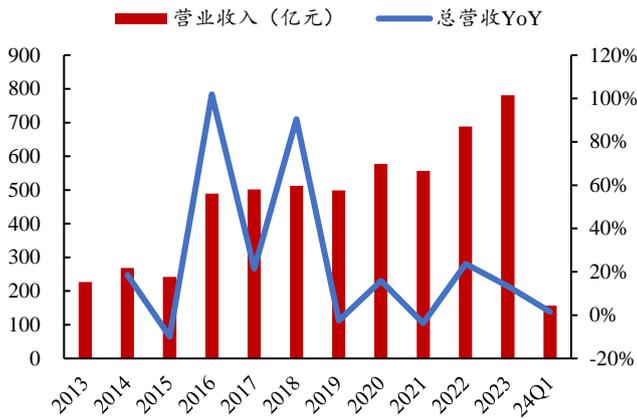


数据来源：iFind，财通证券研究所

1.3 六级电站贡献稳健业绩，水电模式高筑分红壁垒

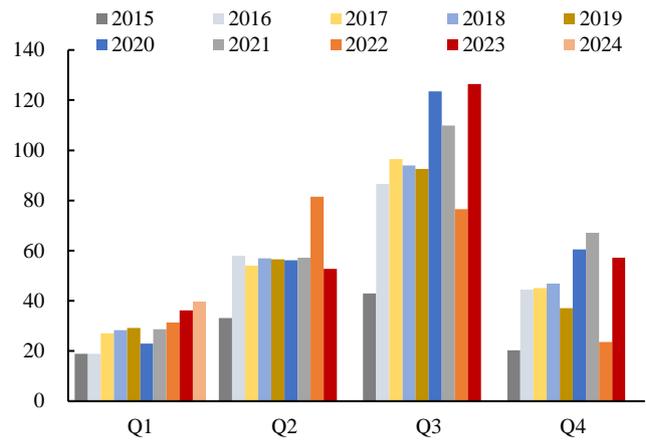
业绩挂钩电站装机，受来水影响呈显著周期性。公司运营电站多为装机容量千兆瓦级别以上的大型水电站，故公司整体业绩伴随电站资产注入呈阶梯状。公司所运营六座电站均位于长江流域，丰水期为每年5-10月，故公司通常三季度发电量较多、营收及利润表现较好。

图5.收购电站资产驱动公司营收阶梯式增长



数据来源：iFind，财通证券研究所

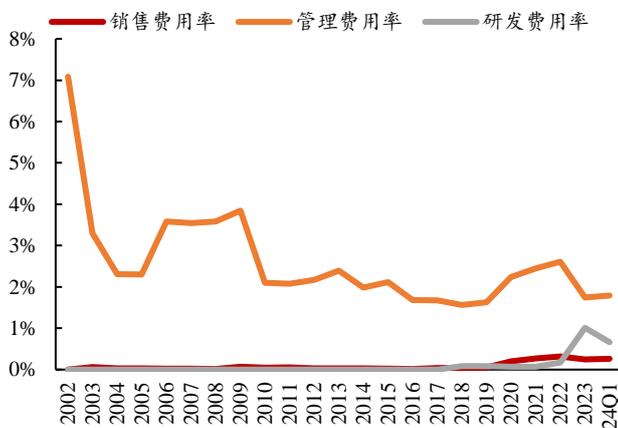
图6.公司单季度归母净利（亿元）随丰枯水季变化



数据来源：iFind，财通证券研究所

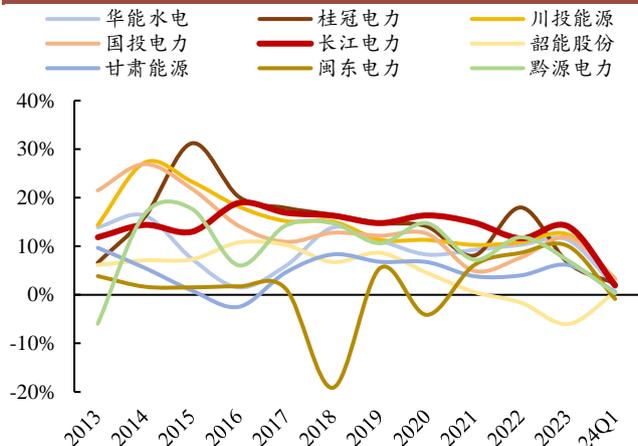
费用控制能力较强，大水电持续贡献稳健盈利。由于电力商品的垄断属性以及下游客户多为电网企业，公司研发、销售及管理费用率始终保持较低水平，整体费用控制能力较强。公司旗下水电资产均位于长江干流，超大装机规模带来较高盈利水平和较强业绩稳定性，公司净资产收益率水平平均处于行业上游，且波动性显著小于以小水电为主的其他同业公司。

图7.公司费用控制能力较强



数据来源：iFind，财通证券研究所

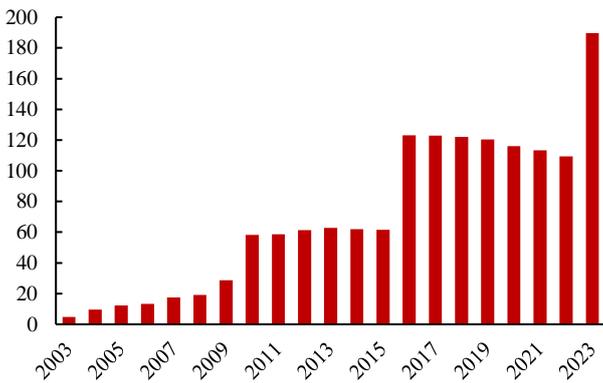
图8.水电板块主要公司净资产收益率对比



数据来源：iFind，财通证券研究所

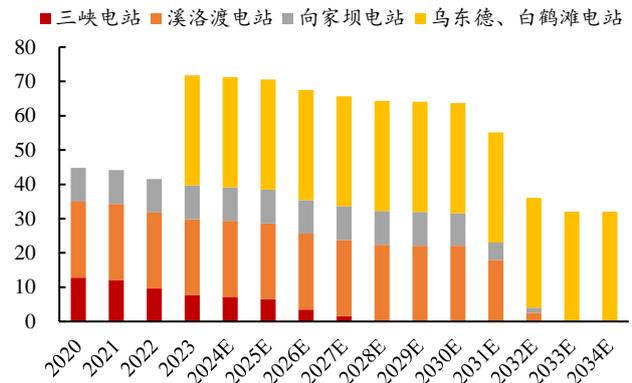
年折旧成本超百亿元，资产使用年限远超会计年限。公司业务成本主要为折旧费用，占主营业务成本比例超 60%，2023 年固定资产折旧近 190 亿元。由于大坝和机组的实际使用年限远超会计折旧年限，故在未来大坝或机组折旧陆续到期后公司利润空间有望进一步增厚。我们对公司除葛洲坝外五座电站未来 10 年电站机组折旧情况进行拆分预测，预计到 2033 年公司仅剩乌白两座电站仍处于折旧期，年折旧费用约 32 亿元，相比 2023 年的 72 亿元下降约 55%。

图9.公司年折旧费用（亿元）超百亿元



数据来源：iFind，财通证券研究所

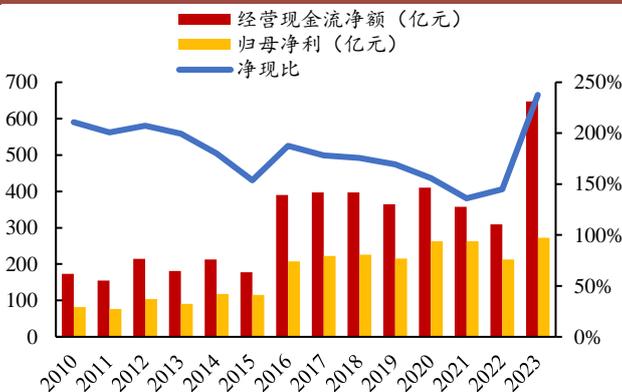
图10.公司五座电站机组折旧费用预测（亿元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

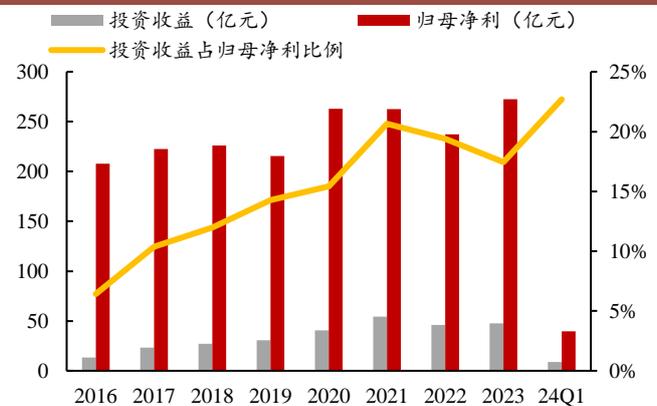
现金流充沛，投资收益贡献显著。近年来公司经营现金流水平平均保持在 300 亿元以上，2023 年经营性现金流达 647 亿元，净现比高达 238%。充沛现金流彰显公司盈利质量，同时支持公司积极对外展开投资。2021 年、2022 年、2023 年公司分别实现投资收益 54.26、46.00、47.50 亿元，投资收益占利润比例提升至 2024 年一季度的 22.7%，进一步增厚公司利润。

图11.公司现金流充沛，净现比保持较高水平



数据来源：iFind，财通证券研究所

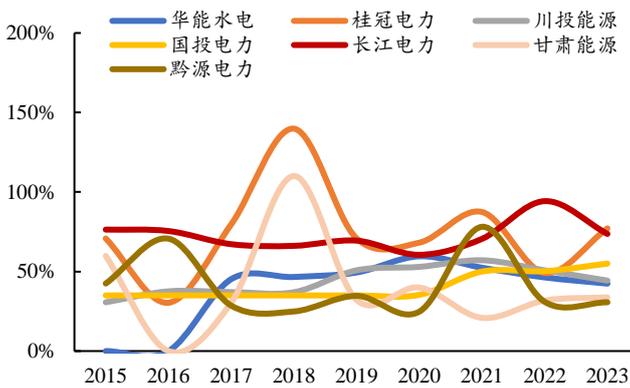
图12.投资收益对公司归母净利贡献显著



数据来源：公司公告，财通证券研究所

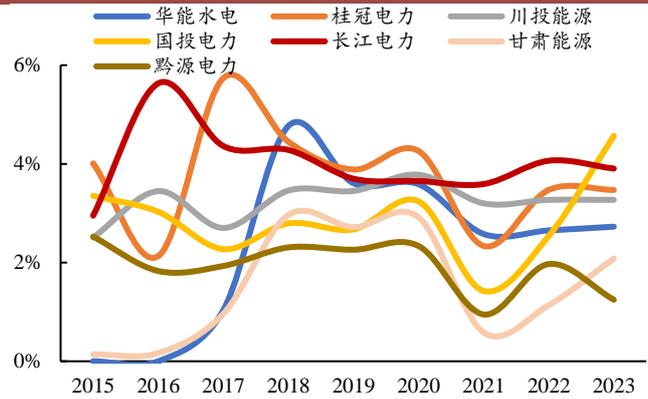
分红水平位居行业前列，现金红利充分回报股东。根据公司章程，公司在2021年至2025年间，将对每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的70%进行现金分红。从公司历史分红情况来看，公司近10年来分红比例始终保持在60%以上水平，处于水电板块公司上游水平；从分红绝对金额来看，公司现金分红远超同行业其他公司，充分彰显强大的现金流与盈利能力。

图13.公司分红比率较同业公司保持较高水平



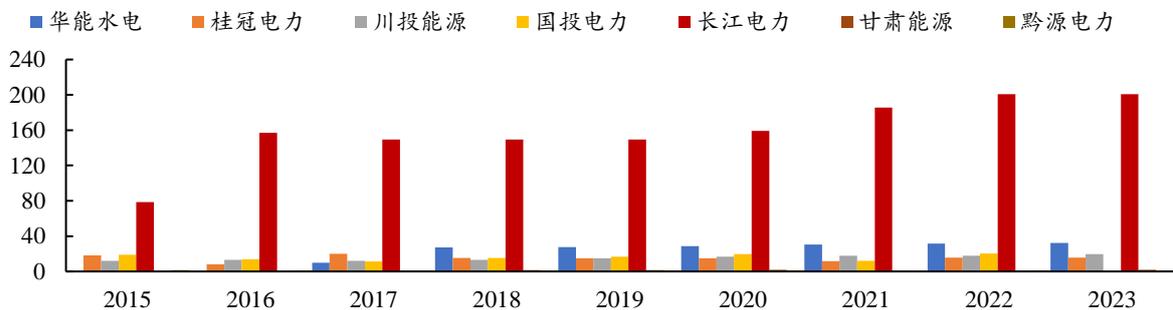
数据来源：iFind，财通证券研究所

图14.公司高股息率充分回报股东



数据来源：iFind，财通证券研究所

图15.2015-2023年间公司现金分红总额（亿元）远超同业可比水电公司



数据来源：iFind，财通证券研究所

2 来水改善提高联调增发预期，电价机制彰显优势

2.1 川滇本地留存+东部外送，电价机制彰显大水电价值

枯期部分留存川滇本地，丰期外送电至华东南发达地区。葛洲坝电站主要供华中、华东地区，因电站投产较早，仍采用成本加成电价机制，电价波动较小。三峡电站丰枯水期按不同比例外送广东、广西地区，向家坝主要外送上海，溪洛渡左右岸电站分别外送浙江、广东地区，乌东德电站主要外送广东、广西、贵州，白鹤滩电站主要外送江苏、浙江。在枯水期，乌白溪向四座电站各有15%电量留存云南、四川本地消纳。从电价机制来看，乌白溪向均属于国家“西电东送”主力电源，外送电量采取“落地倒推”机制，本地留存的电量均采取市场化电价。

表3.公司六座电站送电消纳地区及电价机制概览

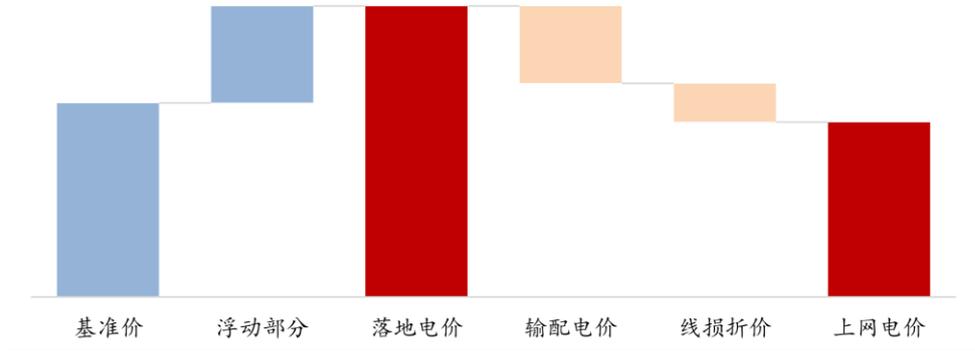
	丰水期	枯水期	电价机制	备注
乌东德电站	外送广东、广西、贵州 留存云南、四川	云南 15% 四川 15%	外送：落地倒推 留存本地：市场化电价	枯水期乌白合计在云南四川各留存 100 亿度电，云南的 100 里包括乌东德的 60 亿度电和白鹤滩置换留存的 40 亿度电。 由于向家坝与云南电网无电气联系，枯水期向家坝留云南电量与溪洛渡留四川电量进行置换。置换后，枯水期溪洛渡留存 30%电量由四川、云南按 7:23 比例消纳，向家坝留存 30%电量全部由四川消纳。
白鹤滩电站	外送江苏、浙江 留存四川、云南	云南 15% 四川 15%		
溪洛渡电站	左岸送浙江 50% 右岸送广东 50%	浙江 35% 广东 35% 四川 15% 云南 15%		
向家坝电站	(6-10 月) 上海	(11-5 月) 上海 70% 四川 15% 云南 15%	倒推电价	/
三峡电站	(5-9 月) 50%外送广东、 50%外送华东，超过区域设计输电能力送华中消纳	(10-次年 4 月) 16% 广东、32% 华东 和 52% 华中按电量比例消纳		
葛洲坝电站	重庆，40 亿度电/年	华中、华东	成本加成	

数据来源：长江电力 2022 年价值手册，财通证券研究所

枯期存留采用市场化电价，外送部分基准价加浮动部分构成落地电价。除三峡与葛洲坝外，公司金下四站留存川电本地电量采取市场化交易电价，外送电量采取落地倒推电价机制，即： $\text{上网电价} = (\text{落地电价} - \text{输电电价}) \times (1 - \text{线损率})$ ，而落地电价由基准价+浮动部分构成，基准价由双方协议而成，以落地省份煤电基准价为锚，浮动部分与落地省份年度长协电价联动。

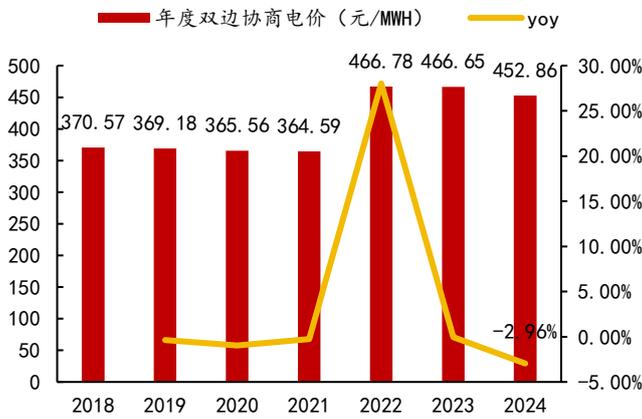
外送基准挂钩煤电标杆，浮动部分联动长协价格。以 2023 年为例，江苏本地煤电基准价 0.391 元/kwh，公司基准价为 0.411 元/kwh，略高于煤电标杆价。相对煤电的溢价彰显公司议价能力与清洁能源的绿色价值。公司外送电量落地电价的浮动部分联动长协价格，以双方协商为准。2024 年广东省长协电价 0.46564 元/kwh，同比-15.93%，江苏省长协电价 0.45286 元/kwh，同比-2.96%，长协电价下降但整体影响低于市场预期，下降部分将由公司与落地省份共同分担；此外，2024 年白鹤滩外送电量基准价有所优化，我们预计公司全年外送江苏电价水平和去年相当。

图16.公司外送电量“基准+浮动”、“落地倒推”电价定价机制



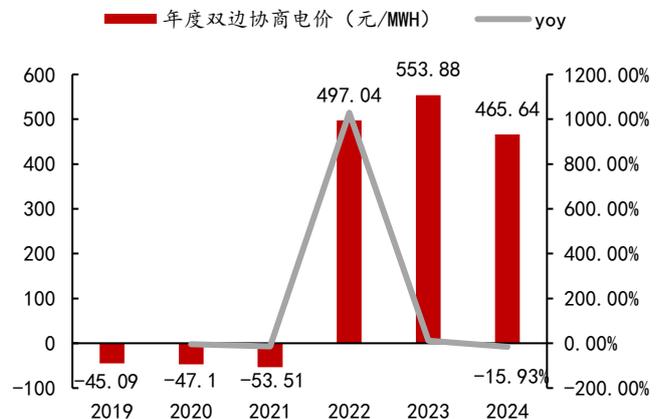
数据来源：江苏省发改委，国家发改委，财通证券研究所

图17.江苏省 2024 年度长协电价略有下降



数据来源：江苏电力交易中心，财通证券研究所

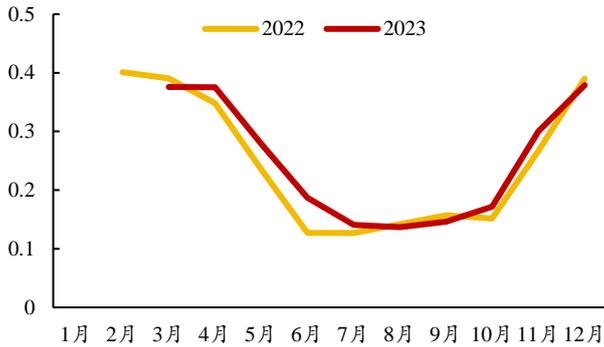
图18.广东省 2024 年度长协电价下降幅度较大



数据来源：广东电力交易中心，财通证券研究所

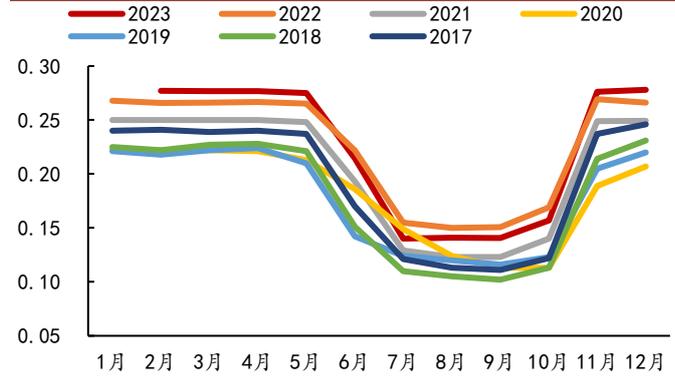
川滇市场化电价丰枯水季差异大，公司枯期留存比例高享市场化高价。四川与云南均为水电大省，依据丰枯水期不同省内市场化交易电价差异较大，呈现明显的“鸭型曲线”。以四川省为例，每年5、11月为平水期，6~10月为丰水期，12~来年4月为枯水期，2023年枯水期最高月度交易均价为0.37904元/kwh，丰水期最低月交易均价为0.13678元/kwh。观察云南省市场化电价数据，枯水期电价略低于四川省，但仍接近0.3元/kwh，且近年来整体电价呈现逐年上升趋势。公司金下四站在枯水期留存川滇比例较大，故对公司整体电价水平仍有较大支撑。综合来看，公司上网电价自2021年起稳步提升，2021-2023年涨幅分别为0.28%、1.54%、4.29%。

图19.四川省枯水期电价水平（元/kwh）较高



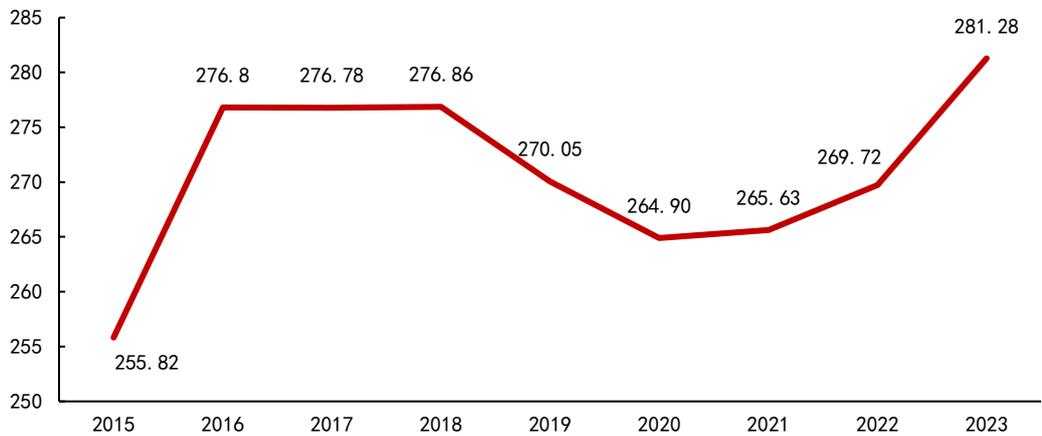
数据来源：硕电汇，财通证券研究所

图20.云南省枯水期电价（元/kwh）较高



数据来源：昆明电力交易中心，财通证券研究所

图21.2015年-2023年公司上网电价（元/兆瓦时）



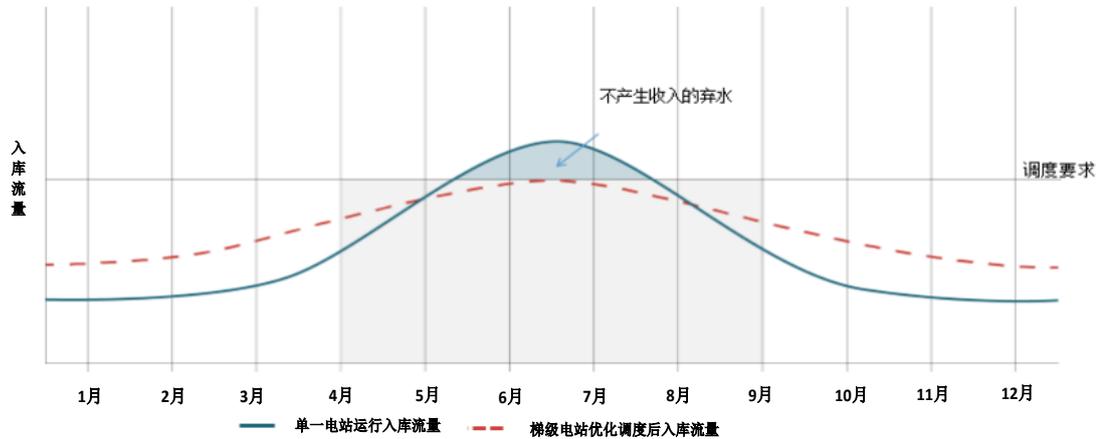
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 六库联调减少弃水抬高水头，联合调度增益逐步释放

电站可根据是否具有调节能力分为调节式电站和径流式电站，在公司的六座梯级电站中，除最下游的葛洲坝为径流式电站外，其余五座均为调节式电站。

梯级联调熨平来水波动，减少下游弃水。联合调度对于电站的第一大用途为减少弃水。在丰水期，往往会因为来水大于电站设计引用流量造成弃水，而在联合调度的设计下，可以对下游机组情况进行详细监测，灵活调节上游水库下泄流量，丰水期上游降低下泄流量，枯水期上游提高下泄流量，从而实现减少弃水、熨平来水波动的作用。

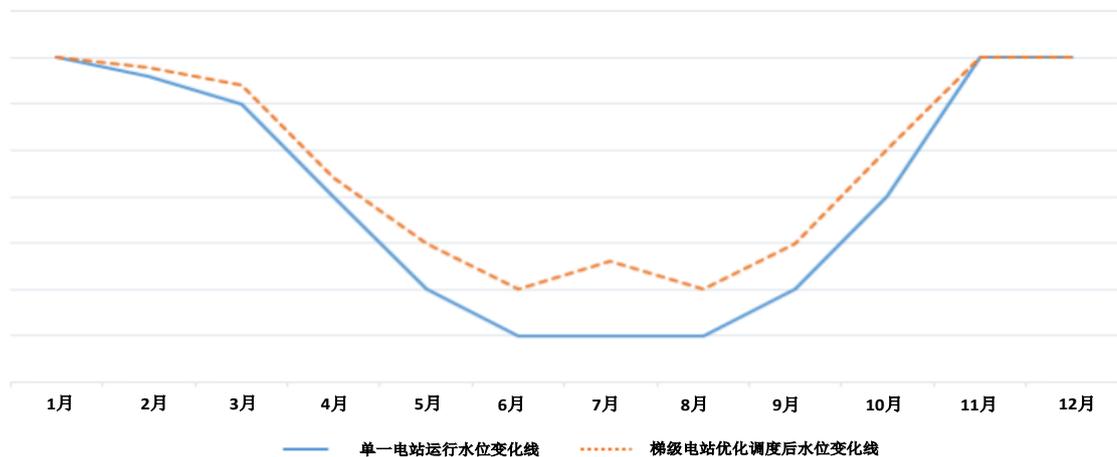
图22.通过联合调度减少电站弃水示意图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

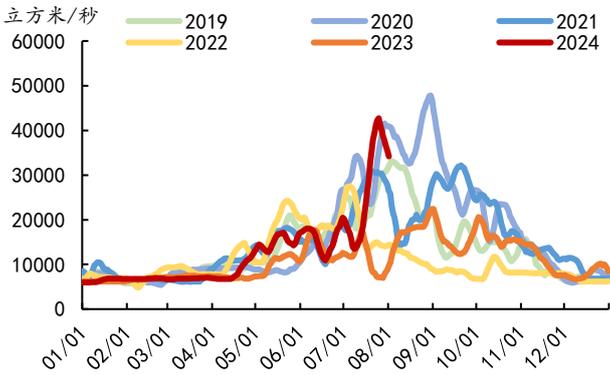
抬高水库运行水头，提高电站发电量。联合调度对于电站的第一大用途为抬高水头。上游梯级水库凭借自身的调节库容，丰水期减少下泄流量的同时会提高水库水位，从而抬升发电水头、增加蓄能，实现电量增发。据公司公开回复披露，除乌白外四库联调年节水增发电量约 100 亿度电，六库联调将在四库联调基础上每年进一步增发 60-70 亿度电；2023 年来水偏枯条件下，公司六库联调全年节水增发电量 121.3 亿度电，2024 年来水偏丰有望增发效益有望进一步凸显。

图23.通过联合调度增加电站运行水头示意图



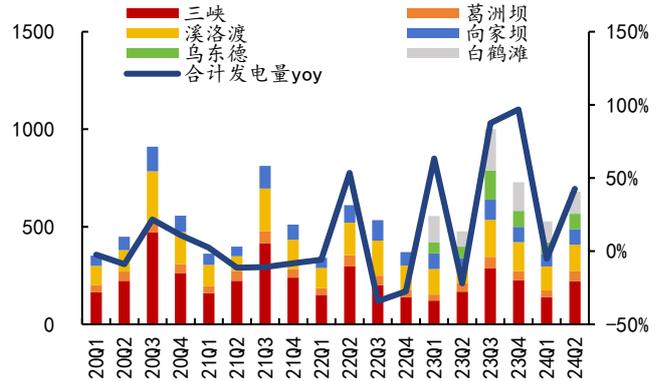
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图24.步入汛期三峡水库出库流量同比大幅提升



数据来源：煤炭资源网，财通证券研究所

图25.公司二季度发电量同比大幅提升



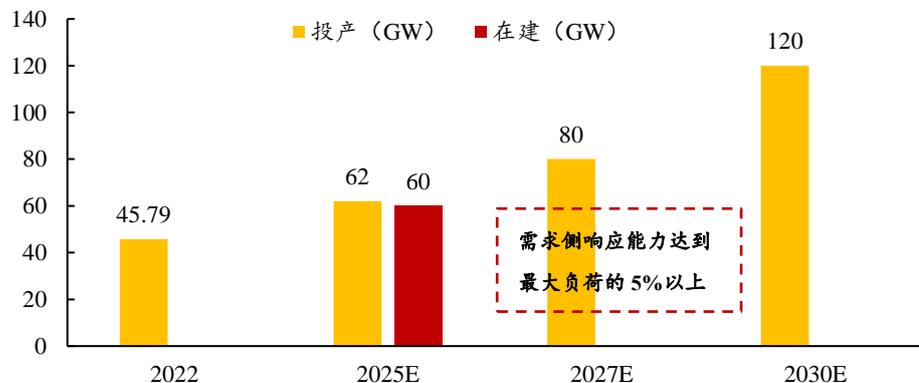
数据来源：公司公告，财通证券研究所

3 积极开展抽蓄+新能源建设，海外布局稳步推进

抽蓄电站以调节服务辅助系统，电价机制与常规电源不同。2023 年国家能源局在《关于进一步做好抽水蓄能规划建设有关事项的通知》中提出：“与其他常规电源不同，抽水蓄能电站本身并不增加电力供应，其功能作用主要是为电力系统提供调节服务”；此外抽水蓄能电站通常具有“4 度换 3 度”的特点，即抽水时消耗 4 度电发电时只能发出 3 度，转换效率 75%。为了更好地引导抽水蓄能电站建设、完善价格疏导机制，我国现实行抽水蓄能两部制电价。

国家远期目标超亿千瓦，抽蓄电站仍有较大新增装机空间。据国家《抽水蓄能长期发展规划》，我国抽水蓄能的发展目标为：到 2025 年抽水蓄能投产总规模 62GW 瓦以上，到 2030 年投产总规模达到 1200GW 左右。截至 2022 年底，我国已建抽水蓄能装机容量 45.79GW，已纳入规划的抽水蓄能站点资源总量约 8230GW，其中已建、核准在建装机规模 1670GW，未来数年发展潜力巨大。

图26.我国抽水蓄能电站建设现状及发展目标



数据来源：国家发改委，国家能源局，财通证券研究所

背靠控股股东三峡集团，抽蓄资源储备丰富。早期我国只允许电网企业经营抽蓄电站，故国家电网旗下的国网新源和南方电网旗下的南网双调曾是主要的抽蓄电站投资主体。随着我国电力体制改革，抽蓄投资主体由单一投资主体向多元化转变，三峡集团等众多发电集团逐渐成为新兴投资主体。2022年我国抽水蓄能电站年度核准规模达 68.9GW，其中三峡集团的核准项目装机容量登顶，达 16.8GW。

截至 24Q1，公司已获取和重点跟踪抽蓄项目 30 个，装机总规模近 42GW，接近两个三峡电站。2024 年初，作为华东地区已投产最大抽蓄电站浙江长龙山抽蓄电站正式移交公司运营。作为三峡集团旗下大水电运营主体，公司抽蓄项目储备充足，未来有望立足于大水电业务优势加速推进抽蓄项目进展。

新能源业务聚焦金沙江基地，规模优势打造智慧综合能源基地。2021 年，公司成立长电新能有限责任公司，主要负责金沙江下游水风光一体化可再生能源基地云南和四川两侧的清洁能源项目开发，包括风能、太阳能、储能等。由公司负责运维的金沙江周边的新能源装机约 2.35GW。未来公司仍将打造抽蓄+新能源的业务模式，以提高项目收益率。此外，公司积极推进智慧综合能源市场拓展，截至 2022 年，在建、运营的分布式光伏项目总装机容量超 0.3GW，在建、运营的用户侧储能项目总装机约 0.2GWh，已建和在建项目投资总额超 30 亿元，依靠业务规模和品牌效益在国内多地保持领先优势。

图27.金沙江下游水风光一体化基地



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图28.智慧综合能源基地



数据来源：公司官网，财通证券研究所

海外投资贡献稳定收益，运维管理发挥技术协同性。公司主要通过全资子公司长电国际推进国际化发展战略，开展境外配售电与清洁能源项目的投资并购、绿地开发、投后管理、运维、技术咨询等业务。2020年公司收购秘鲁第一大电力公司路德斯公司，路德斯公司拥有秘鲁全国29%的配电份额，还拥有10万千瓦已投产的水电资产以及约74万千瓦的优质水电储备项目。此外，公司还承担马来西亚沐若电站、巴西朱比亚和伊利亚水电站等电站的技术咨询、运维管理业务，充分发挥公司大水电业务技术优势，提升国际化运营管理能力。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司2024/2025/2026年实现营业收入873.08/892.62/907.94亿元，同比增速+11.77%/+2.24%/+1.72%；预计实现归母净利润347.39/362.86/371.16亿元。

电力业务：假设公司境内电站2024/2025/2026年发电利用小时数分别为4722/4782/4802小时，不含税平均上网电价分别为0.282/0.283/0.284元/kwh，单位水资源及库区基金均保持0.008元/kwh，预计2024/2025/2026年公司境内发电业务实现营收773.91/786.34/792.32亿元，2024年来水修复有望带动公司毛利率提升，预计2024/2025/2026年水电业务毛利率64.05%/64.67%/64.91%。

国际业务、配售电业务及智慧综合能源业务：国际业务、配售电业务盈利能力不及水电业务但成长性优于大水电，预计近几年营收保持稳步增长，毛利率保持相对稳定，故我们预计国际业务、配售电业务及智慧综合能源业务2024/2025/2026年实现收入94.80/104.28/112.62亿元，毛利率保持在35%。

费率与所得税率：预计公司费用控制能力进一步提升，叠加营收稳步增长，预计费用率稳中有降。根据西部大开发税收优惠以及公共基础设施税收优惠政策规定，白鹤滩电站2023年免征企业所得税，2024-2026年间企业所得税率7.5%，乌东德电站2026年企业所得税税率由7.5%提升至15%，故预计2024、2026年公司整体所得税率略有提升。

表4.公司盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	688.63	781.12	873.08	892.62	907.94
yoy	23.75%	13.43%	11.77%	2.24%	1.72%
营业成本(亿元)	295.24	329.43	341.99	346.62	352.75
毛利率	57.29%	57.83%	60.83%	61.17%	61.15%
销售费用率	0.25%	0.25%	0.25%	0.24%	0.24%
研发费用率	0.13%	1.01%	0.94%	0.94%	0.94%
管理费用率	2.23%	1.75%	1.74%	1.50%	1.50%
所得税率	15.67%	13.75%	16.25%	16.77%	17.57%
归母净利润(亿元)	237.26	272.39	347.39	362.86	371.16
yoy	-9.69%	14.81%	27.54%	4.45%	2.29%
净利率	34.45%	34.87%	39.79%	40.65%	40.88%
电力业务					
收入占比	89.21%	88.39%	88.64%	88.09%	87.27%
收入(亿元)	614.34	690.46	773.91	786.34	792.32
yoy	26.01%	12.39%	12.09%	1.61%	0.76%
毛利(亿元)	367.00	420.98	495.72	508.50	514.27
毛利率	59.74%	60.97%	64.05%	64.67%	64.91%
国际业务、配售电业务和智慧综合能源					
收入占比	10.52%	11.26%	10.86%	11.68%	12.40%
收入(亿元)	72.42	87.95	94.80	104.28	112.62
yoy	23.00%	21.44%	7.79%	10.00%	8.00%
毛利(亿元)	25.49	28.82	33.18	36.50	39.42
毛利率	35.19%	32.77%	35.00%	35.00%	35.00%
其他					
收入占比	0.27%	0.35%	0.50%	0.22%	0.33%
收入(亿元)	1.87	2.71	4.37	2.00	3.00
yoy	-81.39%	44.87%	60.93%	-54.19%	50.00%
毛利(亿元)	5.81	1.89	2.18	1.00	1.50
毛利率	310.15%	69.74%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：iFind，财通证券研究所

4.2 投资建议

公司作为水电行业龙头，在装机容量、营收规模、市值上远超同业，较强盈利能力和充沛现金流导致公司分红比例与股息率高于同业。由于公司主业为水电站运营，故我们选取同样以水电为主营业务的国投电力、华能水电、川投能源、黔源电力为可比公司，以2024年8月9日收盘价与股本为基准，公司2024/2025/2026年PE分别为20.81/19.92/19.47倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表5.可比公司估值表（收盘价日期截至8月9日）

股票代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS					PE					PB
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	MRQ
600886.SH	国投电力	16.37	0.55	0.90	1.06	1.16	1.25	29.90	18.20	15.43	14.15	13.11	2.20
600025.SH	华能水电	11.38	0.40	0.42	0.50	0.55	0.60	28.31	26.82	22.97	20.78	18.99	3.70
600674.SH	川投能源	18.40	0.72	0.90	1.05	1.13	1.20	25.52	20.38	17.47	16.28	15.37	2.20
002039.SZ	黔源电力	16.57	0.97	0.62	1.20	1.36	1.48	17.10	26.76	13.85	12.15	11.18	1.85
平均值								25.21	23.04	17.43	15.84	14.66	2.49
600900.SH	长江电力	29.54	0.97	1.11	1.42	1.48	1.52	30.46	26.54	20.81	19.92	19.47	3.55

注：可比公司 EPS 预测取自 iFind 一致预期

数据来源：iFind，财通证券研究所

5 风险提示

来水不及预期：公司电站发电量与相关流域来水量强相关，若未来降雨量、来水低于预期，则会对公司发电业务产生影响。

电价政策变动：公司外送电量采取落地倒推机制，留存本地电量采取市场化电价，若外送省份电价或本地市场化电价波动，则可能对公司发电业务收入产生影响。

六库联调增发效益低于预期：公司大水电未来三年内无新增装机预期，若六库联调增发电量效果不及预期，则可能对公司发电业务收入产生影响，大水电业务成长性不足。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	68863.13	78111.57	87308.05	89262.05	90793.97	成长性					
减:营业成本	29524.22	32942.55	34199.42	34661.74	35274.75	营业收入增长率	23.8%	13.4%	11.8%	2.2%	1.7%
营业税费	1459.99	1601.62	1746.16	2231.55	2269.85	营业利润增长率	-7.6%	9.3%	25.9%	5.2%	3.4%
销售费用	172.54	192.39	220.44	214.23	217.91	净利润增长率	-9.7%	14.8%	27.5%	4.5%	2.3%
管理费用	1537.86	1363.31	1517.42	1338.93	1361.91	EBITDA 增长率	22.3%	13.9%	20.0%	2.4%	1.8%
研发费用	89.66	788.92	820.00	838.35	852.74	EBIT 增长率	13.1%	14.3%	29.9%	2.6%	1.7%
财务费用	9581.37	12556.41	11663.97	10882.41	10314.45	NOPLAT 增长率	16.7%	16.9%	26.1%	2.0%	0.7%
资产减值损失	-268.38	-42.49	-45.00	-45.00	-45.00	投资资本增长率	84.8%	-1.9%	-0.3%	-0.5%	-0.6%
加:公允价值变动收益	-385.33	-162.88	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	34.5%	-17.1%	5.2%	5.0%	4.9%
投资和汇兑收益	4600.14	4750.17	4736.43	4909.41	4993.67	利润率					
营业利润	30388.02	33220.29	41838.29	44001.38	45493.93	毛利率	57.1%	57.8%	60.8%	61.2%	61.1%
加:营业外净收支	-621.97	-807.31	0.00	0.00	0.00	营业利润率	44.1%	42.5%	47.9%	49.3%	50.1%
利润总额	29766.06	32412.98	41838.29	44001.38	45493.93	净利率	36.5%	35.8%	40.1%	41.0%	41.3%
减:所得税	4664.14	4456.57	6800.66	7379.03	7994.48	EBITDA/营业收入	77.0%	77.3%	83.0%	83.1%	83.2%
净利润	23725.92	27238.97	34739.32	36286.08	37115.97	EBIT/营业收入	52.3%	52.7%	61.3%	61.5%	61.5%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	10638.04	7778.44	2617.80	2587.93	2565.10	固定资产周转天数	1749	2063	1820	1755	1701
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-213	-296	-348	-360	-358
应收账款	15227.67	8510.34	12176.51	12755.25	12355.83	流动资产周转天数	118	103	70	67	66
应收票据	0.28	0.00	0.25	0.19	0.19	应收账款周转天数	50	55	43	50	50
预付账款	76.59	77.01	94.82	90.05	92.16	存货周转天数	6	6	6	6	6
存货	567.39	586.55	605.44	556.35	522.20	总资产周转天数	2371	2651	2353	2294	2248
其他流动资产	249.85	408.56	318.82	318.82	318.82	投资资本周转天数	2167	2455	2171	2115	2068
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.4%	13.5%	16.4%	16.3%	15.9%
长期股权投资	67166.07	71684.28	76130.00	80575.71	85021.42	ROA	4.1%	4.8%	6.1%	6.4%	6.6%
投资性房地产	101.24	103.48	104.48	105.48	106.48	ROIC	5.6%	6.7%	8.5%	8.7%	8.8%
固定资产	450480.03	444899.37	438040.81	432089.03	425693.94	费用率					
在建工程	3033.85	4759.85	5959.20	5849.42	5785.13	销售费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
无形资产	22219.41	23781.54	23801.54	23821.54	23841.54	管理费用率	2.2%	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	244.58	426.89	465.42	465.42	465.42	财务费用率	13.9%	16.1%	13.4%	12.2%	11.4%
资产总额	578453.57	571942.54	569291.83	568146.85	565721.10	三费/营业收入	16.4%	18.1%	15.4%	13.9%	13.1%
短期债务	26752.36	53985.43	50465.43	36585.43	22005.43	偿债能力					
应付账款	949.96	1295.64	1223.65	1260.39	1293.27	资产负债率	55.7%	62.9%	60.8%	58.7%	56.5%
应付票据	55.48	40.77	45.61	48.27	47.52	负债权益比	125.9%	169.4%	154.9%	142.3%	129.9%
其他流动负债	3230.60	1717.76	1267.87	1267.87	1267.87	流动比率	0.30	0.12	0.11	0.12	0.13
长期借款	190246.71	186690.13	167993.89	167993.89	167993.89	速动比率	0.29	0.12	0.10	0.11	0.12
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	3.68	3.23	4.53	5.02	5.38
负债总额	322436.16	359643.72	345996.13	333628.56	319684.03	分红指标					
少数股东权益	28344.70	10968.79	11267.11	11603.37	11986.86	DPS(元)	0.85	0.82	0.99	1.04	1.06
股本	22741.86	24468.22	24468.22	24468.22	24468.22	分红比率	0.85	0.74	0.70	0.70	0.70
留存收益	106843.32	111367.53	121789.24	132675.56	143810.85	股息收益率	4.1%	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%
股东权益	256017.41	212298.82	223295.70	234518.29	246037.07	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.97	1.11	1.42	1.48	1.52
净利润	23725.92	27238.97	34739.32	36286.08	37115.97	BVPS(元)	10.01	8.23	8.67	9.11	9.57
加:折旧和摊销	16971.73	19212.74	18974.21	19296.56	19694.38	PE(X)	21.7	21.0	20.8	19.9	19.5
资产减值准备	275.33	44.90	47.50	47.50	47.50	PB(X)	2.1	2.8	3.4	3.2	3.1
公允价值变动损失	385.33	162.88	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	9604.72	12765.51	11819.54	10934.77	10366.21	P/S	6.9	7.3	8.3	8.1	8.0
投资收益	-4600.14	-4750.17	-4736.43	-4909.41	-4993.67	EV/EBITDA	14.1	14.5	14.1	13.6	13.2
少数股东损益	1376.00	717.43	298.31	336.26	383.49	CAGR(%)					
营运资金的变动	-4351.91	9271.35	-4701.92	972.92	995.95	PEG	—	1.4	0.8	4.5	8.5
经营活动产生现金流量	43476.50	64718.72	56517.38	62964.68	63609.82	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-11701.82	-12805.99	-13019.94	-12792.30	-12718.04	REP					
融资活动产生现金流量	-31568.53	-54802.28	-48657.49	-50202.25	-50914.61						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 09 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。