

公用事业

十年期国债收益率破 2，重视水电板块配置性价比

现金流充沛+高分红，水电是典型红利资产

- 现金流方面，固定资产折旧占水电营业成本比例在 50%以上，使得水电运营商现金流远高于会计利润。以长江电力为例，2016 年-2023 年公司经营性活动净现金流量与净利润的比值的均值为 1.72 倍。
- 分红方面，长江电力、华能水电等在公司章程/股东汇报规划中均写明了较为清晰的分红比例。例如，长江电力承诺对 2021 年至 2025 年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。

十年期国债破 2%，水电配置价值有望抬升

近期，十年期国债收益率加速下行。截至 2024 年 12 月 16 日为 1.72%，已跌破 2%。2024 年 12 月 9 日，中共中央政治局会议指出，明年要实施适度宽松的货币政策。此前多年我国货币政策主要强调“稳健”，此次调整为“适度宽松”。在流动性进一步释放的背景下，十年期国债收益率或有进一步下降的空间。在利率中枢下行的背景下，以水电作为现金流充沛和高分红的资产，配置价值有望抬升。

水电板块高股息标的长江电力股息率与十年期国债收益率息差持续拉大。若按照 2023 年年度分红金额 200.6 亿元做测算，目前长电的市场预期股息率与截至 12 月 16 日的十年期国债的息差值已经超过 100bp。回顾长江电力股息率与十年期国债收益率的历史息差值，目前超过 100bp 的息差水平已经超过了 2016 年至今 80%的时间段。以长电为代表的水电资产的配置性价比逐步凸显。

我们认为，市场对高股息标的的股息率要求 \approx 无风险收益率+假设息差。根据 2024 年 1 月 10 日所发报告《如何用息差方法定价长江电力？》，当时的测算中假设 2024 年十年期国债收益率中枢值约 2.5%。截至 2024 年 12 月 16 日，十年期国债收益率已经跌至 1.72%。随着无风险收益率的持续下行，以长江电力为代表的核心水电资产配置价值有望抬升。

投资建议

在长债利率加速下行的背景下，电力板块等红利类资产因具备较强的逆周期的属性，再次开始受到市场关注。其中以稳定收益为主要特征的水电板块配置性价比开始凸显。建议重点关注：**【长江电力】【华能水电】【川投能源】【国投电力】**。

风险提示：来水低于预期、水电投资低于预期、电价变动风险、测算存在主观性，仅供参考

证券研究报告
2024 年 12 月 19 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com王钰舒 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070006
wangyushu@tfzq.com赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070005
zhaoyanga@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《公用事业-行业专题研究:央企考核指挥棒：“一利五率”年底回顾》 2024-12-03
- 《公用事业-行业专题研究:火电核准窗口期已过，开工与投产规模仍然可观》 2024-11-09
- 《公用事业-行业深度研究:如何看待电力行业并购重组》 2024-10-25

内容目录

1. 现金流充沛+高分红，水电是典型红利资产	3
2. 十年期国债破 2%，水电配置价值有望抬升	4
3. 投资建议	5
4. 风险提示	6

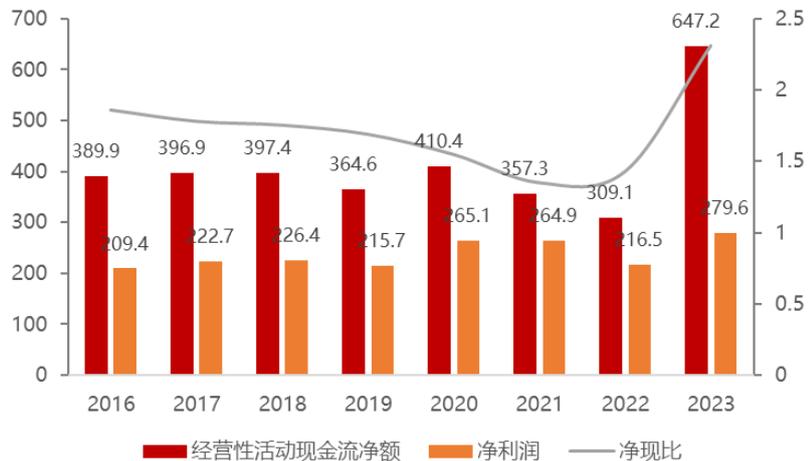
图表目录

图 1：2016-2023 年长江电力净现比分析（左轴单位：亿元）	3
图 2：10 年期国债收益率（单位：%）	4
图 3：长江电力市场预期股息率与十年期国债收益率及息差（单位：%）	5
图 4：长江电力在不同预期股息率下的敏感性测算（依据 2024 年预期分红额）	5
表 1：水电公司分红规划汇总	3

1. 现金流充沛+高分红，水电是典型红利资产

现金流方面，固定资产折旧占水电营业成本比例在 50%以上，使得水电运营商现金流远高于会计利润。以长江电力为例，2016 年-2023 年公司经营性活动净现金流量与净利润的比值的均值为 1.72 倍。2022 年虽然长江来水严重偏枯，长电的净利润出现较大下滑，但是经营活动净现金流仍维持在 300 亿以上的规模。2023 年乌东德、白鹤滩电站并表后，长电的经营性现金流净额首次突破 600 亿元。

图 1：2016-2023 年长江电力净现比分析（左轴单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

分红方面，长江电力、华能水电等在公司章程/股东汇报规划中均写明了较为清晰的分红比例。长江电力公司章程中提及公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的百分之五十，对 2021 年至 2025 年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。

表 1：水电公司分红规划汇总

公司	文件名称	具体内容
长江电力	未来三年(2022年-2024年)股东分红回报规划	<ul style="list-style-type: none"> 本规划将继续执行《公司章程》规定：公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的百分之五十，对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年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。当年实现可供股东分配利润是指母公司当年实现的净利润弥补亏损和提取公积金后所余税后利润。
	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> 公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的百分之五十。对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年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。
华能水电	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> 公司在当年盈利及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的 50%。
国投电力	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> 公司在当年盈利、且无未弥补亏损的条件下，公司如无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，应当采取现金方式分配股利。公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。
		<ul style="list-style-type: none"> 在满足前述现金分红的条件下，公司每年应当进行一次现金分红。根据公司的盈利状况及资金需求状况，经公司董事会提议和股东大会批准，也可以进行中期现金分红。 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例

	最低应达到 20%。
未来三年 (2023-2025 年) 股东回报规 划	<ul style="list-style-type: none"> 公司采取现金、股票、现金与股票相结合或者法律许可的其他方式分配股利，并优先采取现金方式进行分配。公司原则上每年度进行一次分红，在有条件的情况下可以进行中期利润分配。 公司在当年盈利、累计未分配利润为正，且现金流满足公司正常经营和长期发展的前提下，应以现金方式分配股利。公司每年以现金方式分配的利润原则上每 10 股不低于 4 元（含税）。
川投能源 公司章程	<ul style="list-style-type: none"> 公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

资料来源：各公司公告、天风证券研究所

2. 十年期国债破 2%，水电配置价值有望抬升

近期，十年期国债收益率加速下行。

截至 2024 年 12 月 16 日为 1.72%，已跌破 2%。2024 年 12 月 9 日，中共中央政治局会议指出，明年要实施适度宽松的货币政策。此前多年我国货币政策主要强调“稳健”，此次调整为“适度宽松”。在流动性进一步释放的背景下，十年期国债收益率或有进一步下降的空间。在利率中枢下行的背景下，水电作为现金流充沛和高分红的资产，配置价值有望抬升。

图 2：10 年期国债收益率（单位：%）



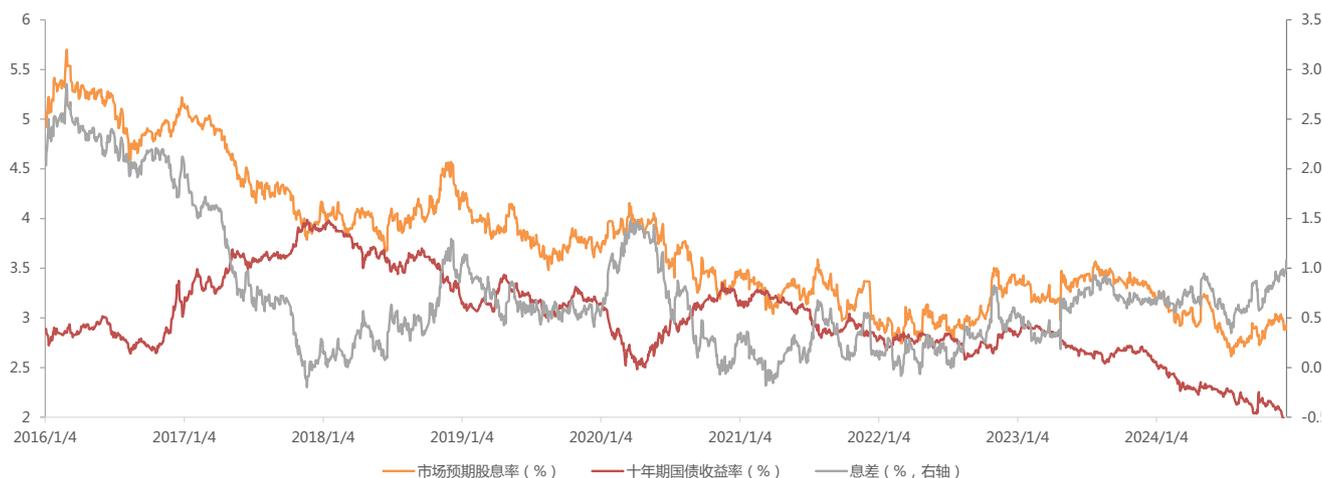
资料来源：wind、天风证券研究所

水电板块高股息标的长江电力股息率与十年期国债收益率息差持续拉大。

若按照 2023 年年度分红金额 200.6 亿元做测算，目前长电的市场预期股息率与截至 12 月 16 日的十年期国债的息差值已经超过 100bp。

回顾长江电力股息率与十年期国债收益率的历史息差值，目前超过 100bp 的息差水平已经超过了 2016 年至今 80% 的时间段。以长电为代表的水电资产的配置性价比逐步凸显。

图 3：长江电力市场预期股息率与十年期国债收益率及利息差（单位：%）



资料来源：wind、天风证券研究所

以长江电力为代表的核心水电资产配置价值有望抬升。

我们认为，市场对高股息标的的股息率要求 \approx 无风险收益率+假设息差。

根据 2024 年 1 月 10 日所发报告《如何用息差方法定价长江电力？》，当时的测算中假设 2024 年十年期国债收益率中枢值约 2.5%。截至 2024 年 12 月 16 日，十年期国债收益率已经跌至 1.72%。随着无风险收益率的持续下行，以长江电力为代表的核心水电资产配置价值有望抬升。

图 4：长江电力在不同预期股息率下的敏感性测算（依据 2024 年预期分红额）

市值测算—		息差范围								
亿元		0.60	0.65	0.70	0.76	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00
十年期国债收益率均值	1.70	10043	9830	9625	9390	9240	9059	8885	8717	8556
	1.72	9957	9747	9545	9315	9167	8988	8817	8652	8493
	1.74	9872	9665	9467	9240	9094	8919	8750	8587	8431
	1.76	9788	9585	9390	9167	9023	8851	8684	8524	8370
	1.78	9706	9506	9315	9094	8953	8783	8619	8462	8309
	1.80	9625	9429	9240	9023	8885	8717	8556	8400	8250
	1.82	9545	9352	9167	8953	8817	8652	8493	8339	8191
	1.84	9467	9277	9094	8885	8750	8587	8431	8280	8134
	1.86	9390	9203	9023	8817	8684	8524	8370	8221	8077
	1.88	9315	9130	8953	8750	8619	8462	8309	8163	8021
	1.90	9240	9059	8885	8684	8556	8400	8250	8105	7966
	1.92	9167	8988	8817	8619	8493	8339	8191	8049	7911
	1.94	9094	8919	8750	8556	8431	8280	8134	7993	7857
	1.96	9023	8851	8684	8493	8370	8221	8077	7938	7804
	1.98	8953	8783	8619	8431	8309	8163	8021	7884	7752
	2.00	8885	8717	8556	8370	8250	8105	7966	7831	7700
	2.02	8817	8652	8493	8309	8191	8049	7911	7778	7649
2.04	8750	8587	8431	8250	8134	7993	7857	7726	7599	
2.06	8684	8524	8370	8191	8077	7938	7804	7674	7549	
2.08	8619	8462	8309	8134	8021	7884	7752	7624	7500	
2.10	8556	8400	8250	8077	7966	7831	7700	7574	7452	

资料来源：wind、天风证券研究所

注：依据 2024 年长江电力预期分红金额计算，其中 24 年净利润取 330 亿（略低于 2024 年 12 月 16 日 wind 一致预期）；预期分红比例取 70%

3. 投资建议

在长债利率加速下行的背景下，电力板块等红利类资产因具备较强的逆周期的属性，再次开始受到市场关注。其中以稳定收益为主要特征的水电板块配置性价比开始凸显。建议重

点关注：【长江电力】【华能水电】【川投能源】【国投电力】。

4. 风险提示

来水低于预期：如果当年来水低于预期，将对水电运营商业绩产生较大的影响。

水电投资低于预期：水电机组建设成本和难度都在提升，若水电机组建设低于市场预期、电力投资减弱，则将对水电运营商的成长性产生不利影响。

电价变动风险：水电外送省份市场化程度在逐步提升，受端省份电价的变动会影响水电外送电价水平。

测算存在主观性，仅供参考：本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com