

2026年07月05日

## 关注来水与利差走势 重申水电中长期配置价值

### ——水电行业点评

投资评级：看好（维持）

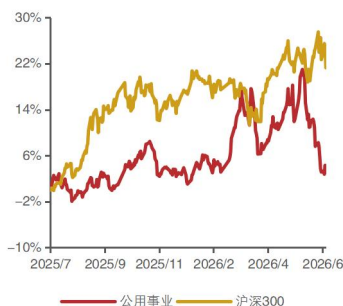
#### 证券分析师

查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com  
刘孝宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
邓思平  
SAC: S1350524070003  
dengsiping@huayuanstock.com

#### 联系人

秦雨茁  
qinyuzhuo@huayuanstock.com

#### 板块表现：



#### 投资要点：

- **2026年以来长江上游、清江、红水河等流域来水偏丰，预计汛期南方地区降水偏多。**截至7月2日，长江电力长江上游三峡、金沙江下游溪洛渡、向家坝水电站平均入库流量同比分别+27.26%、-13.76%、+2.59%；国投电力/川投能源雅砻江流域锦屏一级、官地、二滩水电站平均入库流量分别同比-22.47%、-15.15%、-14.65%；国电电力大渡河流域猴子岩、大岗山、瀑布沟水电站平均入库流量分别同比-5.23%、-5.14%、-2.03%；湖北能源清江流域水布垭水电站平均入库流量同比+92.50%；桂冠电力红水河流域龙滩水电站平均入库流量同比+75.23%。
- 根据世界气象组织（WMO）和美国国家海洋和大气管理局（NOAA）的测算，今年6-8月发生厄尔尼诺事件的可能性为80%，且有25%的概率发展为极强厄尔尼诺。历史统计数据表明，在厄尔尼诺发展年，易出现我国长江以南地区夏秋季降水较常年偏多、全国大部气温偏高的情况。根据国家气候中心发布的2026年主汛期气候趋势预测，预计今年主汛期（6月至8月）我国东部地区有南北两条多雨带，长江中游降水明显偏少。预计2026年汛期长江上游正常，长江中下游正常偏少，澜沧江上游及云南省内降水偏多，四川西部降水偏多，雅砻江、大渡河来水或偏多。
- **期待沿海省份电价回升，水电外送电价有望受益。**水电跨省送电电价参考受电省份市场化电价浮动，近年来沿海省份年度长协电价持续下行，但展望后续，一方面在厄尔尼诺预期下，夏季高温需求或为月度及现货电价上涨提供动力，同时部分沿海省份火电业绩压力或为年底电价谈判提供支撑，2027年沿海省份年度长协电价有望回升，水电外送电价有望受益，或将抬高业绩预期。
- **大渡河流域迎来投产周期，关注雅砻江、金沙江流域装机成长性。**大渡河流域干流规划推荐三库22级开发方案，总装机容量2340万千瓦，截至2025年9月末投产水电装机1173.56万千瓦，在建装机424万千瓦，规划装机226万千瓦，预计2025年起双江口、金川、枕头坝二级、沙坪一级水电站陆续投产。截至2025年年底，雅砻江水电站核准及在建水电装机372万千瓦，全流域可开发水电装机3000万千瓦，目前仅投产1920万千瓦，待开发水电装机超过7GW。金沙江上段规划总装机约为1400万千瓦，金沙江中游规划总装机约2200万千瓦，截至2025年底上游与中游已投产20GW（2025年投产3GW），在建7.4GW预计“十五五”投产，剩余9GW待开发。
- **重申水电的长期配置价值：稀缺性长久期稳定资产，在高波动市场下的看涨期权。**2023年以来，我国整个水电板块迎来一轮加速上涨，我们认为不能完全归因于无风险收益率的下降，更重要的因素是在资本市场整体高波动背景下，市场对以水电为代表的“低协方差”资产的重估，即对波动性的重新定价，水电由于其相对更强的商业模式稳定性、业绩可预测性，获得了风险溢价的降低。站在当前时点，我们强调水电的投资机遇需要关注的是两个底层逻辑，其一是水电商业模式与政策环境的稳定性，没有变化就是最好的结果，任何变化都可能导致折现率上行，无论正负；其二是资本市场的整体波动性，相当于水电个股的机会成本。随着近期A股市场整体估值水平的提升，水电等稳定现金流资产的长期性价比反而提升，逐步进入布局时点。
- **长江电力当前权益利差位于高位，较上一次股价高点隐含回报率提升1.01pct。**我们将长江电力的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。当前无风险收益率上行空间有限,权益利差为2024年7月至今高位,当前较上一次长江电力股价高点(2025/6/26)隐含回报率提升1.01pct。

- **投资分析意见:** 1) 当前权益利差位于高位,隐含回报率提升,推荐:长江电力; 2) 2026年部分流域来水偏丰,推荐:华能水电、黔源电力、桂冠电力、湖北能源; 3) 关注雅砻江、大渡河等流域水电装机成长性,推荐:国电电力、国投电力、川投能源。
- **风险提示:** 短期来水存在不确定性,电价不及预期,收益率受到利率环境的影响等。

## 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股市场基准为沪深300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。