



公司评级：买入（维持）
证券研究报告 | 公司专题报告
公用事业 | 电力
2025年01月17日

何以长电 三轮重估与当下驱动

——长江电力专题报告

证券分析师：

刘晓宁 S1350523120003

查浩 S1350524060004

邹佩轩 S1350524070004

戴映炘 S1350524080002

邓思平 S1350524070003

蔡思 S1350524070005

1. 长江电力上市以来经历三轮价值重估 对当下均有指导意义

■ 长江电力2016年之后的超额收益，实际上是由三段价值重估“拼起来”的，把握内在驱动力对未来投资意义重大

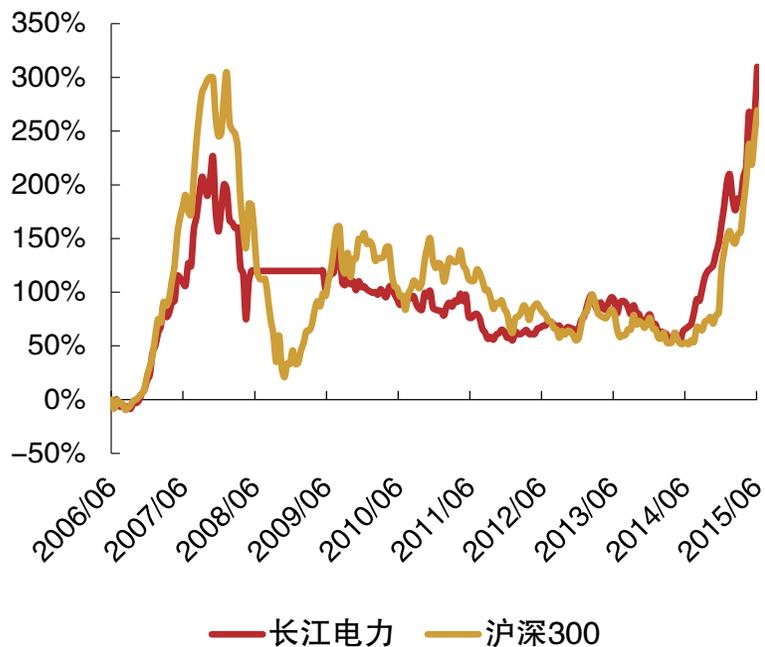
- 长江电力是一只很与众不同的股票，透明的财务报表与极简的商业模式让人略感乏味，却可以拥有长期超额收益。如果说超额收益只能来自预期差，长江电力的预期差并不好找，因此无论是复盘还是展望，都与传统的研究框架相去甚远，导致投资节奏难以把握
- 从涨幅对比图来看，长江电力2016年之前股价走势与沪深300趋同，2016年之后持续跑赢，不过，这仅仅是视觉效果带来的错觉。长江电力的超额收益实际上是由三段价值重估“拼起来”的，我们认为三段重估的驱动力对当下均有指导意义，其中第三段尚在进行中



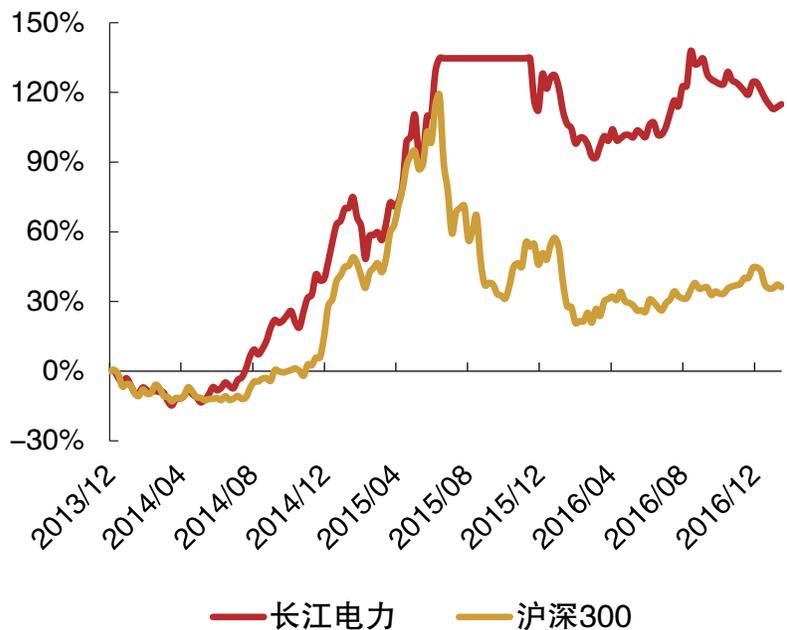
■ 分段来看，长江电力首次趋势性跑赢指数是2015年下半年至2016年初，在此前后走势均与沪深300重合

- 长江电力的业绩增长主要来自资产注入，但是水电站建设的计划性极强，且三峡集团早有注入承诺，因此资产注入不存在预期差。无论是2009年三峡电站整体上市（2008年公告）还是2016年初溪向注入（2015年公告），资产注入本身都没有带来公司股价的超额收益
- 长江电力首次趋势性跑赢指数是2015年下半年至2016年初，市场大跌期间公司股价跌幅很小。**此轮跑赢并非风格因素，否则涨跌同源，市场回暖后公司应该跑输。**但是在此轮之前及之后数年时间，公司股价走势均与沪深300走势重合，说明超额收益来自一轮价值重估

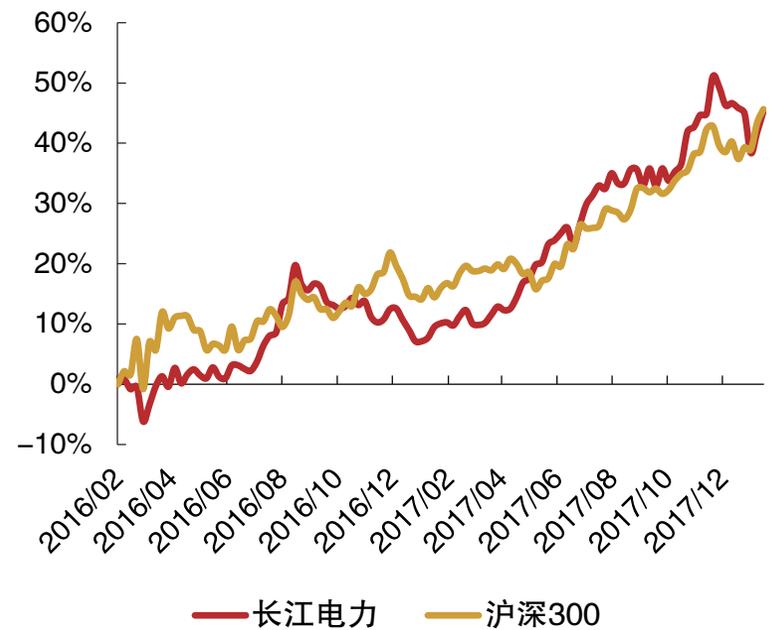
长江电力涨幅与沪深300对比（2006-2015）



长江电力涨幅与沪深300对比（2013-2016）



长江电力涨幅与沪深300对比（2016-2017）

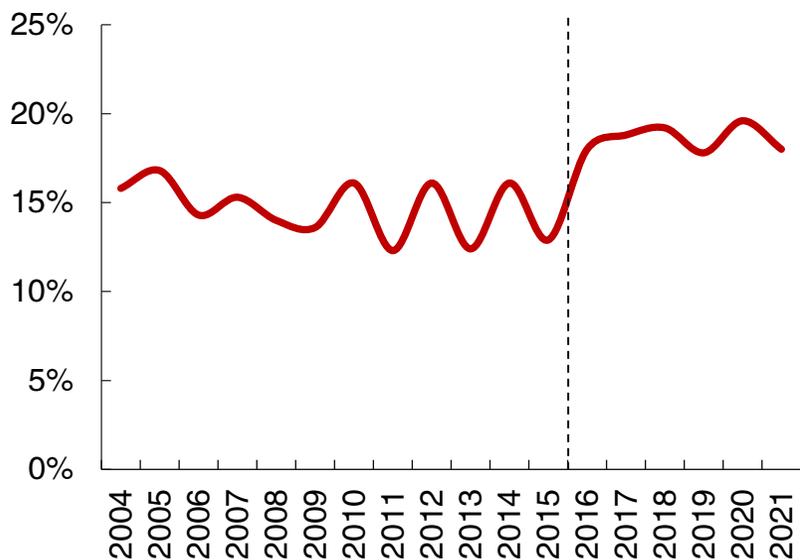


2.2 第一轮重估的本质是对“四库联调”以及业绩可预测性的重估

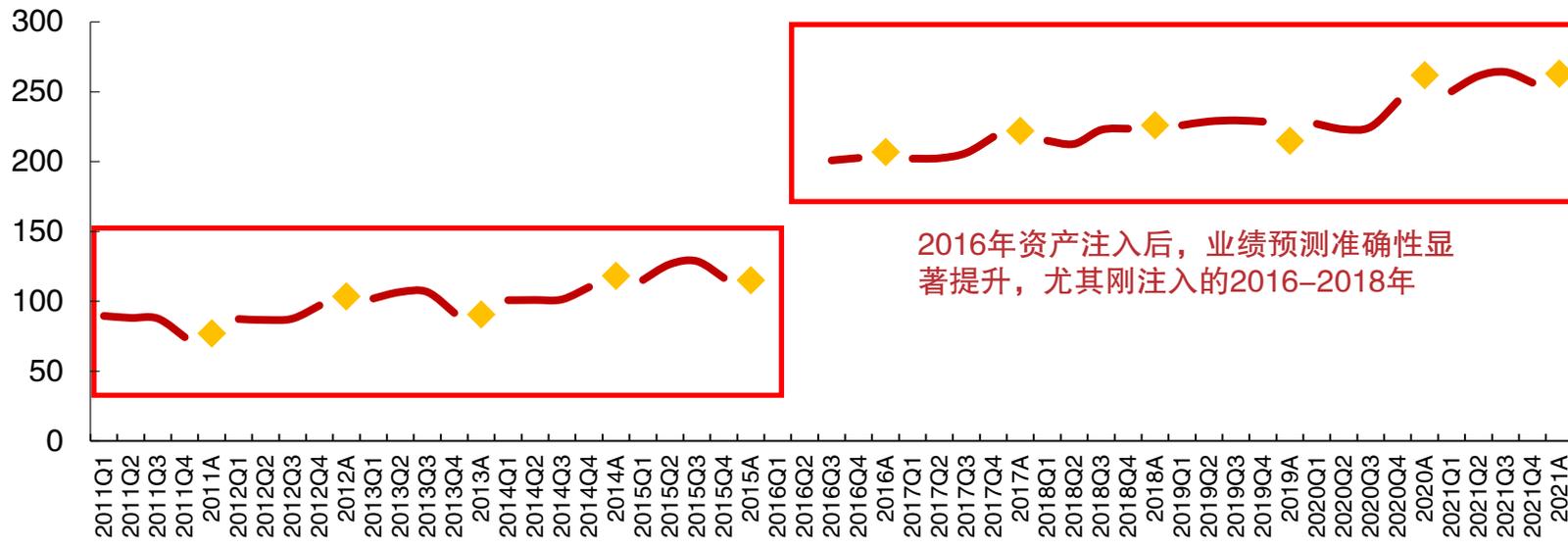
■ 我们认为长江电力第一轮重估的最大驱动力是业绩可预测性大幅提升，“四库联调”加持下，盈利预测的偏差显著降低

- 从DCF模型来看，“超预期”包括分子端业绩超预期增长或分母端风险超预期下降，对于长江电力，股价上涨大部分时候都来自风险的超预期下降。溪向电站注入后，上下游电站“四库联调”大幅提升了业绩的可预测性，我们认为这是估值提升的核心原因（之一）
- 可以从两个角度观察：1）从公司剔除金融资产和投资收益后的经营性ROE来看，2016年之前公司业绩波动受来水波动影响较大，而2016年之后振幅显著减小；2）从盈利预测的准确性来看，2016年之前wind年一致预期经常随季报修正，且最终结果经常低于预期；而2016年之后，不仅业绩预期修正次数减少，准确性也大幅提升，尤其是刚注入的2016-2018年，实际业绩均略超市场预期

长江电力剔除金融资产和投资收益后的ROE



长江电力历年wind一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况（亿元）



2016年资产注入后，业绩预测准确性显著提升，尤其刚注入的2016-2018年

— 所在时点对当年净利润预测的wind一致预期

◆ 实际归母净利润

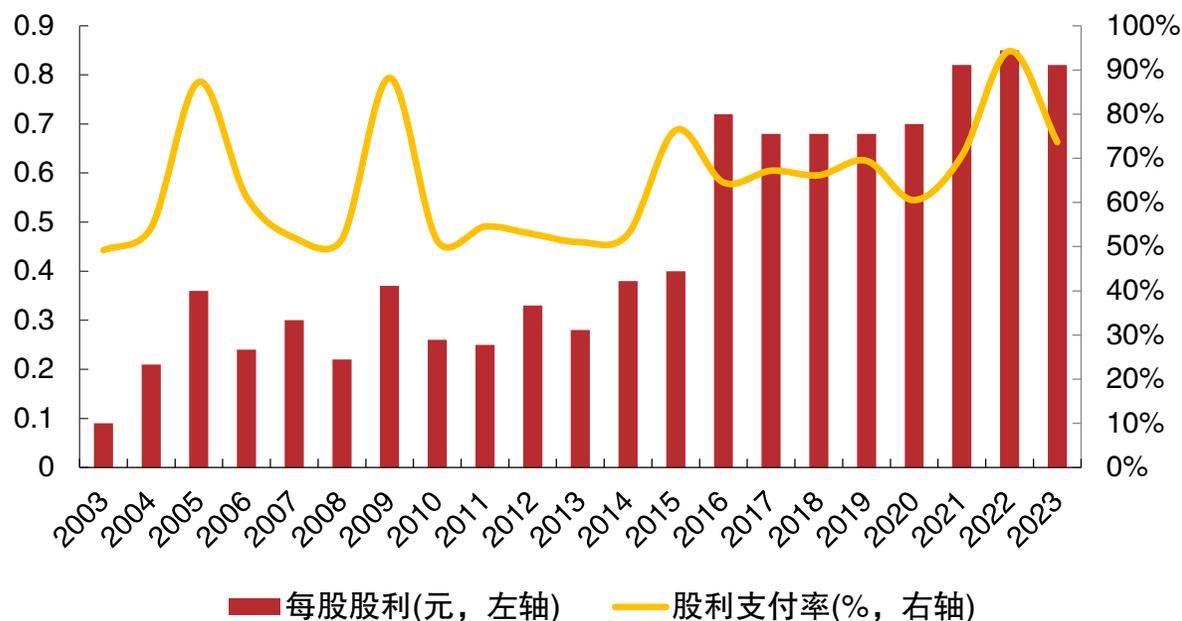
资料来源：wind，华源证券研究所

定义经营性资产ROE= (归母净利润-投资收益) / (公司合计净资产-金融类资产)

■ 第一轮重估的另一个驱动力是十年分红承诺以及机构投资者获得董事会席位（平安目前仍在），两项举措均创A股先河

- 长江电力在2015年发布的溪向注入预案中，提出交易成功后，2016–2020年每股分红不低于0.65元，2021–2025年分红比例不低于70%，且将10年分红承诺写入《公司章程》。不仅如此，公司还公告参与定增的平安资产和阳光人寿可各提名一名董事候选人
- 分红承诺最大的意义不是提升股息率，股息率是估值的结果而非原因，分红承诺与董事会席位一起，最大的意义是提升大小股东利益一致性。只有同股同权，“股价=合理市值/股本”的最基本等式才能成立。在最新的董事会中，阳光人寿已经退出，平安资产仍有席位

长江电力上市以来历年分红金额及股利支付率



长江电力2015年资产注入方案对分红和董事会的表述

本次交易成功实施后，公司拟修改《公司章程》，约定对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。

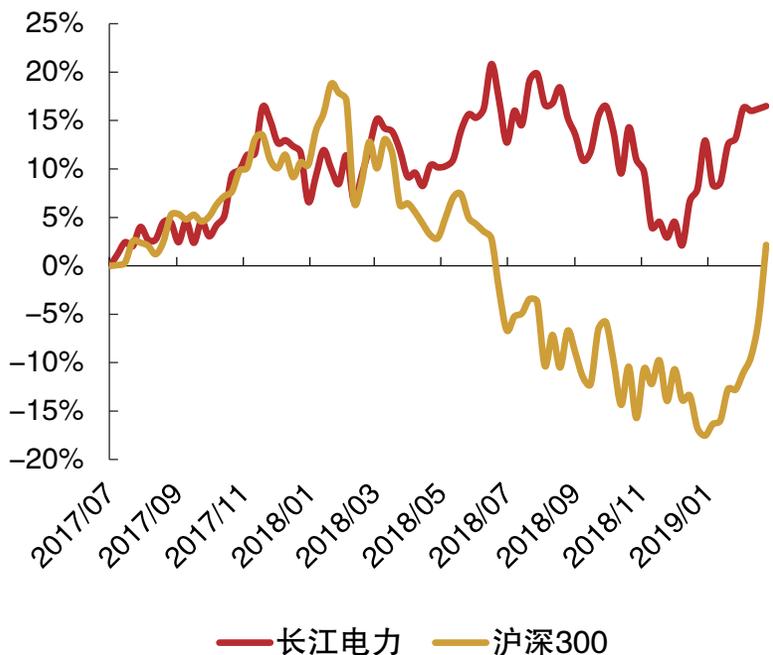
根据《重大资产购买协议》及《股份认购协议》，本次交易完成后，本公司将根据内部治理规则及决策机制适时召开董事会、股东大会修改公司章程调整董事会及监事会的构成人数，川能投、云能投可在符合法律、法规、规范性文件及本公司公司章程规定的前提下向本公司各提名一名董事及监事候选人。平安资管、阳光人寿可在符合法律、法规、规范性文件及本公司公司章程规定的前提下向本公司各提名一名董事候选人。

3.1 第二次跑赢指数是2018年二季度至年底 弱势市场下保持稳定

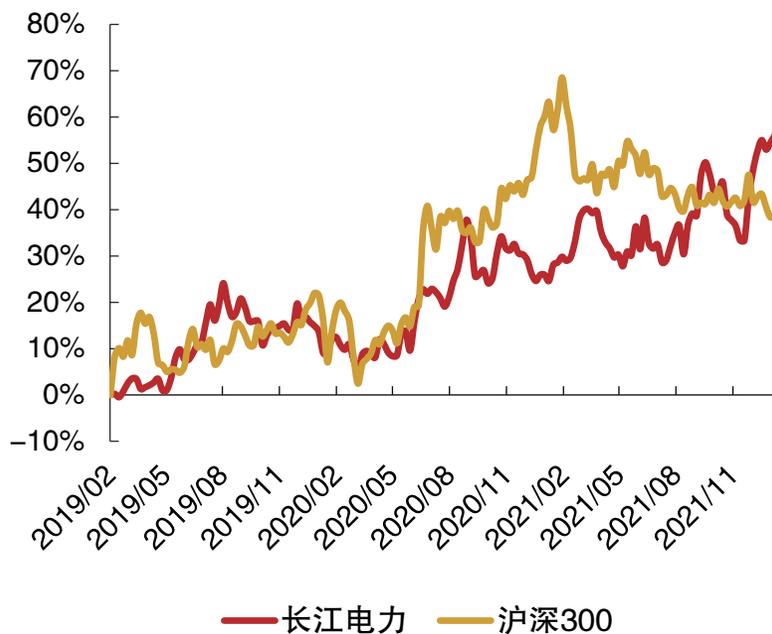
■ 长江电力的第二轮重估是2018年二季度至年底，市场急剧回调时保持稳定，2019年之后股价走势再次与沪深300汇合

- 如之前股价图所示，2016年初公司第一轮重估结束，一直到2018年一季度末，公司股价走势与沪深300基本重合。公司第二次趋势性跑赢沪深300为2018年二季度至年底，在市场急剧回调时，公司保持稳定。而以2019年2月为起点，公司走势与沪深300再次汇合
- 之后一直到2021年底将近3年的时间里，公司仅在2020年底至2021年初短暂跑输，主要系沪深300受益于消费、新能源等板块高景气度而阶段性冲高，但是很快就将涨幅回吐。结合前后一段时间的走势，2018年的超额收益是一轮新的重估，而2021年更多是市场风格

长江电力涨幅与沪深300对比（2017-2019）



长江电力涨幅与沪深300对比（2019-2021）



长江电力涨幅与沪深300对比（2021-2025）

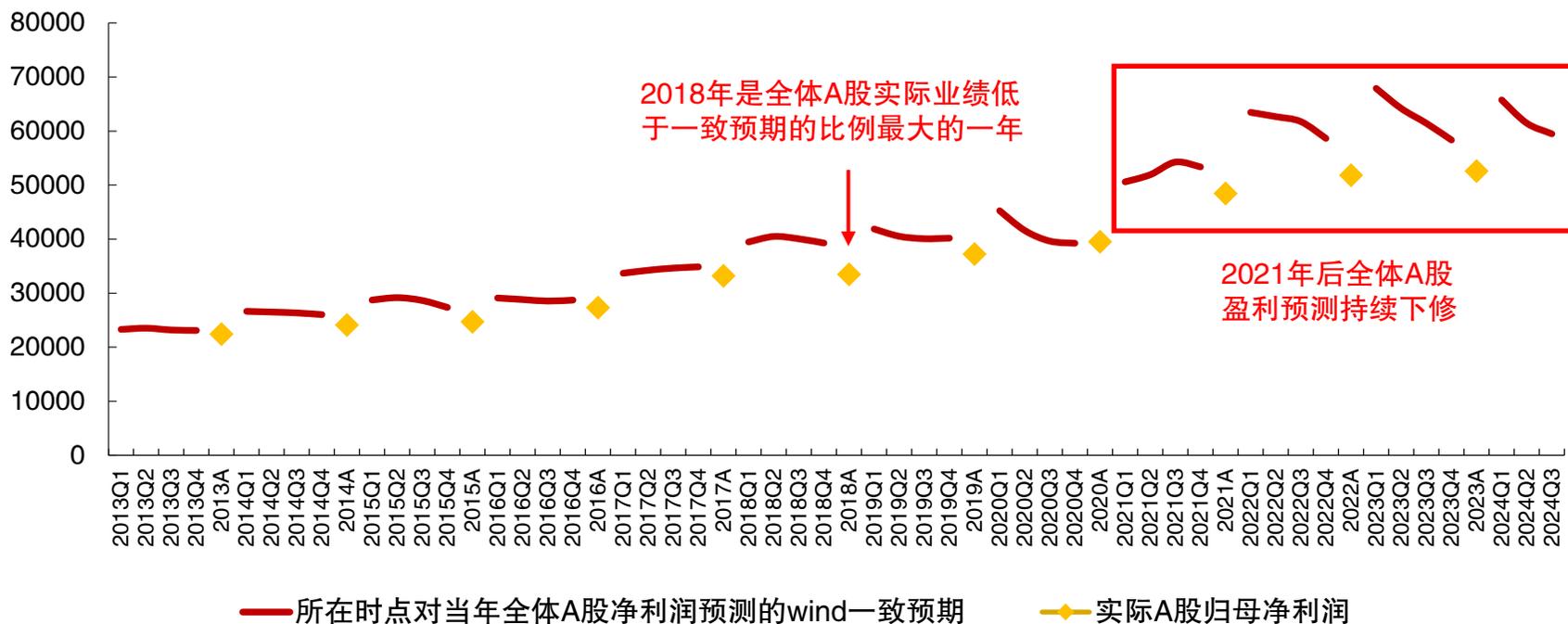


3.2 第二轮重估的本质是对现金流以及业绩稳定性的重估

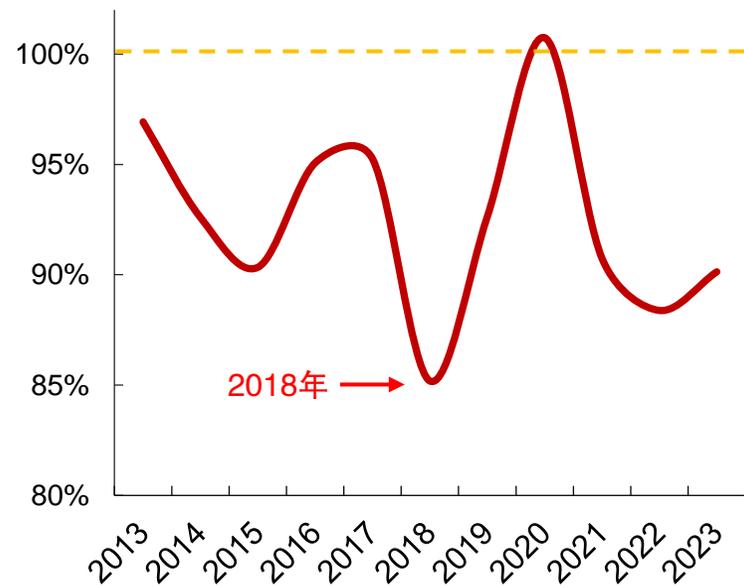
■ 相比第一轮的业绩可预测性，我们分析长江电力的第二轮重估，是对公司业绩稳定性以及背后的现金流价值重估

- 业绩可预测性与稳定性并非同一概念，前者强调自身参数的规律性，后者是强调对外来冲击的抵抗能力。受中美贸易摩擦、频繁并购引发的商誉减值等因素影响，2018年是我国近年来A股整体业绩压力最大的一年，实际业绩远低于预期
- 也正是因为2018年市场的大规模暴雷，投资者开始更加重视现金流质量以及公司盈利的稳定性，给予DCF模型分母端更多权重。多年后这一幕似曾相识，2021年后全体A股的wind盈利一致预期逐季下修，个股的净利润以及背后的现金流稳定性就愈发重要

历年全体A股wind一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况（逐季对当年利润的预测，亿元）



历年全体A股实际业绩相较一致预期的比例



- **就长电业绩而言，溪向注入后，投资收益增长与财务费用节约弥补了税收优惠接连到期的利空，业绩稳定性超出预期**
 - 作为溪向注入的首年，2016年长江电力实现归母净利润207.8亿元，但是从结构上看并没有那么“实诚”，其中有40多亿的政府补助。
 - 最重要的补助是大型水电增值税退税以及电站投产后所得税“三免三减半”，前者在2016年及之前计入营业外收入，2017年及之后计入其他收益，但是这项政策于2017年到期，2018年只有部分尾款；所得税“三免三减半”不涉及单独科目，直接减少所得税费用。公司溪洛渡、向家坝两座电站大部分机组于2013年投产，由此计算2016年所得税“三免”到期，2019年“三减半”到期
 - **因此，事前来看，从2016年2019年，公司几乎每年到期一个税收优惠，业绩下行压力非常大。但是从实际表现上，公司通过投资收益增长与财务费用节约，硬生生把业绩拉了上来，弥补了利空；等到了2020年，所有的税收优惠全部到期，业绩增长开始显现**

长江电力2016–2021年归母净利润以及利润表关键科目变化（亿元）

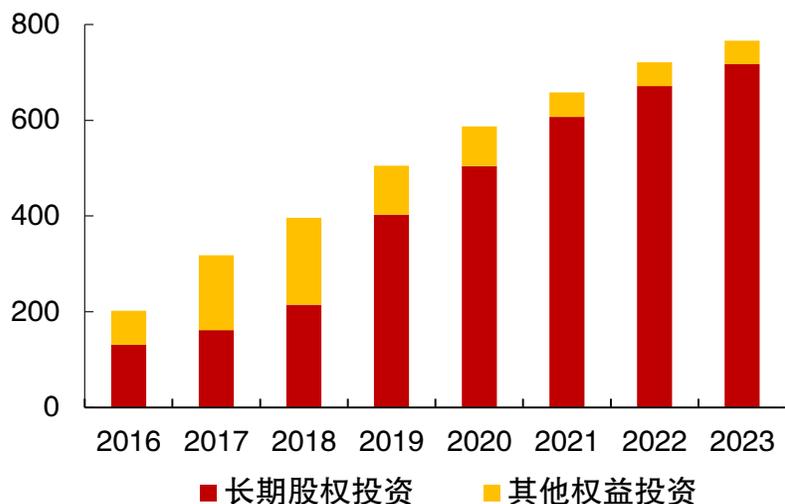
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	489.4	501.5	512.1	498.7	577.8	556.5
-财务费用	66.8	59	58.5	52.1	49.9	47.5
+投资收益	13.3	23.1	27.1	30.8	40.5	54.3
+其他收益		22.9	7.2	0	0.1	0
+营业外收入	29.1	0	0.1	0.3	0.5	0.3
-所得税	42.2	43.8	43.6	50.6	59.5	59.2
归母净利润	207.8	222.6	226.1	215.4	263	262.7

资料来源：公司公告，华源证券研究所

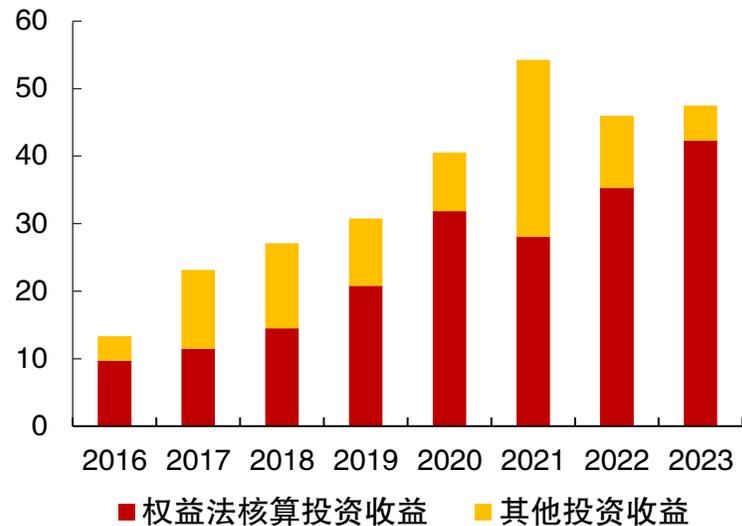
3.2 第二轮重估的本质是对现金流以及业绩稳定性的重估

- **内生增长的背后是强大的现金流管理能力。**从2016年开始，公司每年自由可支配现金（经营性现金流量净额-财务费用+取得投资收益收到的分红）整体在350亿元量级，而净利润只有200亿元量级，分红金额只有150亿元量级，其余现金全部用来偿还债务和股权投资
- 显然，单纯看股息率并没有给公司没分红的现金流估值，股权投资带来投资收益持续增长（尤其是权益法核算投资收益=所投公司归母净利润×持股比例），偿还债务带来财务费用持续下降
- 因此，我们分析长江电力2018年的超额收益，很大程度上是以市场大跌为契机，以公司业绩稳定性为信号，重新给没有分红的现金流定价。也就是说，**从2018年底开始，如果还以长江电力的股息率为锚做投资，就会经常感觉跟不上节奏**

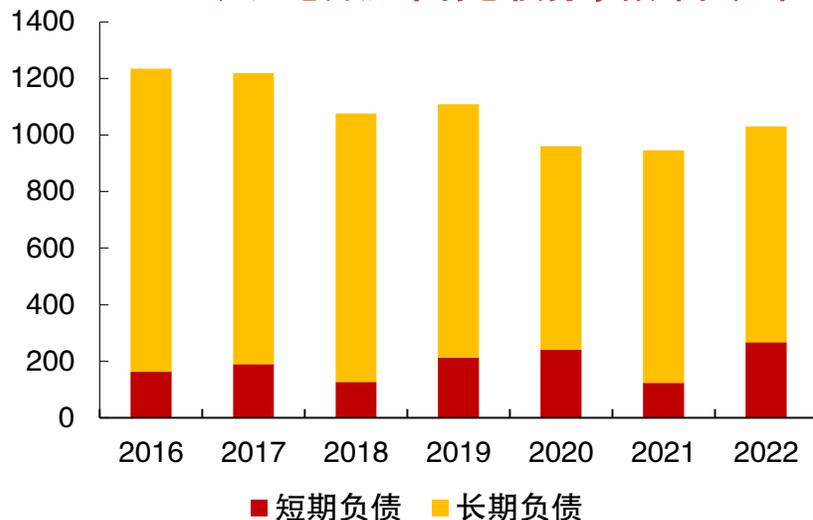
长江电力历年对外股权投资年底余额（亿元）



长江电力历年投资收益情况（亿元）



长江电力历年有息债务余额（亿元）



长江电力历年财务费用情况（亿元）



从金融学理论看2022年后的水电行情：全体A股业绩整体下修，水电业绩与宏观经济脱敏，享受了机会成本收窄的利好

- 威廉夏普的CAPM模型给出了个股折现率的定量表达，在均衡状态下，个股折现率由无风险利率 r_f 、市场平均预期回报 r_M 、市场波动率 σ_M^2 以及个股基本面与宏观经济的协方差 $\sigma_{i,M}$ 共同决定。**不同资产的折现率不同，归根结底是基本面与宏观经济的协方差 $\sigma_{i,M}$ 不同**
- 由于对宏观经济的预期不影响降雨，因此水电资产的协方差极低，业绩与宏观经济基本脱钩，在市场风险偏好较弱的背景下，可以很大程度上免疫市场整体风险溢价的扩张。因此，**2022年以来水电板块走出独立行情的原因并非高股息，而是低协方差资产重估**
- 单纯按照股息率筛选出的标的，股价走势并不理想，股息率高的公司可以“越来越高”，市场真正定价的是背后的现金流稳定性

CAPM模型的推导过程

对于任意股票（下面式①用下标 j 表示另一只股票），个股的风险溢价与其和市场协方差的比值都相等，都等于全市场平均的风险溢价（ $r_M - r_f$ ）与全市场方差 σ_M^2 的比值，即：

$$\frac{w_i \cdot (r_i - r_f)}{w_i \cdot \sigma_{i,M}} = \frac{w_j \cdot (r_j - r_f)}{w_j \cdot \sigma_{j,M}} = \frac{r_M - r_f}{\sigma_M^2} \quad \text{①}$$

将①式化简后，可得： $r_i = r_f + \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} \cdot (r_M - r_f)$ ②

定义 $\beta = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2}$ ，上式即可简化为 $r_i = r_f + \beta(r_M - r_f)$ ③

③式就是 CAPM 模型，**简单来说，协方差越低的资产越贵。**

长江电力与中证中信高股息策略指数涨幅对比



中证中信高股息策略指数 (931053.CSI) 编制方法：

从沪深 A 股中选取 80 只流动性好、盈利稳定且预期股息率较高的股票作为指数样本股，采用预期股息率调整市值加权。

按照一定标准剔除部分股票后，对剩余股票计算其预期股息率增加值并按降序排列，选取排名靠前的 80 只股票作为指数样本股。若上一期指数成份股在新一期指数成份股调整日处于停牌状态，则保留停牌股票同时选取预期股息率增加值最高的股票，使得样本股数量达到 80 只。

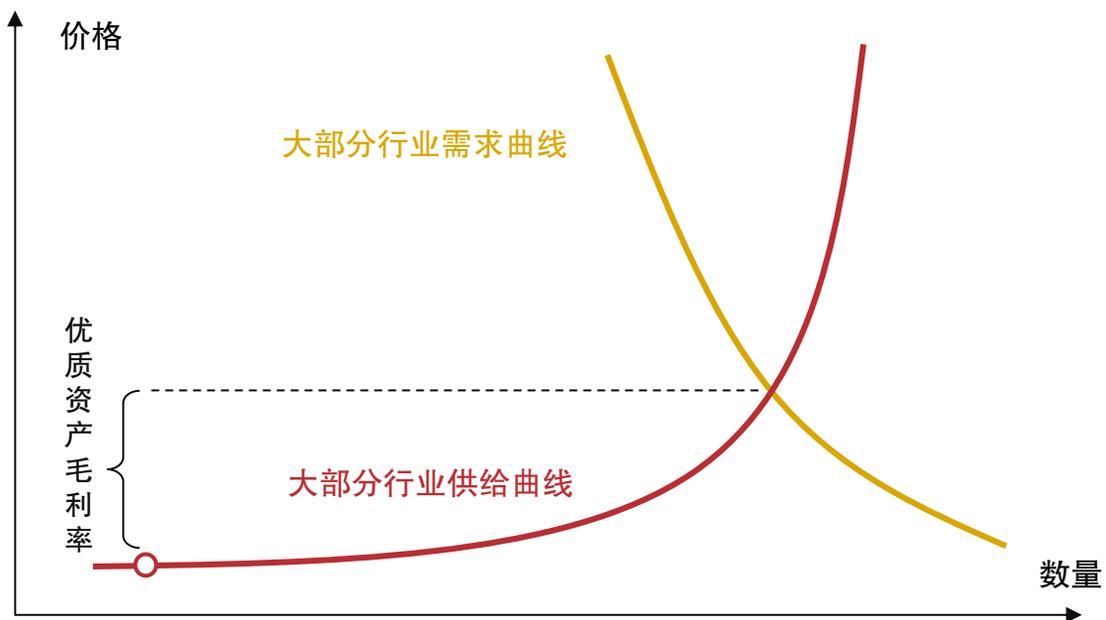


4.2 第三轮重估的本质是对商业模式的重估：级差地租的视角

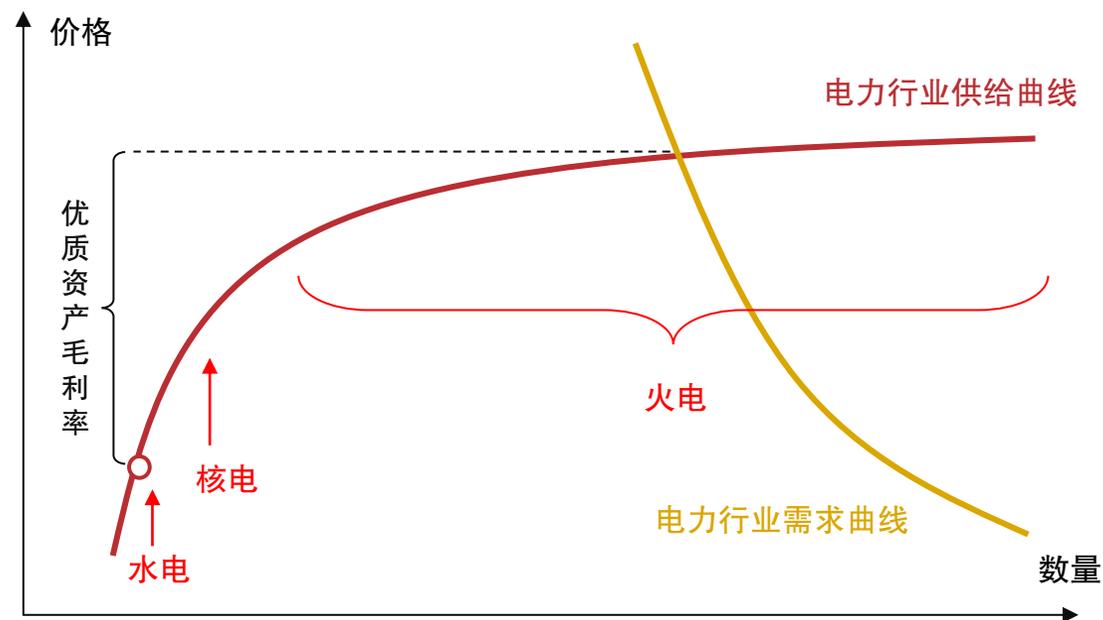
- **第三轮重估的本质是对商业模式的重估，长江电力的长期超额收益以及低协方差属性，其实就是一种级差地租**
 - 级差地租理论最早用于研究农业生产，由于土地的肥力与位置不同，在相同的劳动投入量下，优质土地耕种者的产出更高，因此单位生产成本低于社会平均成本，从而获得更多的利润。换言之，**多数低成本供给的存在支撑了少数低成本供给的超额收益**
 - 现实中，级差地租理论最早用于研究农业生产而非一般工业品，主要源于农业的三大特点：
 - ✓ 1) 终端商品同质化，市场化条件下最终售价一样（至少差别不大，不排斥通过市场化长协的方式让利）
 - ✓ 2) 生产成本差异化，成本梯度明显，且对行业成本曲线的形状有特殊要求（后文详细分析）
 - ✓ 3) 产出差异的重要来源是土壤肥力及地理位置，无法通过技术、管理、营销等人为因素抹平（本质是壁垒强度）
 - 因此，对于农业生产，优质土地的超额产出长期存在，差别只是土地产权和租赁合同带来的超额收益归属
- **对比可以发现，能源产品的生产函数与农产品具有较高的相似性，终端商品同质化以及自然资源禀赋差异化**
 - 在能源行业中，不同品种以及同品种内的不同资产收益率差别极大，相同的初始投资带来的实体回报乃至二级市场股价走势天壤之别
 - **能源行业的初始投资相当于一次性签订了非常长期的地租合约**。随着时代以及供需格局的变化，地租的公允价值水涨船高
 - 从传统能源中的煤矿、煤电、水电到新能源中的风电、光伏，不同能源品种之间均有可替代性，但是因为自然资源禀赋不同，生产成本存在显著差异，**少数低成本供给在收益率的绝对值（利差更大）和稳定性（销量受需求波动影响小）上同时占优**

- **级差地租概念比单纯的“护城河”或者“壁垒”概念更小，水电的超强稳定性还要归功于电力行业特殊的行业成本曲线**
 - 行业成本曲线陡峭是低成本公司获得超额收益的必要条件，但是对于大部分行业，规模优势导致了低成本供给是多数，高成本供给是少数，即行业成本曲线向上弯曲（二阶导为正），一方面少数很难为多数提供支撑，另一方面出清价格受需求曲线的位置影响极大
 - 电力行业则不然，决定成本高低的更多是电源类型本身的发电原理，由此导致了多数高成本供给（火电）与少数低成本供给（水电）的组合，行业成本曲线单调递增但向下弯曲（二阶导为负），使得行业需求量以及出清价格，对水电的发电量和毛利率影响都很小

大部分行业的供需曲线（规模优势导致多数低成本供给）



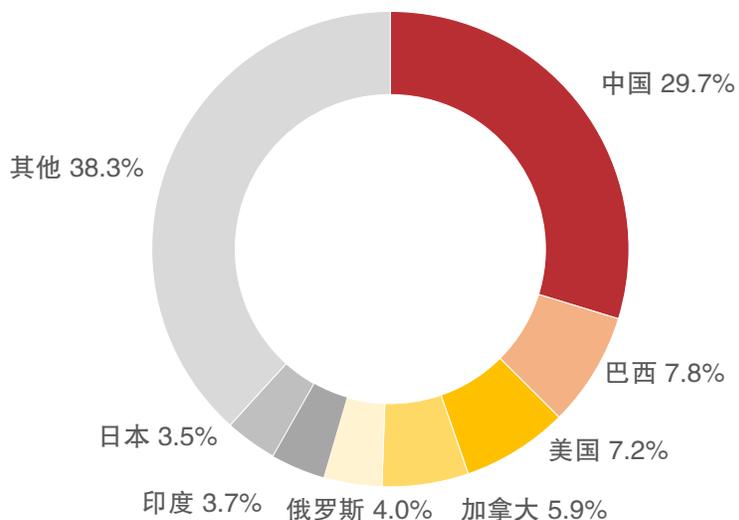
电力行业的供需曲线（资源禀赋导致少数低成本供给）



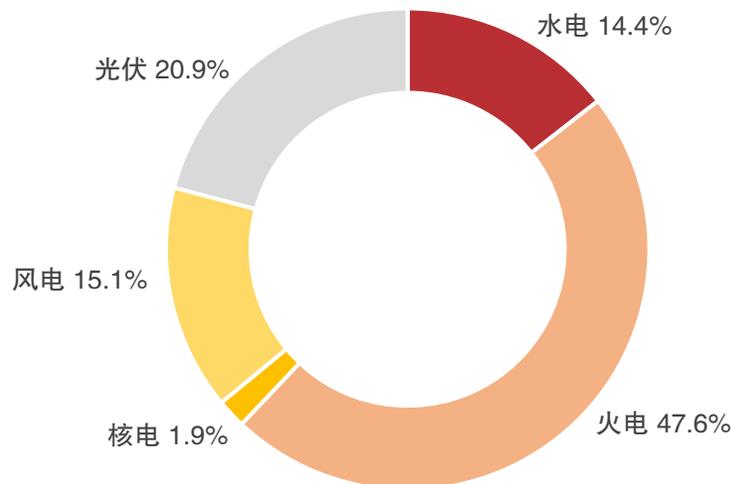
4.3 水电是电源结构中的少数 长江电力是优质资产同心圆的最中心

- 从电源结构上看，长江电力是标准的“小而美”公司，满足“终端同质化商品中的少数低成本供给”中的每一个定语
 - 低协方差的另一个必要条件是占比低，只有占比足够低才有可能获得避风港，巨无霸是无法躲在角落里的。水电作为当前最优质的电源，2023年底占我国总装机的比例仅有14.4%，质量最高的上市装机又是水电装机中很小的比例，而长江电力又是质量最高的水电上市公司
 - 因此，即便坐拥7000亿市值体量，长江电力仍然是标准的“小而美”公司。不仅如此，长江电力发电量外送全国多个省份，一对多外送拥有更多议价权，且在每一个省份中，长江电力都是少数低成本供给，市占率低于落地端省份几百亿市值量级的火电公司

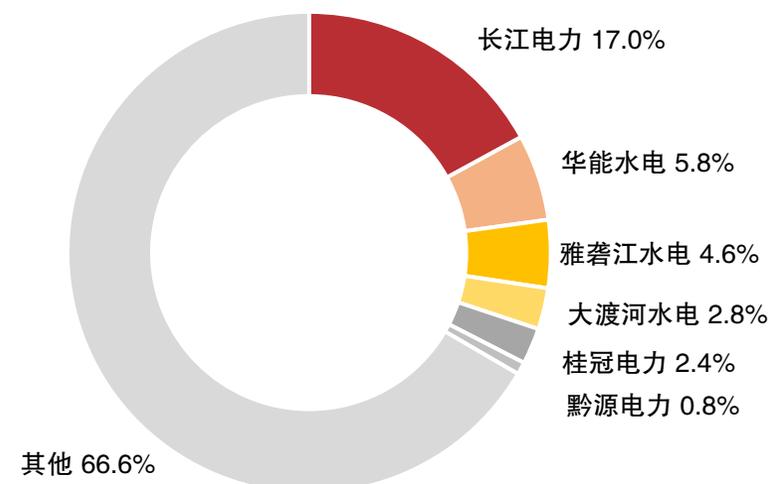
2023年底全球水电装机容量分布



2023年底我国电源装机容量构成



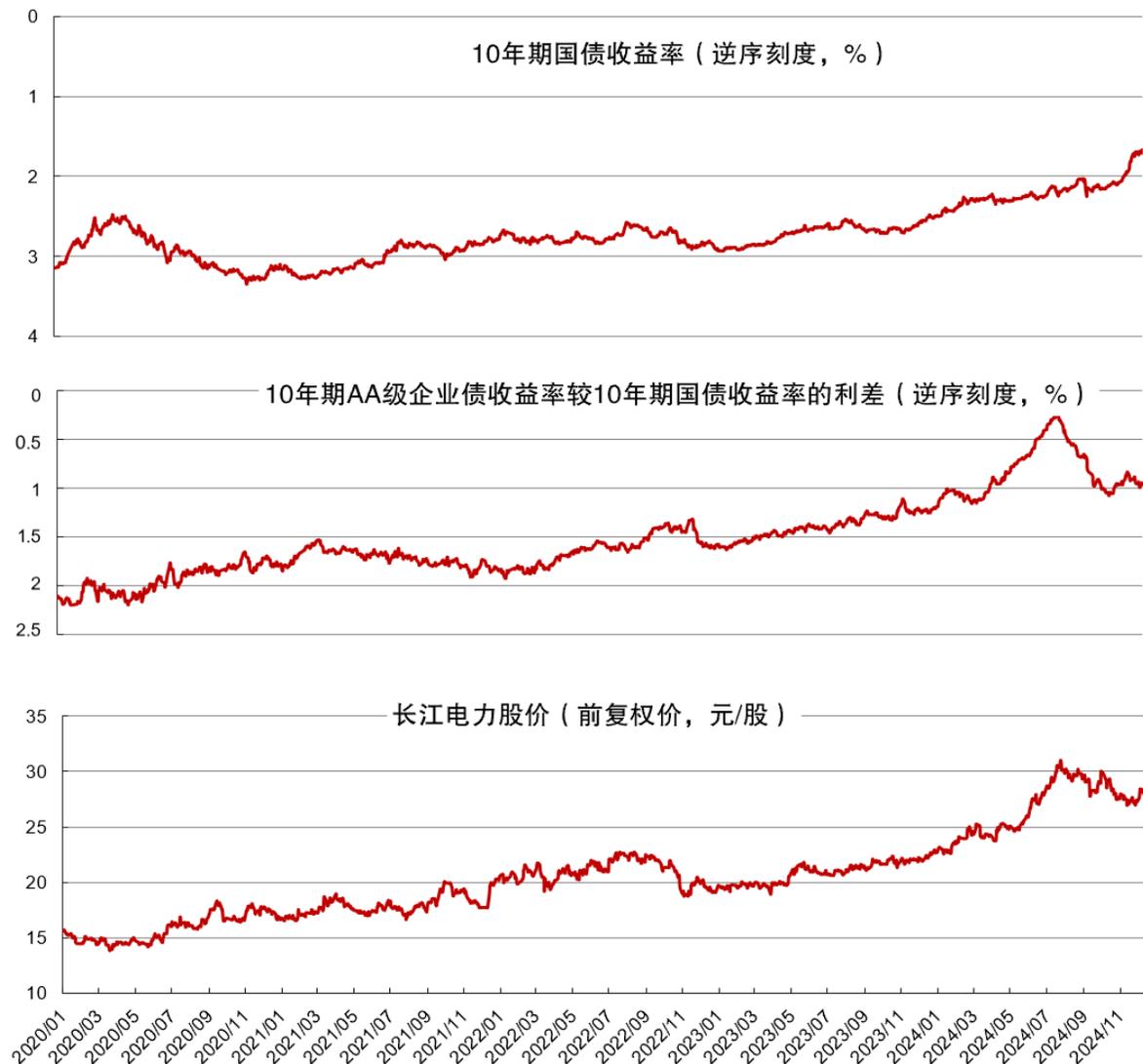
2023年底我国水电装机主体构成



资料来源：左图来自世界水利协会，中图来自中电联，右图来自上市公司公告，华源证券研究所

- 基于上述原因，随着市场认知的逐步加深，长江电力的属性越来越像债券，分母端成为主导因素，折现率下降带动估值提升
- 我们将公司的DCF模型隐含权益折现率（使用权益现金流倒算，而非直接使用股息率）分为三部分，分别为**无风险收益率、信用债收益率较无风险收益率的差值**（即10年期AA级企业债收益率减10年期国债收益率）以及**权益折现率较信用债收益率的差值**
- **三分法相比两分法的优势**：相比国债，水电可以视为分红金额不固定的超长久期信用债，其属性更贴近信用债而非国债。三个利差代表了不同维度的机会成本，第一项利差是纯粹机会成本、第二项利差是信用债风险的机会成本、第三项利差是类债资产的机会成本
- 相比短期的来水波动以及国债收益率，很显然，从实际股价表现来看，尤其2023年以来，**信用利差对长江电力股价波动的解释力度更强，国债收益率更多提供股价整体的向上动能**
- 公司2024年7月以来的回调，主要系信用利差走扩影响，一是在财政刺激政策预期下，信用债供给可能增加，二是权益市场回暖带来的债券机会成本提升。长期来看，随着逆全球化以及人口老龄化，长周期折现率下降仍然是水电最大的机会，水电具备长期配置价值

国债收益率、信用利差与长江电力股价走势

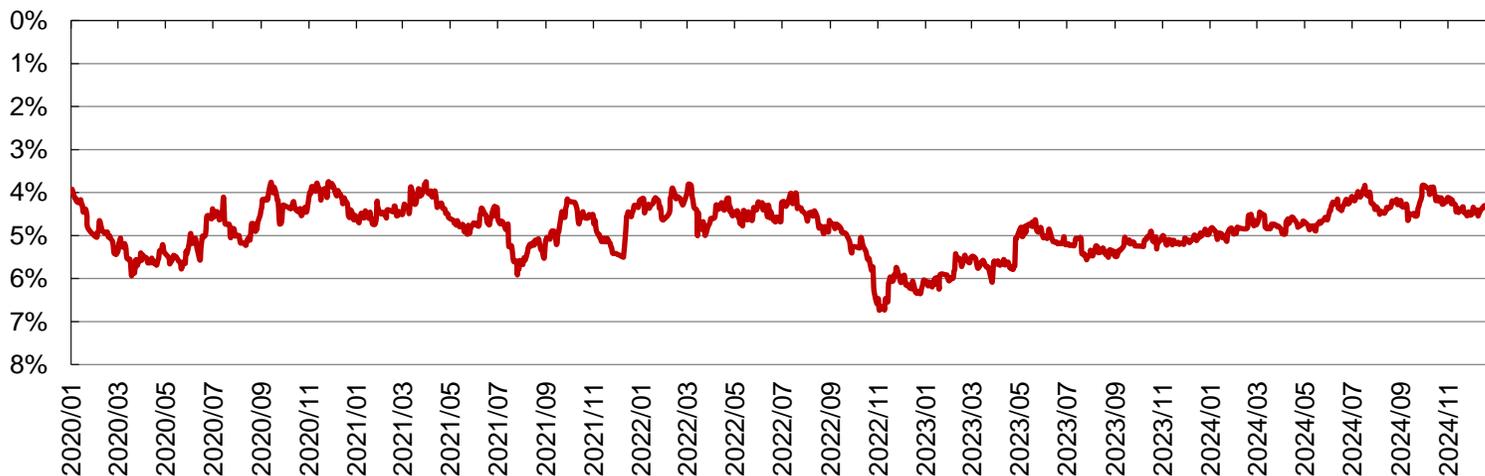


4.5 水电权益利差2023年以来趋势性收窄 但是仍未突破前低

■ 长江电力第三项利差影响因素较为综合，2020–2022年整体稳定，近两年持续收窄但是仍未突破前低，水电并未高估

- 从上述拆解来看，第三项利差，即通过DCF模型倒算的长江电力隐含折现率较10年期AA级企业债收益率的差值（计算方法见附注）在2020–2022年整体稳定，2023年以来持续收窄，而这恰恰是长江电力股价走势与前两项利差强相关的必要条件，三重利差形成共振
- 量级上看，第三项利差2020–2022年9月震荡中枢维持在4.0%–5.5%。2022年下半年利差急剧扩大一方面系市场整体低迷导致长江电力股价回调，但是该阶段并未跑输沪深300；另一方面2022年9月29日三峡集团前董事长曹广晶被“依法双开”，引发市场情绪波动
- 我们分析第三项利差走势与市场水电商业模式的认可、权益市场内部机会成本以及投资者结构变化有关，**近两年第三项利差持续收窄但仍未突破前低，从利差绝对值看水电并未高估。**目前市场环境今非昔比，前两项利差持续创新低，**从比例关系看第三项利差收窄空间极大。**在前两项利差合计5个百分点时，第三项利差4个百分点，当前前两项利差合计2.5个百分点，第三项利差仍然是4个百分点

2022年以来长江电力隐含折现率较10年期AA级企业债收益率的利差（逆序刻度）



资料来源：wind，华源证券研究所。考虑到长江电力近乎永续资产，2023年乌白资产注入后，隐含折现率直接使用500亿预期权益现金流除以市值。2023年之前虽然权益现金流仅有350亿元量级，但是已有乌白注入预期，我们按照2023年预期的500亿现金流，按照10%的预估年折现率，按日折现到2023年之前的时点，然后除以对应时点的市值，作为2023年之前的隐含折现率

2022年5月–12月长江电力与沪深300股价走势



资料来源：wind，华源证券研究所

4.6 一个重要的传导路径：险资与理财配置刚需下 资产荒的扩散

- **类债资产与真正债券之间的利差压缩，实际上是稳定收益型资产荒的扩散，并不依赖国债利率进一步下降，而是维持低位**
 - 在市场风险偏好较弱的背景下，居民资产搬家并没有带来权益资产的大时代，而是流向了低风险理财产品乃至分红储蓄险
 - 然而，无风险收益率下行、信用利差收窄以及权益市场的波动显著增加了银行理财以及保险资金的资产端收益率压力，近年来保险公司投资收益率持续下行。在负债相对刚性以及久期匹配的要求下，增加低风险、长久期权益资产配置成为了这类资金的一致选择
 - 本质是稳定收益型资产荒的扩散，从国债到信用债，再到类债权益资产，最终导致类债权益资产与真正债券之间的利差得以压缩。因此，**当前环境下，长江电力的股价上涨，并不完全依赖国债收益率进一步下降，而是只要维持低位，后两项利差就会逐级压缩**

表：上市险企近年投资收益率情况

	年平均十年国债收益率	净投资收益率	总投资收益率	超额收益-来自信用风险	超额收益-来自市场风险
	①	②	③	②-①	③-②
2014	4.16%	5.13%	5.59%	0.97%	0.46%
2015	3.37%	5.05%	7.21%	1.68%	2.16%
2016	2.86%	5.28%	5.04%	2.42%	-0.24%
2017	3.58%	5.30%	5.44%	1.72%	0.14%
2018	3.62%	4.94%	4.05%	1.32%	-0.89%
2019	3.18%	4.88%	5.61%	1.70%	0.73%
2020	2.94%	4.69%	5.73%	1.75%	1.04%
2021	3.03%	4.45%	5.15%	1.42%	0.70%
2022	2.77%	4.40%	3.74%	1.63%	-0.66%
2023	2.72%	3.84%	2.52%	1.12%	-1.32%

数据来源：公司公告，华源证券研究所。注：取中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险算数平均

保险资金用于股票和证券投资的金额



数据源：wind，华源证券研究所

4.7 折现率逻辑带来板块行情 展望未来我们建议关注资产本身

- 在折现率下降逻辑下，尤其是无风险利率与信用利差的变化对所有水电公司“一视同仁”，过去两年水电板块性行情明显。但是展望未来，随着宏观环境与竞争格局变化，**我们认为不同公司走势可能分化，建议更多关注资产本身，聚焦核心资产**
- 水电的最大优势是“终端同质化商品中的少数低成本供给”，但是水电板块内部仍有相对成本梯度，广义成本包括流域来水稳定性（影响从用户侧角度看的综合用电成本）、地理位置（影响输电成本）等。此外，竞争格局直接影响电力公司的谈判地位
 - **长江电力**：下游送电区域最为多元（见下表），白鹤滩、乌东德市场化程度较高，一对多外送使得公司整体电价安全性更高
 - **雅砻江水电（国投电力持股52%、川投能源持股48%）**：现有水电1920万千瓦，其中锦官电源组（1080万千瓦）中640万千瓦送江苏、200万千瓦送重庆，240万千瓦留四川；杨房沟150万千瓦外送江西，外送电源合计比例约为50%，电价受江苏电价签约结果影响
 - **华能水电**：根据云南电网2025年优先发电计划，2025年澜沧江下游电站送广东297.77亿千瓦时（普侨直流、楚穗直流等线路），澜沧江上游电站送广东200亿千瓦时。参考华能水电2023年上网电量1062亿千瓦时，外送占比接近50%，从机制上看，预计电价平稳

表：长江电力水电站外送通道及电量分配情况（万千瓦）

名称	送电区域	线路	输送容量	丰水期电量	枯水期电量
三峡	华中	500kV交流	900	广东50%	广东16%、华东32%、华中52%
	华东	宜都-华新、龙泉-政平、团林-枫泾、葛洲坝-南桥±500kV直流	1020	华东50%	
	南方电网	江陵-鹅城±500kV直流	300	重庆40亿千瓦时/年	
葛洲坝	华中、华东	10回220kV交流；6回500kV交流	-	华中、华东区域	
向家坝	四川、上海	复龙-奉贤线±800kV直流	640	上海100%	四川15%、云南15%、上海70%
溪洛渡	四川、浙江	宜宾-金华线±800kV直流	800	浙江50%	四川15%、云南15%
	南方电网	牛寨-从化±500kV直流	640	广东50%	浙江35%、广东35%
白鹤滩	江苏、浙江	白鹤滩-江苏、白鹤滩-浙江±800kV直流	2*800		
乌东德	广东、广西	6回500千伏交流+昆柳龙特高压	800		

资料来源：公司官网，华源证券研究所

■ 我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为328.2、346.6和362.7亿元，当前股价对应PE 22、20、19倍，维持“买入”评级。

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,778	8,508	8,698	8,762
应收票据及账款	8,522	7,410	7,575	7,631
预付账款	77	111	114	115
其他应收款	301	884	904	911
存货	587	700	722	723
其他流动资产	430	1,851	1,892	1,906
流动资产总计	17,695	19,464	19,905	20,048
长期股权投资	71,684	76,716	82,547	89,178
固定资产	445,626	439,573	433,231	426,599
在建工程	4,760	3,967	3,173	2,380
无形资产	23,782	19,750	15,714	11,673
长期待摊费用	39	19	0	0
其他非流动资产	8,358	8,314	8,270	8,227
非流动资产合计	554,248	548,339	542,936	538,057
资产总计	571,943	567,803	562,840	558,105
短期借款	53,985	73,352	66,900	62,254
应付票据及账款	1,336	1,341	1,382	1,385
其他流动负债	88,549	66,038	68,072	68,201
流动负债合计	143,871	140,730	136,354	131,840
长期借款	213,103	204,829	196,559	188,299
其他非流动负债	2,670	2,670	2,670	2,670
非流动负债合计	215,773	207,499	199,229	190,969
负债合计	359,644	348,229	335,584	322,808
股本	24,468	24,468	24,468	24,468
资本公积	63,491	63,491	63,491	63,491
留存收益	113,371	120,097	127,199	134,631
归属母公司权益	201,330	208,056	215,158	222,590
少数股东权益	10,969	11,518	12,099	12,706
股东权益合计	212,299	219,574	227,257	235,296
负债和股东权益合计	571,943	567,803	562,840	558,105

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	78,112	85,080	86,980	87,622
营业成本	32,943	34,728	35,809	35,870
税金及附加	1,602	1,758	1,798	1,811
销售费用	192	236	242	244
管理费用	1,363	1,787	1,827	1,840
研发费用	789	355	363	366
财务费用	12,556	10,920	10,205	9,591
资产减值损失	-42	-141	-144	-145
信用减值损失	-2	-12	-13	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,750	5,631	6,431	7,231
公允价值变动损益	-163	0	0	0
资产处置收益	6	-11	-11	-11
其他收益	5	4	4	4
营业利润	33,220	40,766	43,005	44,967
营业外收入	81	38	38	38
营业外支出	888	800	800	800
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	32,413	40,004	42,242	44,205
所得税	4,457	6,634	7,006	7,331
净利润	27,956	33,369	35,237	36,874
少数股东损益	717	549	580	607
归属母公司股东净利润	27,239	32,820	34,657	36,267
EPS(元)	1.11	1.34	1.42	1.48

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	27,956	29,313	30,513	31,483
折旧与摊销	19,213	20,940	21,235	21,510
财务费用	12,556	10,920	10,205	9,591
投资损失	-4,750	-5,631	-6,431	-7,231
营运资金变动	9,293	-23,548	1,826	53
其他经营现金流	450	4,873	5,673	6,473
经营性现金净流量	64,719	36,867	63,020	61,879
投资性现金净流量	-12,806	-10,217	-10,350	-10,482
筹资性现金净流量	-54,802	-25,921	-52,481	-51,332
现金流量净额	-2,862	730	190	64

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	50.04%	8.92%	2.23%	0.74%
营业利润增长率	23.33%	22.71%	5.49%	4.56%
归母净利润增长率	27.83%	20.49%	5.60%	4.65%
经营现金流增长率	109.36%	-43.03%	70.94%	-1.81%
盈利能力				
毛利率	57.83%	59.18%	58.83%	59.06%
净利率	35.79%	39.22%	40.51%	42.08%
ROE	13.53%	15.77%	16.11%	16.29%
ROA	4.76%	5.78%	6.16%	6.50%
ROIC	13.50%	9.14%	9.05%	9.42%
估值倍数				
P/E	25.91	21.50	20.36	19.46
P/S	9.03	8.29	8.11	8.05
P/B	3.51	3.39	3.28	3.17
股息率	2.84%	3.70%	3.90%	4.09%
EV/EBITDA	13	14	13	13



风险提示：

- 1) 收益率受到利率环境的影响，包括无风险利率、信用利差以及权益市场的机会成本，折现率是公司估值最重要的因素；
- 2) 短期来水存在不确定性，虽然长期看，来水波动对水电公司股价影响很小，但是短期可能引发交易性冲击；
- 3) 非权益法核算的金融资产股价发生大幅波动；
- 4) 电价政策出现不利调整，政策风险很难量化，但是对于公用事业公司，电价机制以及监管层态度对权益资产投资价值影响较大



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）。