

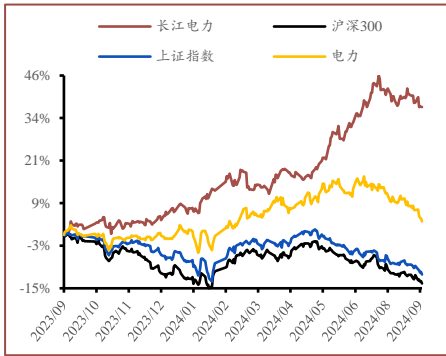
## 大水电业务量利双增，经营业绩再创新高

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-09-06
收盘价(元)	29.10
流通股本(亿股)	240.07
每股净资产(元)	7.92
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

1. 《长江干流取水而行，六库联调彰显大水电价值》 2024-08-11

### 核心观点

- ❖ **Q2 来水较好电量大增，归母净利同比+40%：**2024 年上半年，公司实现营收 348.08 亿元，同比+12.38%；归母净利 113.62 亿元，同比+27.92%。2024 年二季度实现营业收入 191.67 亿元，同/环比+23.05%/+22.55%；归母净利 73.95 亿元，同/环比+40.35%/+86.43%。
- ❖ **联调效益释放增发电量，财务费用下降增厚利润：**公司电站所在流域 Q2 来水环比进一步改善，六座电站合计发电量 678.71 亿千瓦时，同比+42.54%，电量高增摊薄固定成本。此外，公司持续调负债结构、压降财务成本，截至 1H2024，公司长期借款余额较上年末下降 9.10%，财务费用同比减少 6.41 亿元，同比降幅 10.19%。上半年川云公司（溪洛渡、向家坝电站）净利润同比+22.45%，云川公司（乌东德、白鹤滩电站）净利润同比+199.69%。
- ❖ **抽蓄电站+金下基地稳步推进，投资收益贡献利润：**公司全面接管浙江长龙山抽水蓄能电站运维，浙江天台抽水蓄能电站正式启动电力生产准备工作，重庆奉节菜籽坝抽水蓄能电站完成投资决策，湖南攸县广寒坪抽水蓄能电站完成股权改造和投资决策。金下基地新增接管运维 4 个光伏场站，累计接管运维 21 个光伏场站，总装机容量近 265 万千瓦。公司围绕清洁能源主业积极对外投资，上半年实现投资收益 28.92 亿元，同比增长 8.79%，进一步增厚利润。
- ❖ **投资建议：**公司电站多为西电东送骨干工程，金沙江下游四站电量大部分外送东部，受四川、云南本地汛期低电价影响较小。丰水期六库联调效益进一步释放，助力公司实现量利双增。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 877.74/883.55/900.43 亿元，归母净利润 345.01/356.73/369.69 亿元。对应 PE 分别为 20.64/19.96/19.26 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**来水不及预期；电价水平变动；汇率波动风险

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	68863	78112	87774	88355	90043
收入增长率(%)	23.75	13.43	12.37	0.66	1.91
归母净利润(百万元)	23726	27239	34501	35673	36969
净利润增长率(%)	-9.69	14.81	26.66	3.40	3.63
EPS(元/股)	0.97	1.11	1.41	1.46	1.51
PE	21.66	20.97	20.64	19.96	19.26
ROE(%)	10.42	13.53	16.20	15.95	15.75
PB	2.10	2.84	3.34	3.18	3.03

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 09 月 06 日收盘价计算）

## 内容目录

1	联调效益充分释放，成本压降助力量利双增.....	3
1.1	财务成本持续压降，Q2 净利大幅提升.....	3
1.2	来水较好发电量高增，受汛期低电价影响有限.....	4
2	风险提示.....	6

## 图表目录

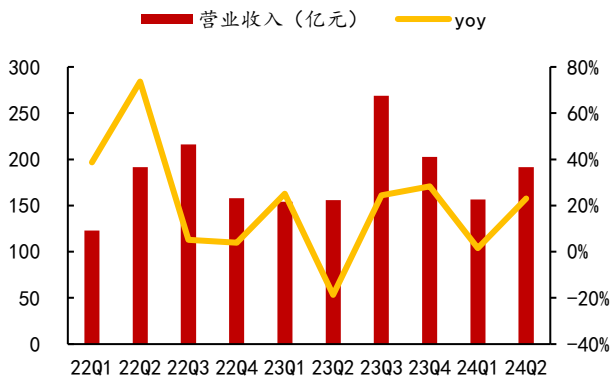
图 1.	22Q1-24Q2 调整后营业收入（亿元） .....	3
图 2.	22Q1-24Q2 调整后归母净利润（亿元） .....	3
图 3.	23Q1-24Q2 财务费用（亿元） .....	3
图 4.	22Q1-24Q2 长期借款/负债合计比例 .....	3
图 5.	2021-1H2024 公司投资收益（亿元）及同比增速 .....	4
图 6.	22Q1-24Q2 公司境内各电站发电量占比 .....	5
图 7.	2019-2024.8 三峡大坝水头（米） .....	5
图 8.	2019-2024.8 三峡周均出库流量（立方米/秒） .....	5
图 9.	2019、2021-2024.8 溪洛渡大坝水头（米） .....	6
图 10.	2019-2024.8 溪洛渡周均出库流量（立方米/秒） .....	6

## 1 联调效益充分释放，成本压降助力量利双增

### 1.1 财务成本持续压降，Q2 净利大幅提升

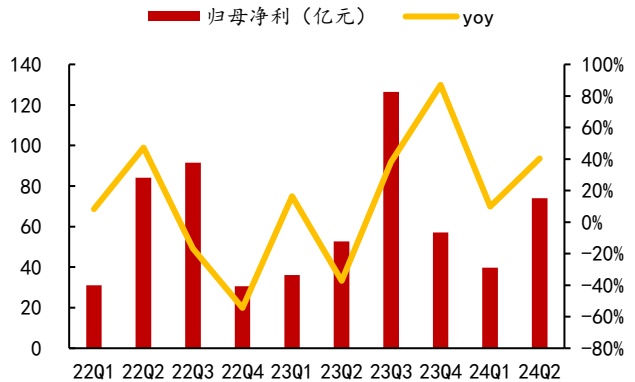
经营业绩再创新高，Q2 归母净利增幅 40%。2024 年上半年，公司实现营业收入 348.08 亿元，同比+12.38%；实现归母净利 113.62 亿元，同比+27.92%。2024 年二季度，公司实现营业收入 191.67 亿元，同/环比+23.05%/+22.55%；实现归母净利 73.95 亿元，同/环比+40.35%/+86.43%。子公司川云（溪洛渡、向家坝电站）、云川公司（乌东德、白鹤滩电站）1H2024 分别实现净利润 48.99、9.85 亿元，同比+22.45%/+199.69%。

图1.22Q1-24Q2 调整后营业收入（亿元）



数据来源：iFind，财通证券研究所

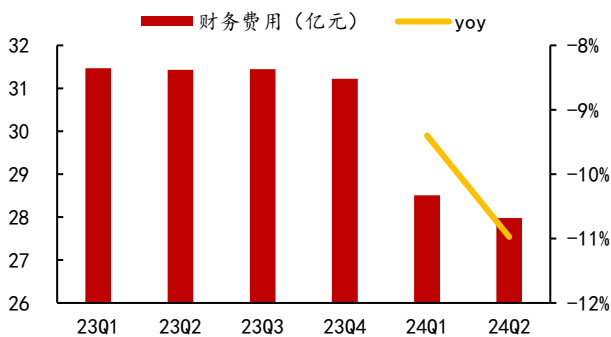
图2.22Q1-24Q2 调整后归母净利（亿元）



数据来源：iFind，财通证券研究所

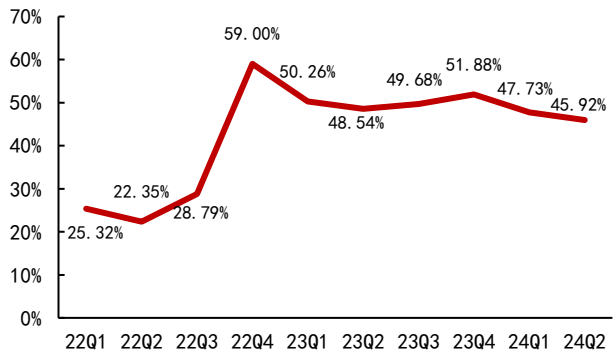
财务费用持续压降，综合融资成本进一步降低。通过积极调整负债结构，公司债务管理能力持续提升，财务费用持续压降。截至1H2024，公司长期借款余额较上年末下降 170 亿元，降幅 9.10%，长期借款/负债比例较上年末下降 5.95pct；上半年综合融资成本率同比下降 13 bp；1H2024 公司财务费用同比减少 6.41 亿元，同比降幅 10.19%。

图3.23Q1-24Q2 财务费用（亿元）



数据来源：iFind，财通证券研究所

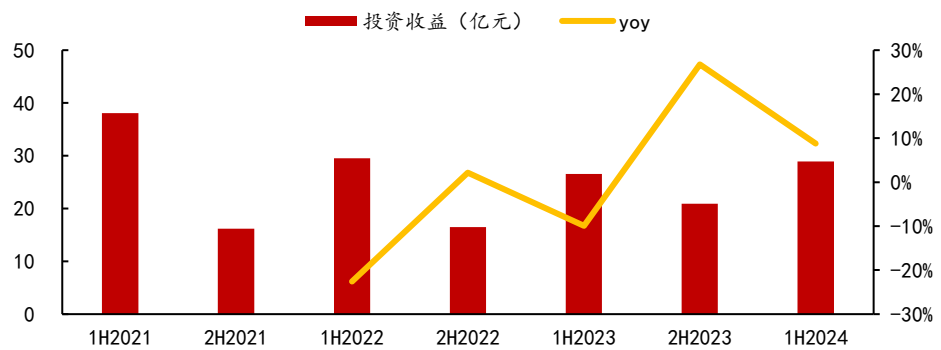
图4.22Q1-24Q2 长期借款/负债合计比例



数据来源：iFind，财通证券研究所

**抽蓄+金下稳步推进，海外业务提质增效。**公司全面接管浙江长龙山抽水蓄能电站运维，浙江天台抽蓄启动电力生产准备工作，重庆奉节菜籽坝抽蓄完成投资决策，湖南攸县广寒坪抽蓄完成股权改造和投资决策。金下基地新增接管运维4个光伏场站，累计接管运维21个光伏场站，总装机容量近265万千瓦。国际业务方面，公司持续巩固秘鲁路德斯公司管控，完成秘鲁 Sapphire 风电项目并购，打造发-配-售产业链。公司聚焦清洁能源主业对外展开投资，参股公司持续贡献利润，1H2024 实现投资收益 28.92 亿元，同比+8.79%。

图5.2021-1H2024 公司投资收益（亿元）及同比增速



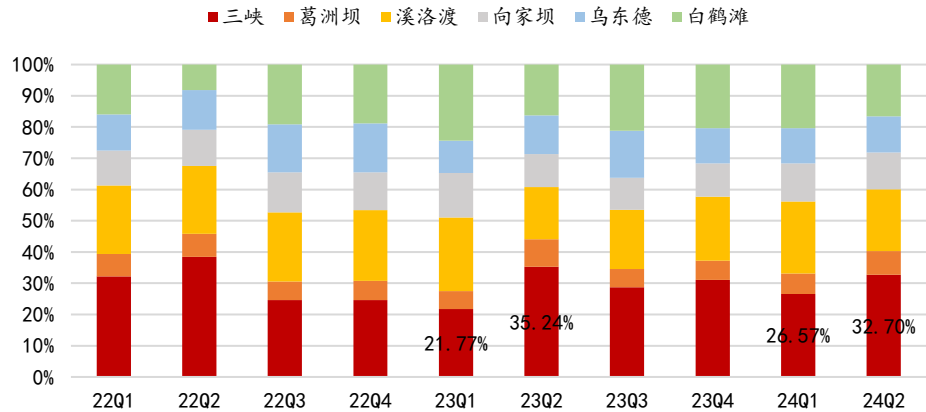
数据来源：iFind，财通证券研究所

## 1.2 来水较好发电量高增，受汛期低电价影响有限

**Q2 发电量同比+43%，三峡电量占比环比提升。**公司 1H2024 境内水电发电量 1206 亿 kwh，同比+16.86%；其中三峡电站发电量占比 30.02%，同比+2.04pct；溪向乌白四站发电量占比 62.90%，同比-2pct。24Q2 实现发电量 679 亿 kwh，同比+42.54%；其中，三峡发电量占比 32.70%，同/环比-2.54pct/+6.13pct；溪向乌白四站发电量占比 59.77%，同/环比+3.81%/-7.15%。乌白溪向四站外送华东、广东等高电价地区比例较高，三峡电站送电中华东广东十个省份，平均电价略低于乌白溪向四站，但丰水期送电广东华东高电价地区占比高于枯水期，或对丰水期电价有一定支撑。

**优先发电保证消纳，受川云汛期地板价影响有限。**公司境内六座电站多为西电东送主要工程，电量纳入优先发电计划，消纳情况有保障。此外，公司电站电量仅枯水期少部分留存四川、云南本地消纳，丰水期外送华东华南地区电量占比较高，在近年来水颇丰的背景下受四川、云南本地汛期“地板价”影响有限，综合电价水平有保障。

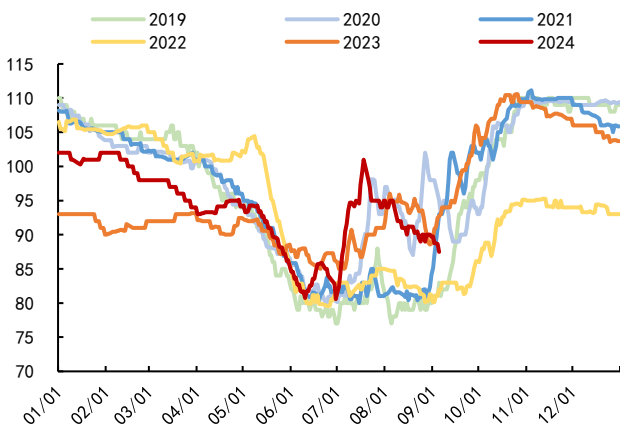
图6.22Q1-24Q2 公司境内各电站发电量占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

来水同比偏丰，梯级联调增发效益进一步释放。2024年上半年，乌东德水库来水总量约366.60亿立方米，较上年同期偏丰11.40%；三峡水库来水总量约1479.41亿立方米，较上年同期偏丰19.67%。观察7-8月来水情况，以三峡和溪洛渡为例：三峡水库7月保持较高水头，7月下旬至8月上旬来水显著好于去年同期，溪洛渡水库7-8月相比去年同期均保持较高水头和流量，来水较好有望推动公司梯级电站联调效益进一步释放。

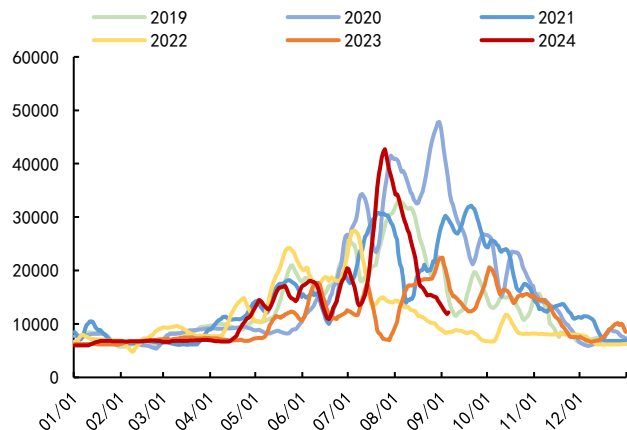
图7.2019-2024.8 三峡大坝水头（米）



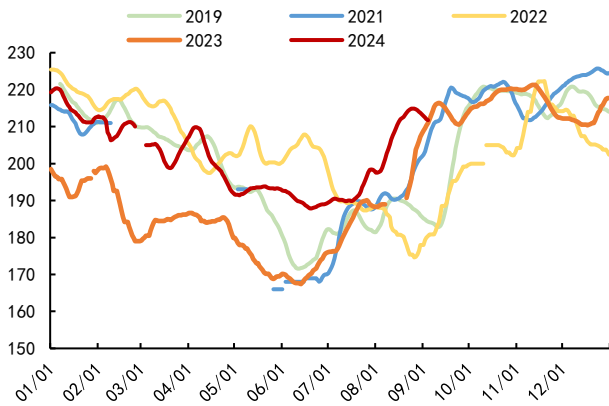
\*以葛洲坝上游水位作为三峡大坝下游水位；周平均数据

数据来源：煤炭资源网，财通证券研究所

图8.2019-2024.8 三峡周均出库流量（立方米/秒）

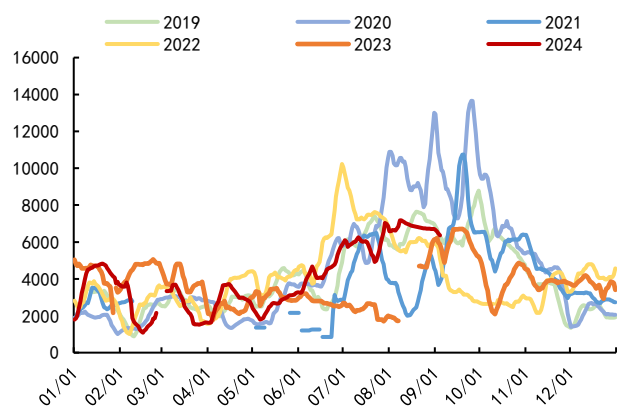


数据来源：煤炭资源网，财通证券研究所

**图9.2019、2021-2024.8 溪洛渡大坝水头（米）**


\*以向家坝上游水位作为溪洛渡大坝下游水位；周平均数据

数据来源：煤炭资源网，财通证券研究所

**图10.2019-2024.8 溪洛渡周均出库流量（立方米/秒）**


数据来源：煤炭资源网，财通证券研究所

## 2 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。

**电价水平变动：**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。

**汇率波动风险：**截至 1H2024，公司境外资产占总资产的比例为 8.72%，公司外币资产和负债及外币交易的计价货币主要为港币、美元、索尔和欧元等，存在人民币兑外币汇率波动对公司利润产生不利影响的风险。

**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
<b>营业收入</b>	<b>68863.13</b>	<b>78111.57</b>	<b>87774.20</b>	<b>88354.82</b>	<b>90043.36</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	29524.22	32942.55	34176.68	34218.66	34724.11	营业收入增长率	23.8%	13.4%	12.4%	0.7%	1.9%
营业税费	1459.99	1601.62	1755.48	1767.10	1800.87	营业利润增长率	-7.6%	9.3%	26.7%	3.9%	4.6%
销售费用	172.54	192.39	210.66	212.05	216.10	净利润增长率	-9.7%	14.8%	26.7%	3.4%	3.6%
管理费用	1537.86	1363.31	1316.61	1060.26	900.43	EBITDA 增长率	22.3%	13.9%	19.2%	1.6%	2.3%
研发费用	89.66	788.92	1755.48	1767.10	1800.87	EBIT 增长率	13.1%	14.3%	28.9%	1.6%	2.5%
财务费用	9581.37	12556.41	11780.12	10948.10	10321.42	NOPLAT 增长率	16.7%	16.9%	25.8%	0.7%	1.6%
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%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-385.33</b>	<b>-162.88</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	34.5%	-17.1%	5.6%	4.9%	4.8%
投资和汇兑收益	4600.14	4750.17	5266.45	5301.29	5402.60	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>30388.02</b>	<b>33220.29</b>	<b>42085.88</b>	<b>43723.69</b>	<b>45724.71</b>	毛利率	57.1%	57.8%	61.1%	61.3%	61.4%
加:营业外净收支	-621.97	-807.31	-800.00	-750.00	-750.00	营业利润率	44.1%	42.5%	47.9%	49.5%	50.8%
<b>利润总额</b>	<b>29766.06</b>	<b>32412.98</b>	<b>41285.88</b>	<b>42973.69</b>	<b>44974.71</b>	净利润率	36.5%	35.8%	39.6%	40.6%	41.3%
减:所得税	4664.14	4456.57	6515.09	7103.72	7778.70	EBITDA/营业收入	77.0%	77.3%	82.0%	82.7%	83.1%
<b>净利润</b>	<b>23725.92</b>	<b>27238.97</b>	<b>34500.99</b>	<b>35672.96</b>	<b>36969.13</b>	EBIT/营业收入	52.3%	52.7%	60.5%	61.0%	61.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	10638.04	7778.44	2685.87	2578.86	2533.25	固定资产周转天数	1749	2063	1807	1761	1696
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-213</b>	<b>-296</b>	<b>-339</b>	<b>-349</b>	<b>-346</b>
应收账款	15227.67	8510.34	9752.19	9816.20	10003.32	流动资产周转天数	118	103	65	58	56
应收票据	0.28	0.00	0.26	0.19	0.18	应收账款周转天数	50	55	37	40	40
预付账款	76.59	77.01	94.76	88.90	90.73	存货周转天数	6	6	6	6	5
存货	567.39	586.55	605.00	548.09	511.94	总资产周转天数	2371	2651	2334	2300	2241
其他流动资产	249.85	408.56	575.05	575.05	575.05	投资资本周转天数	2167	2455	2153	2118	2060
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	10.4%	13.5%	16.2%	16.0%	15.7%
长期股权投资	67166.07	71684.28	76130.00	80575.71	85021.42	ROA	4.1%	4.8%	6.1%	6.3%	6.6%
投资性房地产	101.24	103.48	104.48	105.48	106.48	ROIC	5.6%	6.7%	8.6%	8.7%	8.9%
固定资产	450480.03	444899.37	436105.48	428278.37	420067.94	费用率					
在建工程	3033.85	4759.85	5759.20	5449.42	5185.13	销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	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%	1.5%	1.2%	1.0%
其他非流动资产	244.58	426.89	1616.46	1616.46	1616.46	财务费用率	13.9%	16.1%	13.4%	12.4%	11.5%
<b>资产总额</b>	<b>578453.57</b>	<b>571942.54</b>	<b>566370.72</b>	<b>562562.65</b>	<b>558693.75</b>	三费/营业收入	16.4%	18.1%	15.2%	13.8%	12.7%
短期债务	26752.36	53985.43	50247.72	34540.67	18828.27	<b>偿债能力</b>					
应付账款	949.96	1295.64	1222.83	1244.28	1273.09	资产负债率	55.7%	62.9%	60.4%	58.2%	55.9%
应付票据	55.48	40.77	45.58	47.65	46.78	负债权益比	125.9%	169.4%	152.6%	139.3%	126.7%
其他流动负债	3230.60	1717.76	1295.74	1295.74	1295.74	流动比率	0.30	0.12	0.10	0.11	0.12
长期借款	190246.71	186690.13	169702.72	169702.72	169702.72	速动比率	0.29	0.12	0.09	0.10	0.11
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	4.48	4.91	5.34
<b>负债总额</b>	<b>322436.16</b>	<b>359643.72</b>	<b>342182.49</b>	<b>327475.02</b>	<b>312288.00</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	28344.70	10968.79	11238.59	11435.61	11662.49	DPS(元)	0.85	0.82	0.99	1.02	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	121734.09	132436.48	143527.72	股息收益率	4.1%	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%
<b>股东权益</b>	<b>256017.41</b>	<b>212298.82</b>	<b>224188.23</b>	<b>235087.63</b>	<b>246405.75</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.97	1.11	1.41	1.46	1.51
净利润	23725.92	27238.97	34500.99	35672.96	36969.13	BVPS(元)	10.01	8.23	8.70	9.14	9.59
加:折旧和摊销	16971.73	19212.74	18909.55	19171.90	19509.72	PE(X)	21.7	21.0	20.6	20.0	19.3
资产减值准备	275.33	44.90	47.50	47.50	47.50	PB(X)	2.1	2.8	3.3	3.2	3.0
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	11857.90	10974.96	10347.21	P/S	6.9	7.3	8.1	8.1	7.9
投资收益	-4600.14	-4750.17	-5266.45	-5301.29	-5402.60	EV/EBITDA	14.1	14.5	14.0	13.6	13.1
少数股东损益	1376.00	717.43	269.80	197.02	226.87	CAGR(%)					
营运资金的变动	-4351.91	9271.35	-2513.34	990.69	300.90	PEG	—	1.4	0.8	5.9	5.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>43476.50</b>	<b>64718.72</b>	<b>58907.62</b>	<b>62503.73</b>	<b>62748.73</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-11701.82</b>	<b>-12805.99</b>	<b>-12340.84</b>	<b>-10970.42</b>	<b>-10869.11</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-31568.53</b>	<b>-54802.28</b>	<b>-51675.11</b>	<b>-51640.31</b>	<b>-51925.23</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 09 月 06 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。