

 投资评级:买入（首次）

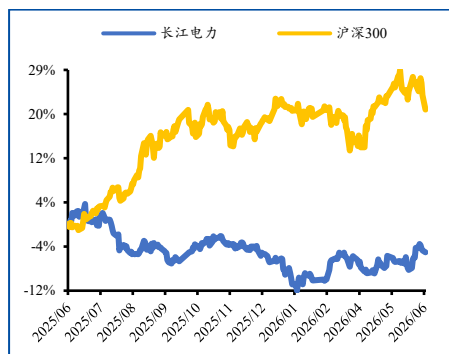
核心观点

基本数据

2026-06-08

收盘价（元）	27.51
流通股本（亿股）	244.68
每股净资产（元）	9.31
总股本（亿股）	244.68

最近 12 月市场表现



分析师 严家源

SAC 证书编号：S0160525110004
yanjy@ctsec.com

联系人 罗鑫

luoxin@ctsec.com

相关报告

- 《全年发电量同比+7.11%，重视大水电配置价值》 2025-01-10
- 《Q1-3 利润同比+30%，水电龙头业绩再创新高》 2024-11-03
- 《大水电业务量利双增，经营业绩再创新高》 2024-09-07

- ❖ **水资源禀赋与电站调度运营能力，决定了水电公司的规模与稳健：**水电站所在流域的气候、地形等自然条件禀赋是决定来水多少、波动大小的核心因素。但是，即便一座水电站占据最高流量的河流，也无法避免丰枯交替的周期波动，而平抑这种来水波动，只能依靠电站的调度运营能力，尤其是上下游的一体化运营调度。
- ❖ **强壁垒筑就全球最大水电企业：**目前公司运营管理了乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝六座梯级电站，形成了世界最大的“清洁能源走廊”。这种水能资源优势具备稀缺性与天然垄断性，无法被同行业公司所复制，筑就了牢不可破的竞争壁垒，同时也映射到公司的收入、盈利中。
- ❖ **投资收益、扩机增容等带来多元成长性：**水电行业发展已经步入成熟阶段，在大电站资产注入可能性较小的情况下，公司未来成长性来自：第一，扩机增容进一步提升总装机容量和发电能力；第二，折旧年限到期释放利润增长空间；第三，对外投资收益贡献比重较高；第四，公司市场化交易电量比重偏低，提升潜力更大。
- ❖ **丰厚的息差收益带来红利资产的价值重估：**分红估值范式下 2023-2025 年息差中枢为 1.35，假设息差收缩到此，低利率保持在 1.8-2%，则股息率预计继续回落到 3.1-3.3%，对应每股分红 1.02 元的合理股价为 30.6-32.5 元。
- ❖ **投资建议：**我们预计 2026-2028 年公司总营业收入分别为 864.70、896.61、890.68 亿元，对应的归母净利润分别为 355.11、371.32、371.34 亿元，同比增长 2.9%、4.6%、0.0%。对应的 EPS 分别为 1.45、1.52、1.52 元。目前公司 2026-2028 年 PE 分别为 19.0/18.2/18.2 倍，略高于行业平均。考虑到公司是全球最大的水电上市企业，公司具备一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**极端气候变化导致来水波动，电力市场化改革导致电价调整，国际政治局势变动影响投资收益。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	84,492	86,242	86,470	89,661	89,068
收入增长率（%）	8.1	2.1	0.3	3.7	-0.7
归母净利润（百万元）	32,496	34,503	35,511	37,132	37,134
净利润增长率（%）	19.3	6.2	2.9	4.6	0.0
EPS（元）	1.33	1.41	1.45	1.52	1.52
PE	22.2	19.3	19.0	18.2	18.2
ROE（%）	15.4	15.6	14.7	14.1	13.1
PB	3.4	3.0	2.8	2.6	2.4

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 06 月 08 日收盘价计算）

内容目录

1 水电公司的核心竞争力是什么.....	5
1.1 水电行业的收入来源.....	5
1.2 水电行业的核心竞争力.....	6
2 长江电力基本情况.....	7
3 公司的强壁垒在业绩中得到验证.....	8
3.1 核心竞争力得到验证.....	8
3.2 现有壁垒适用于横向业务拓展与纵向一体化吗？.....	10
3.2.1 水风光储一体化平台发展.....	11
3.2.2 下游配售电业务延伸.....	11
3.2.3 抽水蓄能.....	12
4 公司的成长来自哪里？.....	13
4.1 扩机增容提升装机容量和发电能力.....	13
4.2 机组设备折旧：折旧到期带来利润释放.....	13
4.3 对外投资收益：平滑业绩的重要手段.....	14
4.4 市场化电价逐步完善.....	15
4.5 高股息资产的配置首选.....	16
4.5.1 当前预期股息率处于历史较低分位数位置.....	16
4.5.2 丰厚的息差收益带来红利资产的价值重估.....	17
4.5.3 长线资金配置股票的目标股息率.....	18
5 盈利预测与估值.....	19
6 风险提示.....	21

图表目录

图 1：水力发电原理.....	5
图 2：调节性水电站.....	5
图 3：联合调度可以减少弃水.....	6
图 4：联合调度可以抬高水头.....	6
图 5：公司六座梯级电站.....	7
图 6：公司装机容量与发电量.....	7
图 7：公司资产注入过程.....	7
图 8：公司发展历程.....	8

图 9: 公司实控人为国资委	8
图 10: 三峡集团业务体系	8
图 11: 我国水能资源分布图	9
图 12: 我国十三大水电基地分布	9
图 13: 全球十二大水电站装机容量	9
图 14: 公司梯级电站发电量	9
图 15: 公司利润增速波动最小	10
图 16: 公司收入随发电量稳定增长	10
图 17: 公司毛利率稳定高于其他公司	10
图 18: 金沙江下游是我国南方光照条件最佳地区	11
图 19: 金沙江下游是我国南方地区内陆风能最佳地区之一	11
图 20: 公司配售电业务战略布局	12
图 21: 公司增量配网工程	12
图 22: 抽水电站运行原理	12
图 23: 公司下属抽水蓄能电站	12
图 24: 公司各类固定资产占比	13
图 25: 公司主要固定资产已计提折旧比例	13
图 26: 公司 2019-2025 年固定资产折旧结构情况	14
图 27: 公司部分参股上市公司	15
图 28: 长江流域水电站拓扑图以及公司电量落地端参股公司情况	15
图 29: 历年投资收益贡献	15
图 30: 历年投资收益变化	15
图 31: 公司受电省份	16
图 32: 公司水电电价变化（单位：元/kWh）	16
图 33: 公司股息率复盘（左轴为年均价，单位：元/股；右轴为每股分红，单位：元）	17
图 34: 公司息差收益复盘	18
图 35: 当前长端利率与公司股价变化（单位：右轴收盘价为元/股，左轴 10 年国债收益率为%）	18
图 36: 寿险产品预定利率上限	19
图 37: 2025 上半年度上市寿险公司 ROEV	19
表 1: 公司固定资产折旧方法	13
表 2: 水利水电工程使用年限（单位：年）	14
表 3: 公司盈利预测	20

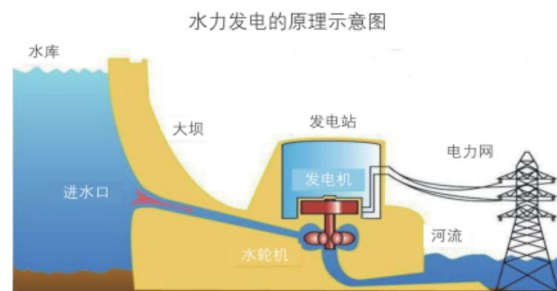
表 4: 可比公司估值	21
-------------------	----

1 水电公司的核心竞争力是什么

1.1 水电行业的收入来源

水电行业的收入来源是发电量×上网电价。发电量是通过水轮机的流量、水库上下游的水位差、水轮机发电效率的函数，其中发电效率衡量水能转化为电能的效率，视为常数，因此水电发电量取决于流量与水头。水头是上下游的水位差，对于发电量的变化起到放大作用，也就说低流量导致水电发电量同比下降时，低水头会放大这个降幅。

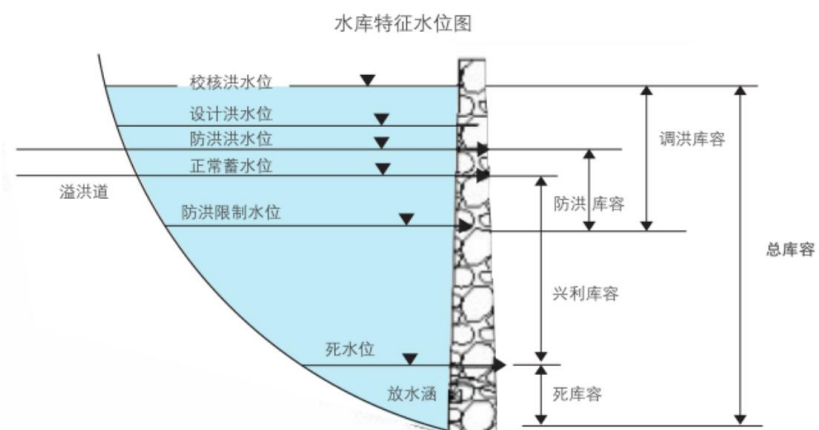
图1: 水力发电原理



数据来源：《长江电力价值手册 2022 版》，财通证券研究所

流量是决定发电量的核心变量，取决于来水情况。来水具有丰枯交替的变化规律，也就是在年内存在季节性效应，例如长江流域汛期一般是 5-10 月，枯水期一般是 11 月-次年 4 月，年内的丰枯由东亚季风气候影响；年际变化存在 2-4 年的周期交替，背后是厄尔尼诺与拉尼娜现象的周期变化。此外，来水的波动性会导致水电站在汛期洪水来临时发生弃水，因此如果具备调节能力的水库将汛期的多余的水量存蓄起来，用以提高枯水期的流量，也会增加电站发电量。因此，调节性水电站的调节库容通过平滑来水波动，影响发电量。

图2: 调节性水电站

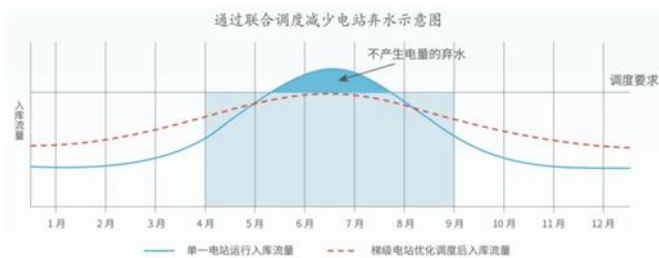


数据来源：《长江电力价值手册 2022 版》，财通证券研究所

对于上下游水库，丰水期上游水库的出库流量超过了下游水电站的过流能力，只能开闸泄洪，发生弃水。此时上游水库若能够拦蓄部分水量，下游水库就不会出现弃水；同时等到来水减少时逐步释放蓄水量，会使得所有来水都会通过下游电

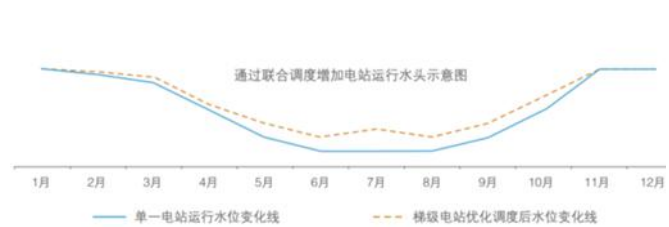
站，实现增发下游电量的效果。此外，丰水期上游水库的削峰填谷也会抬升下游水库的水头，实现梯级水头补偿的效果，提升发电量。因此，梯级电站联合调度能力也是影响水电站发电量的因素。

图3: 联合调度可以减少弃水



数据来源：《长江电力价值手册 2022 版》，财通证券研究所

图4: 联合调度可以抬高水头



数据来源：《长江电力价值手册 2022 版》，财通证券研究所

1.2 水电行业的核心竞争力

（1）水电站的资源禀赋好坏，决定了水电公司能够做多大。

一座水电站的来水情况是所在流域的气候水文条件决定的。水电站所在流域的降雨量大、持续时间长、覆盖范围广，来水就偏丰；反之，则偏枯。对于河流源头是高原地区的水电站，积雪融水是重要的流量来源，对于枯水期向丰水期的过渡补给、降低来水波动具有有益作用。此外，水电站控制的流域面积越大，汇集的流水就越多。上游地形越陡峭，坡度越大，水流汇集的速度就越快。因此，水电站所在流域的气候、地形等自然条件禀赋是决定来水多少、波动大小的核心因素，也就是说谁拥有流量更大的河流，占据更好的水坝位置，谁的资源禀赋就越优厚，谁的装机容量就越大，利用小时数也越多。

（2）水电站的流域一体化调度运营能力，决定了水电公司能够多稳健。

即便一座水电站占据最高流量的河流，也无法避免丰枯交替的周期波动，这也是自然资源禀赋带来的。如何平抑这种来水波动，只能依靠电站的调度运营能力，尤其是上下游的一体化运营调度，可以帮助水电公司实现 $1+1>2$ 的效果。而且，这种一体化调度能力的获得依靠政府的特许经营，一经获得同样具备很强的稀缺性。

（3）资源禀赋仍是水风光储一体化的壁垒，但不是抽水蓄能与配售电业务的壁垒。

水电开发进入成熟阶段后，装机容量的大幅提升不再持续，纵向一体化或者横向拓展成平台型企业成为必然选择。但是自然资源带来的核心竞争力很难拓展到其他业务中去，逆向来看的话，一旦做成也将获得市场的更大认可。

目前水电公司的横向拓展方向是水风光储一体化，从单一的水电站拓展为清洁能源综合运营平台。对于水电公司而言，这种横向拓展是向下兼容，因为风力、光伏发电时间分布不稳定，可以在风力、光照充足时间通过风光发电，而在其余时间通过水电站发电，以实现互补协调。这对于风光电公司而言很难做到。对于水电公司自身而言，这种横向业务拓展，同样需要光照、风力资源禀赋，水电站所在流域的太阳能、风能资源越丰富优质，距离越近，协同效应也就越大。

目前水电公司的纵向一体化是往下游延伸至配电、售电业务，但是这面临着先发公司输配电网络自然垄断的进入难题，很难新建配电网络。不难推出，纵向一体化比横向拓展更加困难。

2 长江电力基本情况

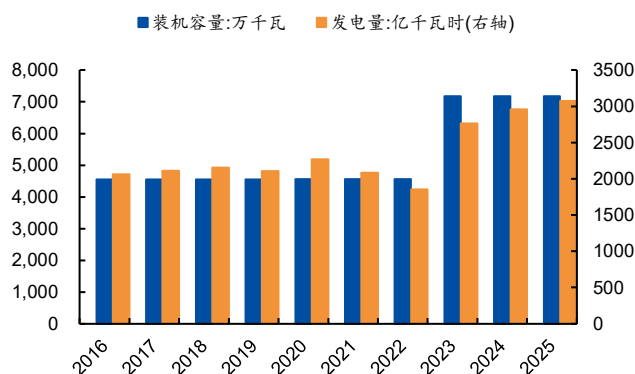
长江电力以大型水电运营为主要业务，是全球最大的水电上市公司。公司主要从事水力发电、投融资、抽水蓄能、智慧综合能源、新能源和配售电等业务，经营区域覆盖中国、秘鲁、巴西、巴基斯坦等多个国家，是中国最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司。目前公司运营管理了乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝六座梯级电站，形成了世界最大的“清洁能源走廊”。截止 2025 年，水电总装机容量 7179.5 万千瓦，其中，国内水电装机 7169.5 万千瓦，占全国水电装机的 16%，远超其他发电企业。

图5: 公司六座梯级电站



数据来源:《长江电力价值手册 2026 版》, 财通证券研究所

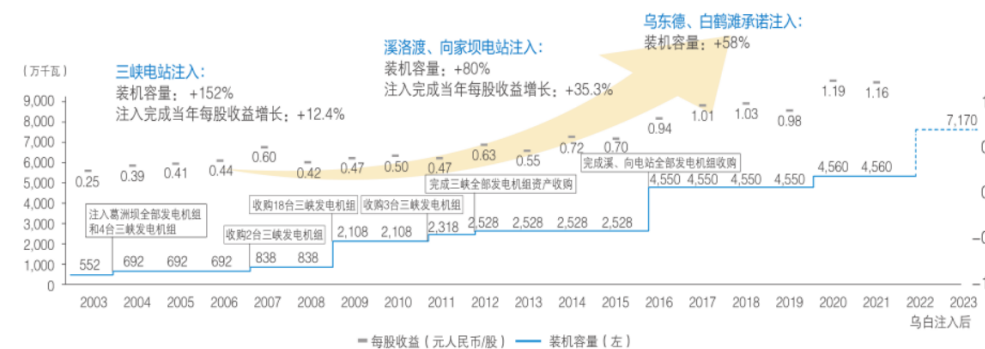
图6: 公司装机容量与发电量



数据来源: Wind, 财通证券研究所

公司水力发电发展历程来看，2003 年注入葛洲坝全部机组与 4 台三峡发电机组，彼时装机容量为 552 万千瓦。2009 年，收购 18 台三峡发电机组资产，装机总量达到 2108 万千瓦。2012 年，收购三峡全部发电机组资产，装机总量达到 2528 万千瓦。2016 年，三峡集团将溪洛渡、向家坝两座电站注入上市公司，公司旗下电站由 2 座变成 4 座，装机容量达到 4550 万千瓦。2023 年，公司收购云川公司，完成乌东德、白鹤滩电站发电资产注入，实现 6 座梯级电站联合调度格局。同时，国内水电装机容量由 4549.5 万千瓦增至 7169.5 万千瓦，增长 58%。

图7: 公司资产注入过程



8

我国水能资源分布集中在西南地区，以四川与云南为主，划分为 9 大流域片区，13 大水电基地，归属于不同发电集团开发运营。因此，不同开发主体的资源禀赋优劣也就不同，进而竞争力也就存在差异。

图11: 我国水能资源分布图

地区	水能蕴藏量			可开发的水能资源		
	装机容量 (MW)	年发电量 (亿 kWh)	占全国比重 (%)	装机容量 (MW)	年发电量 (亿 kWh)	占全国比重 (%)
华北	12,299	1,077	1.8	692	232	1.2
东北	12,127	1,062	1.8	1,199	384	2.0
华东	30,049	2,632	4.4	1,790	688	3.6
中南	64,084	5,614	9.5	6,743	2,974	15.5
西南	473,312	41,462	70.0	23,234	13,050	67.8
西北	84,177	7,374	12.5	4,194	1,905	9.9
全国	676,047	59,222	100.0	37,853	19,233	100.0

数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

图12: 我国十三大水电基地分布

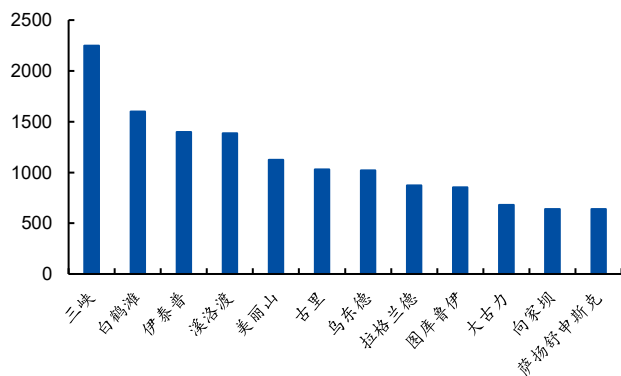


数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

金沙江与长江上游年径流量、水位落差远超其他河流片区，水能资源最为丰富。相比而言，长江流域片区年径流量 9513 亿立方米，远高于西南诸河片区等其他流域，流量情况十分理想。尤其金沙江段天然落差最高，达到 5100 米，蕴含的水能资源也就更多。水能资源的丰富意味着可开发更高的装机容量，金沙江段规划装机容量达到 7209 万千瓦，远超其他河流流域。因此，公司占据的长江干流流域，蕴含了最多的水电资源，更加适合大型水电站建设。

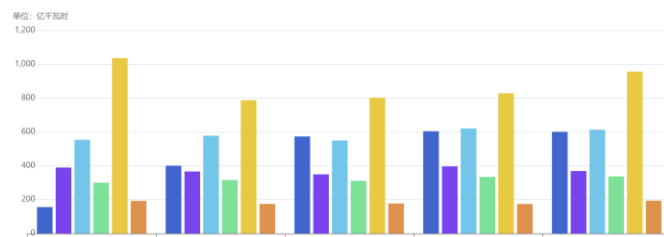
装机规模与发电量远超其他电站，水电资产最为优质。主要公司水电站资产中，公司拥有的 6 座梯级电站合计装机容量达到 7169.5 万千瓦，远超华能水电 2811.6 万千瓦（仅水电部分）。除葛洲坝外，其余 5 座均位列世界 12 大水电站中，装机容量优势不仅领先国内同行，同样国际优势十分明显。2025 年 6 座梯级电站发电量分布为，三峡电站发电量 957.15 亿千瓦时，占比 31.2%；溪洛渡电站发电量 613.56 亿千瓦时，占比 20.0%；白鹤滩电站发电量 601.04 亿千瓦时，占比 19.6%；乌东德电站发电量 369.18 亿千瓦时，占比 12.0%；向家坝电站发电量 337.21 亿千瓦时，占比 11.0%；葛洲坝电站发电量 193.81 亿千瓦时，占比 6.3%。

图13: 全球十二大水电站装机容量



数据来源: 三峡集团《2022 年可持续发展报告》, 财通证券研究所

图14: 公司梯级电站发电量

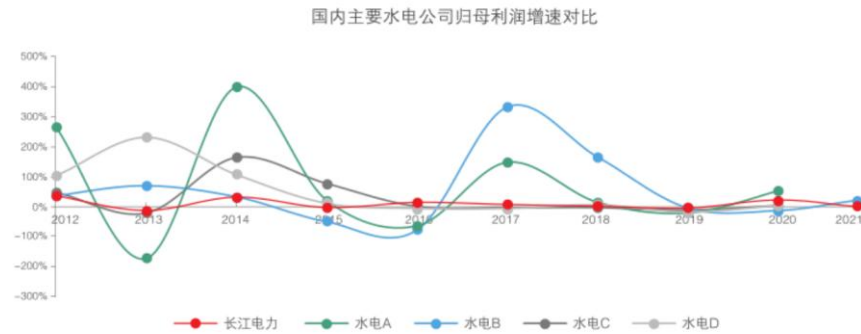


数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

六库联调优势对于稳定业绩作用明显。独占长江干流 6 座大电站资源赋予了公司规模优势，而 6 座梯级电站的联合调度则平抑了来水波动对业绩的影响。此前，2015 年公司在实施溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝 4 座电站联合调度后节水增发电量 115.4 亿千瓦时，在实施六库联调后节水增发电量效果更加明显。与公司相

比，澜沧江流域流量规模小，同时受制于国际公约影响，导致华能水电联合调度能力不及公司；其他流域电站则开发权不够统一，也影响了联合调度能力。六库联调对业绩稳定的积极影响映射到业绩来看，公司相较其他发电公司，具有更加稳定的毛利率与利润波动水平。

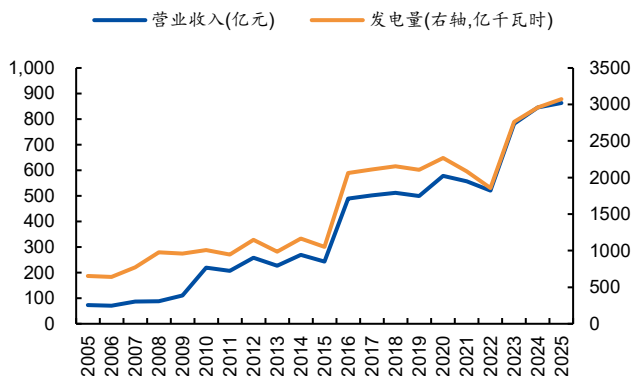
图15: 公司利润增速波动最小



数据来源：《长江电力价值手册 2022 版》，财通证券研究所

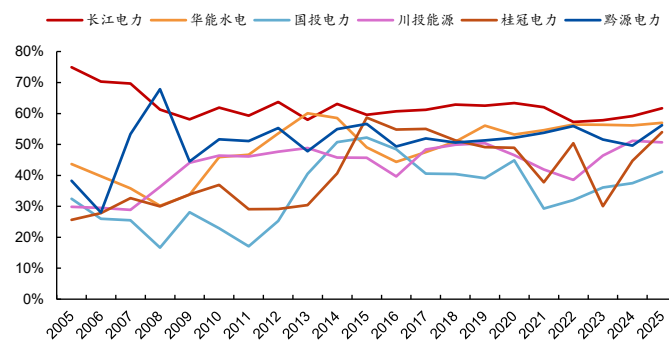
资源禀赋壁垒得到证明。公司拥有的水能资源优势具备稀缺性与天然垄断性，无法被同行业公司所复制，因此筑就了牢不可破的竞争壁垒。同时，国家给与的特许经营权，保证了竞争优势的长期稳定。坚固的竞争壁垒必然会映射到公司的收入、盈利中，一方面公司自身的业绩会随装机量、发电量稳定增长，另一方面公司的业绩不会因为同行业对手的资产的改善而出现下滑。可以看到，公司营业收入伴随着优质电站资产的注入呈现阶梯增长的特征，而且毛利率水平长期稳定高于其他发电公司，体现了壁垒的厚度以及衍生而来的规模效应。

图16: 公司收入随发电量稳定增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

图17: 公司毛利率稳定高于其他公司



数据来源：Wind，财通证券研究所

3.2 现有壁垒适用于横向业务拓展与纵向一体化吗？

优质的资源禀赋与特许经营权帮助公司在过去 20 多年间实现了净利润的跃迁增长，成长为全球最大的水电上市公司。然而水电行业发展已经步入成熟阶段，未来公司大电站资产注入可能性较小。现有竞争优势能否适用于横向业务的拓展，帮助公司成长为平台型公司，值得分析。

3.2.1 水风光储一体化平台发展

《公司价值手册 2022》提到国家发改委 2005 年发布的全国水利资源复查结果是，我国水电资源理论蕴藏量年电量 6.08 万亿千瓦时，理论蕴藏量装机 6.94 亿千瓦；技术可开发年电量 2.47 万亿千瓦时，技术可开发装机 5.42 亿千瓦。截至 2025 年全国常规水电累计装机容量 4.48 亿千瓦，占技术可开发装机的 83%，占理论蕴藏量的 65%，水电开发步入成熟阶段。因此，预计未来每年新增水电装机量较小，且短期内无成熟大型水电资产注入预期。

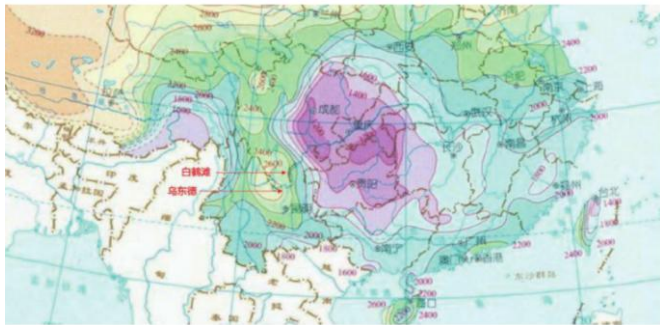
外延式扩张放慢下，公司开启了单一水电业务向新能源业务的横向拓展。具体拓展策略是以金沙江下游大型水电站基地以及送出线路为依托，统筹协调风能、太阳能、抽水蓄能、储能等新能源开发利用，推进“风光水储一体化”建设。这种一体化建设表明公司从单一流域水电开发转型为流域可再生能源综合开发平台。

风光资源禀赋仍是风电、光伏发电的核心壁垒，所以能够拓展成功取决于公司是否具备资源优势。公司占据的金沙江下游受益于热河谷效应，风光资源禀赋占优，是我国南方内陆地区风力、光照资源最佳的区域，具有新能源开发的天然条件。因此，公司在风光发电业务同样具备资源禀赋。

更重要的是，水电业务商业模式的未来是一体化的水风光蓄氢综合开发，因为常规水电开发+抽水蓄能+风光氢三者具有天然融合性，能带来更大的协同效应。但是这种一体化开发模式的基础是水电，原因是水电是可再生能源中唯一具备调峰能力的电源，可以利用水电的稳定性和调节性，去对冲风电、光伏的波动性。未来随着我国发电结构中新能源比重的提升，成长为平台型公司值得期待。

图18: 金沙江下游是我国南方光照条件最佳地区

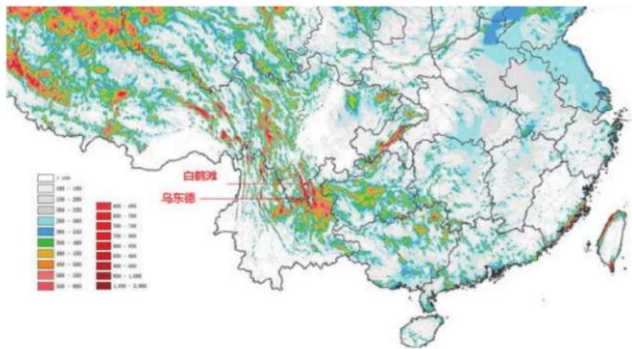
金沙江下游为我国南方地区光照条件最佳的地区（年均日照时长，单位：小时）



数据来源：《长江电力价值手册 2022 版》，财通证券研究所

图19: 金沙江下游是我国南方地区内陆风能最佳地区之一

金沙江下游为我国南方地区内陆风能最佳的地区之一（年均风功率密度，单位：瓦/平方米）



数据来源：《长江电力价值手册 2022 版》，财通证券研究所

3.2.2 下游配售电业务延伸

除了横向业务拓展，公司还向下游配售电业务延伸。目前发展情况是：2020 年 5 月，公司以三峡水利为平台，实现重庆万州、陵和黔江区域三张地方存量配网和两江新区配售电业务整体上市。2021 年，公司通过“市场开发”和“规模并购”相结合方式，沿长江经济带及粤港澳大湾区拓展市场化售电规模，并获得参与浙江、上海、广东电力市场化交易资格，提升水电作为绿色电源的潜在价值，全年销售电量 131.7 亿千瓦时，同比增长 15.7%。

图20: 公司配售电业务战略布局



数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

图21: 公司增量配网工程



数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

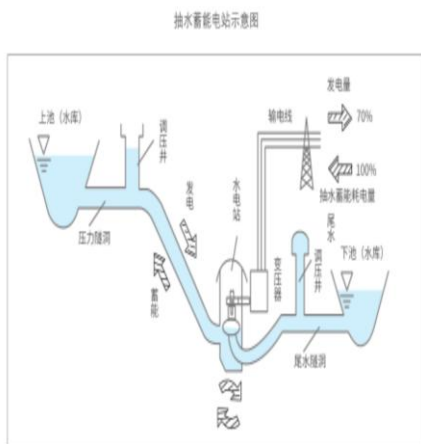
3.2.3 抽水蓄能

2025-2030 年我国抽水蓄能投产复合增速约 14%。“双碳”目标和新能源用电对于提高电力调峰能力要求明确,而抽水蓄能电站是目前最成熟、最可靠的调峰手段。2021 年,国家能源局发布了《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035 年)》,到 2025 年抽水蓄能投产总规模达到 6200 万千瓦以上;到 2030 年,抽水蓄能投产总规模达到 1.2 亿千瓦左右。抽水蓄能开始成为电网发展的重点。截至 2025 年 8 月底累计装机容量 6236.5 万千瓦,实现了规划提出的 2025 年目标。

由于抽水蓄能的主要功能是维护电网的稳定,因此行业主要由电网公司投资和运营主导。目前,国家电网在 7 个省份拥有在运、在建抽蓄电站 75 座,总装机容量 9404 万千瓦,位居全球第一。而南方电网在 2024 年底在大湾区运营有 7 座抽水蓄能电站,总装机容量达到 1028 万千瓦。同时,子公司南网储能有 9 座在建抽蓄站,总规模 1080 万千瓦。而公司已锁定抽蓄项目资源约 3000 万千瓦-4000 万千瓦,其中甘肃张掖等项目正在加紧建设中,未来有望增厚公司业绩。

抽水蓄能电站不仅参与电力生成,还提供调频、调相服务,还可作为事故备用电源确保电力系统的持续供应。因此如何发电并非该生意的关键,与电网的协调运营才是核心竞争力。相比之下,由于电网公司本身具备电网需求信息、电量调度等运营能力,因此发展抽水蓄电更具优势。

图22: 抽水电站运行原理



数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

图23: 公司下属抽水蓄能电站



数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

4 公司的成长来自哪里？

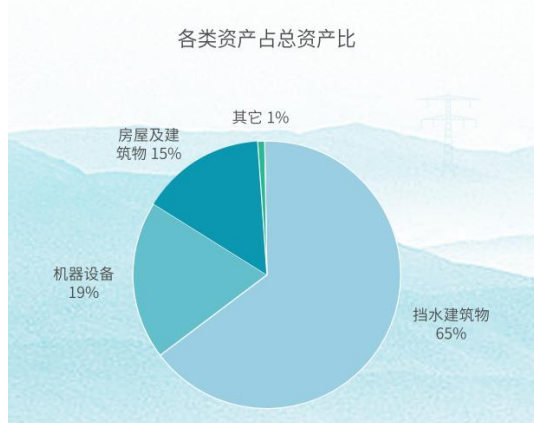
4.1 扩机增容提升装机容量和发电能力

公司积极研究制定水电增量资源获取工作方案，向家坝、葛洲坝扩机已经纳入长江流域水电高质量发展实施方案。在公司 2023 年一季度业绩推荐材料中提到扩机增容计划，溪洛渡电站容量调整 18 台，单机 70 万调整至 77 万千瓦，合计增加 126 万千瓦；向家坝电站扩机 3 台，合计增加 144 万千瓦；容量调整 8 台，单机 75 万调整至 80 万千瓦，合计增加 40 万千瓦；共计扩机增容 310 万千瓦。因此，未来将进一步提升总装机容量和发电能力。

4.2 机组设备折旧：折旧到期带来利润释放

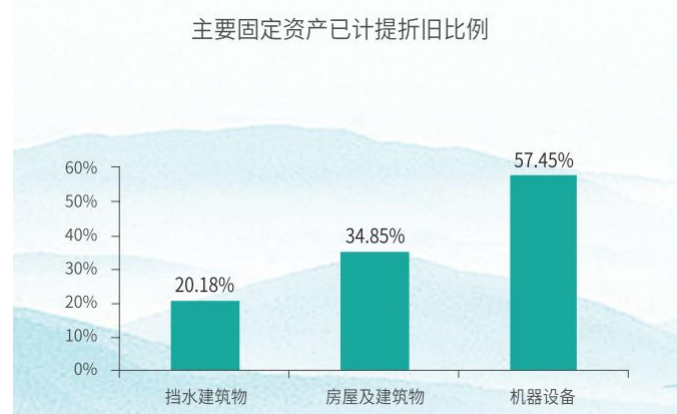
折旧是公司第一大总成本，2012-2021 年占营业总成本的 40-46%。这是公司重资产模式的结果，其中，挡水建筑物在固定资产的比重为 65%，机器设备比重 19%，房屋建筑物比重 15%，其他固定资产比重 1%。公司现行折旧政策是采用平均年限法对所有固定资产计提折旧，大坝折旧年限在 40-60 年间，水轮机、发电机的折旧年限均为 18 年。但是大坝、机组等主要资产的实际使用年限远高于折旧年限，一般水轮机组实际寿命约 40-50 年，挡水大坝实际寿命约 100-150 年，例如三峡大坝按照《水利水电工程合理使用年限及耐久性设计规范》标准，水库设计使用年限为 150 年，防洪、供水、发电为 100 年。

图24: 公司各类固定资产占比



数据来源：《长江电力价值手册 2026 版》，财通证券研究所

图25: 公司主要固定资产已计提折旧比例



数据来源：《长江电力价值手册 2026 版》，财通证券研究所

表1: 公司固定资产折旧方法

类别	折旧方法	折旧年限	残值率	年折旧率
挡水建筑物	直线法	40-60	-	1.67-2.50
房屋及建筑物	直线法	8-50	0-3	1.94-12.50
机器设备	直线法	5-32	0-3	3.03-20.00

数据来源：公司年报，财通证券研究所

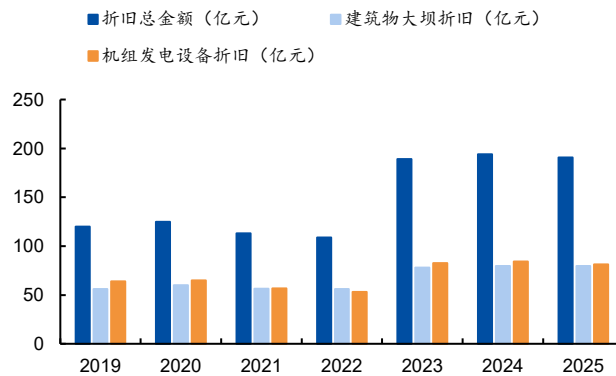
表2: 水利水电工程使用年限（单位：年）

建筑物类别	建筑物级别				
	1	2	3	4	5
水库挡水建筑物	150	100	50	50	50
水库泄水建筑物	150	100	50	50	50
调（输）水建筑物	100	100	50	30	30
发电建筑物	100	100	50	30	30
防洪（潮）水闸	100	100	50	30	30
堤防	100	50	50	30	20
灌排建筑物	100	50	50	30	30
灌排渠道	100	50	50	30	20

数据来源：中国电建集团昆明勘测设计研究院有限公司起草《水利水电工程合理使用年限及耐久性设计规范》，财通证券研究所，注1：水库挡水建筑物不包括定向爆破坝、橡胶坝。注2：调（输）水建筑物包括调（输）水的隧洞、渠道、渡槽、倒虹吸、涵洞、供水水闸、供水泵站。注3：用于排涝及灌溉的水闸和泵站列入治涝、灌溉工程中的灌排建筑物。

折旧到期利润释放效应逐步显现。由于折旧是非现金支出，随着机器设备、大坝、厂房等资产折旧年限到期，将逐步释放利润增长空间。根据三峡电站 32 台机组的投产日期与折旧到期时间，可以看到 2021、2023、2025 年是折旧到期利润释放阶段，因此 2021 年公司固定资产折旧总额相比 2020 年减少 12 亿元，机组设备折旧减少 8.3 亿元；2023 年部分机组折旧到期，本应存在利润释放，但是乌东德、白鹤滩水电站投产导致固定资产折旧增加。2025 年部分折旧到期，机组折旧设备减少 3.09 亿元。后续随着三峡余下机组折旧到期，利润释放效应更加明显。

图26: 公司 2019-2025 年固定资产折旧结构情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

4.3 对外投资收益：平滑业绩的重要手段

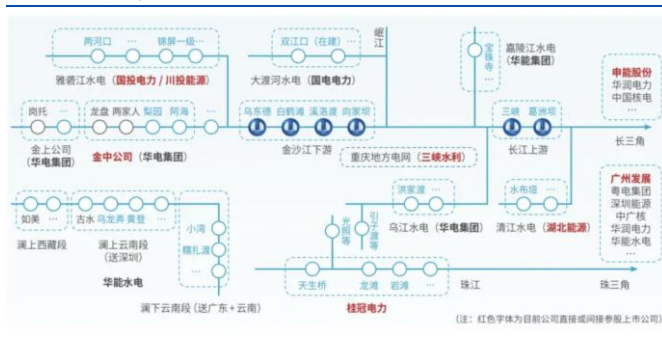
对外投资是公司业绩增长的重要驱动，也是平滑业绩波动的保障。公司对外投资的策略是：一方面对助力主业协同发展的业务进行战略投资。公司在大水电、综合能源、配售电等主业领域的投资占比超过 90%，主要包括对电能消纳区域优质综合能源平台的股权投资，以及对长江中上游流域优质水电企业进行战略投资。另一方面，对新兴产业和公司产业链开展财务性投资。

图27: 公司部分参股上市公司



数据来源:《长江电力价值手册 2026 版》, 财通证券研究所

图28: 长江流域水电站拓扑图以及公司电量落地端参股公司情况



数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

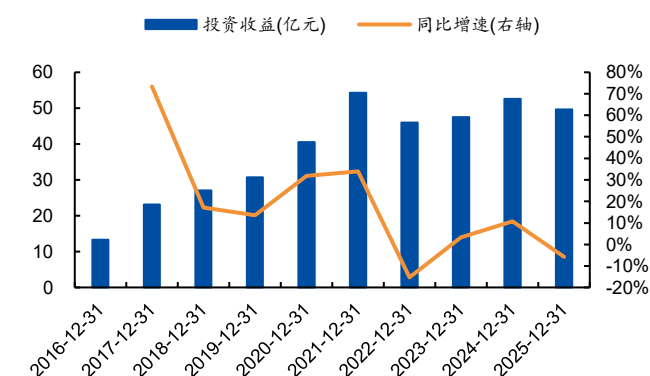
投资收益反映了公司经营管理的的能力, 也表明了公司盈利能力的多元保障。近 5 年公司投资收益均值 50.0 亿元, 在利润总额的比重均值为 18%, 已经成为业绩增长的重要动力。尤其, 在外界不利因素影响公司业绩时, 投资收益起到了较好的平滑作用。在 2014-2021 年, 在非投资利润增速不高或下滑时, 投资收益增速均较高; 最近两年由于经营盈利增速较好, 投资收益保持了较低的增速。

图29: 历年投资收益贡献



数据来源:《长江电力价值手册 2026 版》, 财通证券研究所

图30: 历年投资收益变化



数据来源: Wind, 财通证券研究所

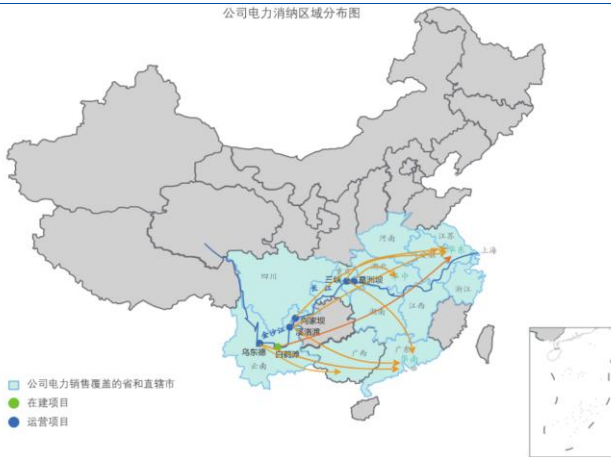
4.4 市场化电价逐步完善

公司市场化交易电量比重偏低, 提升潜力更大。从历史执行情况看, 向家坝电站送上海的市场化电量从 2017 年的 44.7 亿千瓦时逐步提升, 后续年度稳定在 65 亿千瓦时以上; 溪洛渡左岸送浙江的市场化电量自 2016 年起持续增长, 2020 年达到 136.3 亿千瓦时, 2021 年回落至 65 亿千瓦时; 溪洛渡右岸送广东、云南的市场化电量从 2017 年的 35.2 亿千瓦时稳步上升, 2020 年达 113.5 亿千瓦时, 2021 年(含送云南电量)为 76 亿千瓦时。因此, 市场化电量在公司发电量中占比较小。后续随着电力市场化改革深入, 公司未来电价具备上涨动能。

公司六座电站作为国家能源重点工程和“西电东送”的骨干电源, 通过直流线路外送长三角、珠三角和粤港澳大湾区, 具体消纳地区有华中地区(湖北、湖南、河南、江西)、华东地区(上海、江苏、浙江、安徽)、西南地区(重庆、四川)及南方地区(广东、广西、云南), 基本覆盖南方经济发达, 用电需求高的区域。

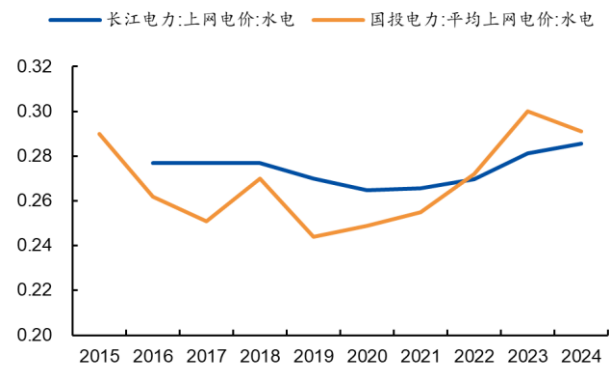
图31: 公司受电省份

公司电力消纳区域分布图



数据来源:《长江电力价值手册 2022 版》, 财通证券研究所

图32: 公司水电电价变化 (单位: 元/kWh)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

4.5 高股息资产的配置首选

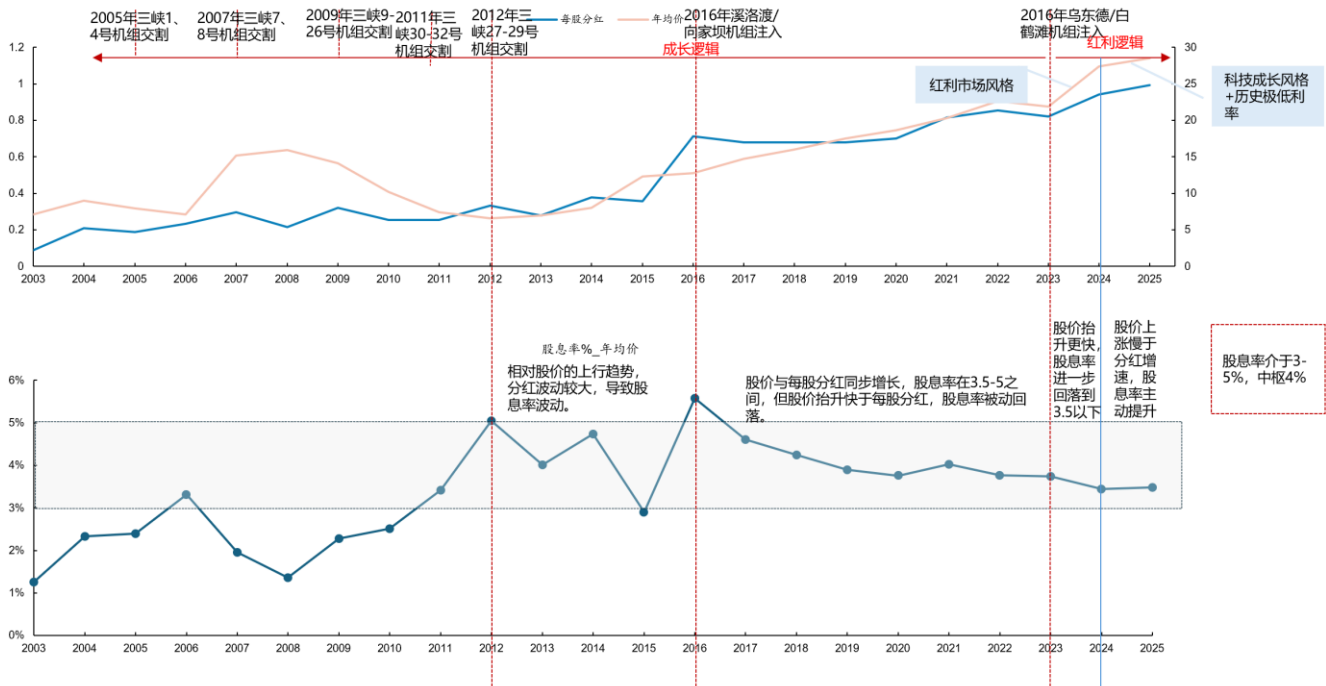
高分红政策托底, 充裕现金流保证。2025 年 8 月 15 日公司发布《关于未来五年 (2026-2030 年) 股东分红回报规划》, 对 2026 年至 2030 年每年度的利润分配按不低于当年合并报表中归属于母公司股东的净利润的 70% 进行现金分红, 延续了 2021-2025 年的分红承诺, 反映了公司对股东回报的重视。而公司经营性现金流净额表现出了稳定增长, 反映了财务的稳健。充足的现金流在确保公司能够稳健地发展同时, 也使公司有能力和维持较高的分红比例。

4.5.1 当前预期股息率处于历史较低分位数位置

2023 年前公司估值逻辑属于成长范式, 水电资产的不断注入提升了未来盈利预期, 带动股价一路上扬。同时, 业绩增长的持续兑现以及管理层分红意愿的提升, 也使公司每股分红从上市初期的 0.09 元提高到 2023 年的 0.82 元。

随着水电资产的注入结束, 2023 年后公司估值逻辑由成长转为红利范式, 类债券的防御属性使其受市场风格切换与低利率宏观环境影响更大。2023-2024 年, 由于市场风格偏好高股息的红利资产, 资金涌入带动股价提升明显, 在每股分红提高 15% 情况下, 股息率仍被动下降。2025 年, 市场风格由高股息的红利资产转向科技成长资产, 资金从红利板块流出; 但是 10 年期国债利率处于历史低位的 1.74, 息差收益达到历史高位 177BP, 吸引了长线资金的配置, 全年平均股价并未回调反而小幅增长 4%。因此, 低利率环境下, 股息率进一步被动压降到 3.51%。回顾公司的股息率走势, 无论在成长范式还是红利范式下, 稳定的盈利增长与明确的分红承诺, 驱动公司股息率基本位于 3%-5% 之间波动。

图33: 公司股息率复盘 (左轴为年均价, 单位: 元/股; 右轴为每股分红, 单位: 元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

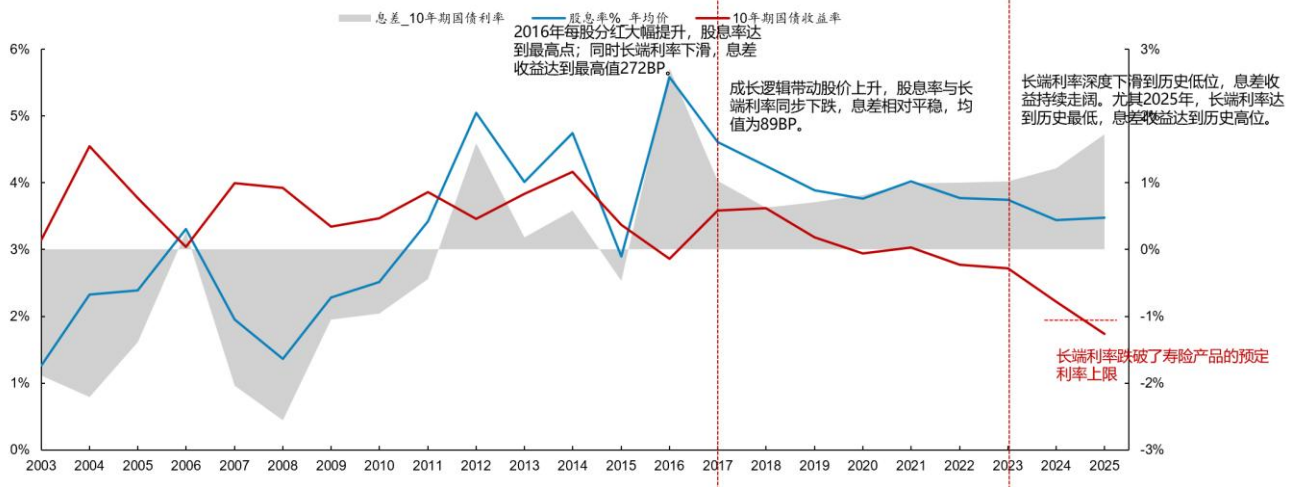
4.5.2 丰厚的息差收益带来红利资产的价值重估

但是市场无风险利率极低环境下, 简单采用历史股息率数据也就忽略了贴现利率下降对于资产内在价值的提升。宏观利率极低时, 息差达到历史高位, 10 年期国债利率或者 AAA 级企业债收益率无法覆盖长线资金负债端的刚性成本, 此时资金会寻求高股息资产配置, 股价进一步抬升, 股息率进一步压低, 实现红利资产的价值重估。

回顾公司的息差走势, 成长阶段受股价抬升影响息差均值为 90BP。2016 年前公司每股分红不高, 基本介于 0.2-0.4 元之间, 导致股息率长期低于 10 年期国债收益率, 息差收益并不成为资金配置的考量。2016 年公司每股分红提高, 股息率主动提升; 同时 10 年期国债利率也处于历史低位, 导致息差达到历史最高点。之后直至 2023 年, 公司由成长逻辑主导, 股价持续抬升压低了股息率, 同时 10 年期国债利率也处于下行通道, 两者息差收益处于相对平稳阶段。此时, 息差均值为 90BP。

分红逻辑阶段受极低利率影响息差均值为 149BP。2024 年市场风格切换到红利资产, 公司股价大幅抬升, 股息率被动回落; 但 10 年期国债利率下滑更加陡峭, 带动两者息差收益进一步走阔, 达到 122BP。2025 年市场风格切换到科技成长, 资金开始从红利资产流出, 公司股价出现回调。而 10 年期国债利率却下滑到历史最低位置, 并低位徘徊, 导致息差收益相比 2024 年进一步走阔, 达到 177BP。

图34: 公司息差收益复盘



数据来源：iFinD，财通证券研究所

2026年初以来10年期国债利率均值1.81，在1.8点位窄幅震荡，虽然较2025年的1.74略有上升，但仍处于历史低位，低利率环境并未改变。同时，国家基金平抑大盘情绪过热，公司股价年初出现回调，随后2月28日后伊朗冲突爆发，霍尔木兹海峡关闭，原油价格暴涨，市场出现滞胀担忧，避险情绪升温，带动股价有所回升，股息率被动回落，考虑到低利率支撑息差收益，对长线资金仍具有充分吸引力。

图35: 当前长端利率与公司股价变化（单位：右轴收盘价为元/股，左轴10年国债收益率为%）



数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

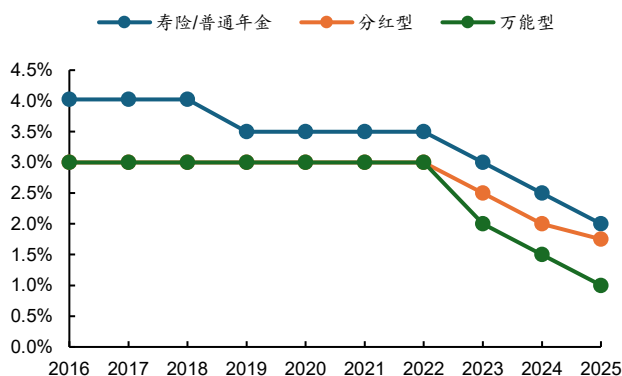
分红估值范式下2023-2025年息差中枢为1.35，假设息差收缩到此，低利率保持在1.8-2%，则股息率预计继续回落到3.1-3.3%，对应每股分红1.02元的合理股价为30.6-32.5元。但是由于分红估值范式下息差中枢样本数较少，将其作为合理息差中枢参考性存疑。2017年以后，公司的息差收益相对稳定，介于63-177BP之间，均值104BP，中位数102BP。假设后续息差收窄到102BP，在1.8-2%的低利率环境下，股息率预计回落到2.8-3.0%，对应每股分红1.02元的股价为33.8-36.2元。

4.5.3 长线资金配置股票的目标股息率

考虑到息差收益是长钱资金覆盖负债端资金成本的必要回报，那么可以从必要回报率的角度推算合理的股息率。根据国家金融监管总局 2025 年 12 月 5 日发布的《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，保险公司持仓时间超过三年的沪深 300 指数成份股、中证红利低波动 100 指数成份股的风险因子下调至 0.27，换言之，保险资金每配置一笔钱，需要锁定 27% 的核心资本应对潜在风险。因此，保险资金配置红利资产需要同时覆盖负债端的资金成本与核心资本的机会成本。当前普通型人身险预定利率上限为 2.0%，即是保险公司负债端刚性资金成本，则覆盖该成本的必要回报率为 $73\% \times 2\%$ 。

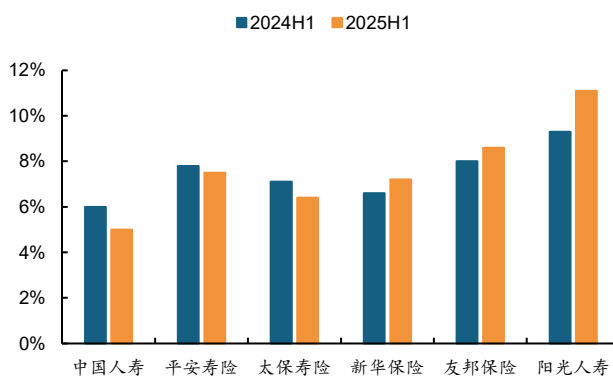
保险公司核心资本的回报率，属于公司内部的财务目标，没有统一的数值指标，同时也是动态调整的。如果采用内含价值营运回报率（ROEV）作为核心资本回报率的度量，那么 2025 上半年中国上市寿险公司 ROEV 为 6.3%。因此覆盖核心资本占用的回报率为 $27\% \times 6.3\%$ ，从而保险资金配置红利资产的必要回报率为 3.2%，即为最低要求股息率。

图36: 寿险产品预定利率上限



数据来源：国务院官网，国家金融总局，经济观察网，央广网，中国保险网络大学公众号，财通证券研究所

图37: 2025 上半年度上市寿险公司 ROEV



数据来源：13 个精算师公众号，财通证券研究所

5 盈利预测与估值

在装机容量保持不变的前提下，2026 年由于来水预期偏少，公司目标发电量为 3060 亿千瓦时。由于厄尔尼诺现象对次年长江流域来水利好效应更为显著，预计 2027 年公司发电量实现增长，增幅假设为 3.5%。2028 年随着拉尼娜现象显现，来水预计转枯，预计发电量将下滑，下滑幅度假设为 -1.5%。上网电价方面，考虑到公司市场化交易占比少，保守假设 2026 年-2028 年电价保持稳定。公司其他业务简单假设增速保持 5% 增长。综上，2026-2028 年公司营业收入预计分别为 864.70、896.61、890.68 亿元。

成本方面，2026 年仍有部分机组到期，带动折旧费用下降；同时新增投资转固带动成本增加，预计 2026 年成本微幅上涨，假设幅度为 0.8%。2027 年公司没有机组折旧到期，成本增速上行，假设涨幅 1.5%。2028 年公司没有机组折旧到期，折旧节奏保持稳定，假设成本增速 0.5%。综上，2026-2028 年公司营业成本预计分别为 333.06、338.06、339.75 亿元。

毛利率方面，由于 2026 年来水预期偏少带动发电量小幅减少，导致发电收入略微下滑；但是部分机组折旧到期带动成本下降，从而毛利率为 61.48%。2027 年虽然没有机组折旧到期，但是发电量的增长带动了发电收入提升，从而毛利率提

高到 62.30%。2028 年由于发电量减少带动发电收入下降，同时没有机组折旧到期，从而毛利率有所下降到 61.86%。

费率方面，公司电力销售主要通过保量保价方式结算给国家电网和南方电网，销售费率较为稳定，近 3 年介于 0.22-0.27%。因此，我们假设 2026-2028 年销售费率为 0.25%。公司管理费用由职工薪酬、日常行政办公以及水电站的安保维稳等刚性支出构成，因此近三年保持在低位区间 1.75-1.88%。在央企全面压降一般性管理开支的导向下，管理费用预计保持稳定。因此，我们假设 2026-2028 年管理费率为 1.88%。研发费率，公司目前重点研发投入：水资源高效利用、数字化转型、智慧运维检修、抽蓄先导技术、大坝安全及进口关键物项自主可控，历史研发费率基本稳定，通常在 1.01% - 1.35% 之间波动。因此，我们假设 2026-2028 年研发费率为 1.35%。财务费率，由于当前 LPR 维持不变，且政策存在传导翘尾期，2026-2028 年公司财务费用仍将延续下降趋势。因此，我们假设 2026-2028 年财务费率为 10.2%、10.0%、9.3%。

所得税率方面，三峡电站与葛洲坝电站主要适用 25% 的标准税率。位于西部的溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩四座电站，符合“西部大开发”鼓励类产业条件，适用 15% 的优惠税率。同时，国家重点扶持的公共基础设施项目，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，享受第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收的优惠。乌东德电站在 2026 年退出“三免三减半”周期。白鹤滩电站在 2024-2026 年为减半期，2027 年退出“三免三减半”周期。因此，2026 年假设温和上行到 16.5%；2027 年假设 17.0%；2028 年假设 16.8%。

表3: 公司盈利预测

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
水电业务	发电量(万千瓦时)	29,590,412	30,719,440	30600000	31671000	31195935
	yoy	7.1%	3.8%	-0.4%	3.5%	-1.5%
	上网电量(万千瓦时)	29,428,666	30,555,521	30435647.5	31500895.17	31028381.74
	yoy	7.1%	3.8%	-0.4%	3.5%	-1.5%
其他业务	上网电价(元/兆瓦时)	285.52	280.28	280.28	280.28	280.28
	yoy	1.5%	-1.8%	0%	0%	0%
	发电收入(亿元)	731.02	745.08	742.15	768.13	756.61
	其他收入(亿元)	98.06	103.23	108.40	113.82	119.51
合计	yoy	11.5%	5.3%	5%	5%	5%
	营业收入(亿元)	844.92	862.42	864.70	896.61	890.68
	yoy	8.1%	2.1%	0.3%	3.7%	-0.7%
	营业成本(亿元)	345.28	330.58	333.06	338.06	339.75
	yoy	4.8%	-4.3%	0.8%	1.5%	0.5%
	毛利率	59.13%	61.67%	61.48%	62.30%	61.86%
	销售费率	0.22%	0.27%	0.25%	0.25%	0.25%
	管理费	1.85%	1.88%	1.88%	1.88%	1.88%
	研发费率	1.05%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%
	财务费率	13.17%	10.87%	10.20%	10.00%	9.30%
	所得税率	15.26%	16.27%	16.50%	17.00%	16.80%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

选取水力发电业务的公司作为可比公司，以 2026 年 6 月 8 日收盘价为基准，公司 2026-2028 年 PE 分别为 19.0/18.2/18.2 倍，略高于行业平均。考虑到公司是

全球最大的水电上市企业，公司具备一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值

证券简称	证券代码	市值: 亿元	现价: 元	归母净利润(亿元)					PE 倍数				
				2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
华能水电	600025.SH	1,801.6	9.7	83.0	85.0	89.9	93.8	98.1	20.6	19.9	20.0	19.2	18.4
川投能源	600674.SH	729.7	15.0	45.1	47.5	50.0	52.6	55.2	18.7	14.3	14.6	13.9	13.2
国投电力	600886.SH	1,083.0	13.5	66.4	73.9	75.3	79.5	82.8	18.6	14.2	14.4	13.6	13.1
黔源电力	002039.SZ	89.1	20.8	2.2	6.0	5.7	6.2	6.3	29.9	12.9	15.6	14.5	14.1
湖北能源	000883.SZ	344.1	4.9	18.1	19.1	21.7	22.2	20.4	17.8	16.8	15.9	15.5	16.9
桂冠电力	600236.SH	834.0	10.6	22.8	32.8	34.3	36.2	38.2	23.5	18.8	24.3	23.0	21.8
南网储能	600995.SH	444.9	13.9	11.3	16.9	18.2	19.7	21.7	28.7	23.8	24.5	22.6	20.5
甘肃能源	000791.SZ	282.5	8.7	16.4	20.5	23.1	23.8	24.7	11.9	10.2	12.2	11.8	11.4
三峡水利	600116.SH	124.7	6.5	3.1	4.4	5.8	6.7	7.8	43.2	28.7	21.7	18.6	16.0
华能水电	600025.SH	1,801.6	9.7	83.0	85.0	89.9	93.8	98.1	20.6	19.9	20.0	19.2	18.4
川投能源	600674.SH	729.7	15.0	45.1	47.5	50.0	52.6	55.2	18.7	14.3	14.6	13.9	13.2
国投电力	600886.SH	1,083.0	13.5	66.4	73.9	75.3	79.5	82.8	18.6	14.2	14.4	13.6	13.1
黔源电力	002039.SZ	89.1	20.8	2.2	6.0	5.7	6.2	6.3	29.9	12.9	15.6	14.5	14.1
行业平均									23.7	17.7	18.1	17.0	16.2
长江电力	600900.SH	6,731.2	27.5	325.0	345.0	355.1	371.3	371.3	22.2	19.3	19.0	18.2	18.2

数据来源: Wind, 财通证券研究所, 可比公司估值基于 2026 年 6 月 8 日 Wind 一致预期。

6 风险提示

极端气候变化导致来水波动。公司发电量受来水情况影响最大，而全年的降水量和径流量受气候条件影响，若出现极端气候变化，会可能导致公司发电量波动较大。

电力市场化改革导致电价调整。公司所处水电行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于电价、水电开发等政策变化，导致电价下调，使得公司出现营业收入和利润不及预期的风险。

国际政治局势变动影响投资收益。公司存在部分国际业务，经营区域覆盖秘鲁、巴西、巴基斯坦等多个海外国家。若国际局势紧张，贸易摩擦进一步加剧，可能对公司的经营业绩形成不利影响。



公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	84491.87	86241.94	86469.53	89661.26	89068.44	成长性					
减:营业成本	34528.35	33057.84	33305.94	33805.52	33974.55	营业收入增长率	8.1%	2.1%	0.3%	3.7%	-0.7%
营业税费	1968.01	3318.84	3329.08	3496.79	3429.14	营业利润增长率	19.3%	7.5%	3.1%	5.1%	-0.2%
销售费用	188.14	234.08	216.17	224.15	222.67	净利润增长率	19.3%	6.2%	2.9%	4.6%	0.0%
管理费用	1562.25	1617.35	1625.63	1685.63	1674.49	EBITDA 增长率	7.7%	1.9%	8.3%	3.9%	-0.7%
研发费用	890.72	1166.89	1167.34	1210.43	1202.42	EBIT 增长率	10.0%	3.3%	11.1%	5.0%	-1.3%
财务费用	11131.34	9371.37	8947.92	9314.98	8713.19	NOPLAT 增长率	8.1%	2.1%	10.8%	4.4%	-1.1%
资产减值损失	-14.33	-1504.73	-50.00	-50.00	-50.00	投资资本增长率	-1.6%	0.3%	7.0%	6.4%	5.0%
加:公允价值变动收益	211.84	1677.22	945.00	945.00	945.00	净资产增长率	4.5%	5.1%	8.8%	8.8%	7.7%
投资和汇兑收益	5257.62	4958.54	5188.17	5379.68	5344.11	利润率					
营业利润	39645.36	42599.38	43938.82	46176.92	46069.52	毛利率	59.1%	61.7%	61.5%	62.3%	61.9%
加:营业外净收支	-782.99	-859.53	-850.00	-850.00	-850.00	营业利润率	46.9%	49.4%	50.8%	51.5%	51.7%
利润总额	38862.38	41739.84	43088.82	45326.92	45219.52	净利率	39.0%	40.5%	41.6%	42.0%	42.2%
减:所得税	5932.18	6790.57	7109.65	7705.58	7596.88	EBITDA/营业收入	77.0%	76.9%	83.1%	83.3%	83.3%
净利润	32496.17	34502.81	35511.43	37132.26	37133.55	EBIT/营业收入	53.6%	54.3%	60.2%	60.9%	60.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	运营效率					
货币资金	6572.72	4585.86	37553.33	62806.01	83981.84	固定资产周转天数	1866	1768	1732	1671	1684
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动运营资本周转天数	-340	-363	-422	-435	-439
应收账款	9326.62	7251.85	7415.99	7660.83	7579.78	流动资产周转天数	74	65	126	239	334
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	38	35	31	30	31
预付账款	87.43	193.20	119.90	121.70	122.31	存货周转天数	6	8	9	9	8
存货	641.98	836.60	828.91	792.09	746.55	总资产周转天数	2428	2350	2418	2491	2642
其他流动资产	255.68	576.00	450.00	450.00	375.00	投资资本周转天数	2232	2173	2247	2312	2460
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	15.4%	15.6%	14.7%	14.1%	13.1%
长期股权投资	73319.36	74936.31	76562.31	78188.31	79814.31	ROA	5.8%	6.2%	6.2%	6.1%	5.8%
投资性房地产	106.39	106.22	106.05	105.89	105.72	ROIC	7.4%	7.5%	7.8%	7.6%	7.2%
固定资产	430425.98	416574.01	415662.22	416455.59	416831.92	费用率					
在建工程	9553.62	15905.62	22620.94	29146.43	34888.86	销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
无形资产	25458.64	25025.36	25793.22	26736.08	27261.93	管理费用率	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
其他非流动资产	880.75	1187.86	1401.28	1401.28	1401.28	财务费用率	13.2%	10.9%	10.3%	10.4%	9.8%
资产总额	566585.13	559208.34	602283.32	638572.32	668539.04	三费/营业收入	15.2%	13.0%	12.5%	12.5%	11.9%
短期债务	69692.43	15181.11	14181.11	12681.11	11181.11	偿债能力					
应付账款	1619.50	1468.71	1526.52	1549.42	1557.17	资产负债率	60.8%	58.3%	57.8%	56.7%	55.5%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	155.1%	139.6%	137.2%	131.2%	124.7%
其他流动负债	2410.01	2766.86	2516.86	2416.86	2466.86	流动比率	0.11	0.12	0.36	0.55	0.72
长期借款	158815.76	172310.62	162047.20	162047.20	162047.20	速动比率	0.10	0.10	0.34	0.54	0.71
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	4.00	4.92	5.71	5.53	5.59
负债总额	344501.04	325847.68	348363.09	362363.69	371041.62	分红指标					
少数股东权益	11735.18	12022.65	12490.38	12979.46	13468.55	DPS(元)	0.94	1.00	1.03	1.08	1.08
股本	24468.22	24468.22	24468.22	24468.22	24468.22	分红比率	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
留存收益	118779.88	129806.10	150092.51	171891.84	192691.54	股息收益率	3.2%	3.7%	3.7%	3.9%	3.9%
股东权益	222084.09	233360.66	253920.23	276208.63	297497.43	业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EPS(元)	1.33	1.41	1.45	1.52	1.52
净利润	32496.17	34502.81	35511.43	37132.26	37133.55	BVPS(元)	8.60	9.05	9.87	10.76	11.61
加:折旧和摊销	19779.81	19529.16	19832.84	20052.51	20275.62	PE(X)	22.2	19.3	19.0	18.2	18.2
资产减值准备	46.78	1531.08	80.00	80.00	80.00	PB(X)	3.4	3.0	2.8	2.6	2.4
公允价值变动损失	-211.84	-1677.22	-945.00	-945.00	-945.00	P/FCF					
财务费用	11307.12	9501.27	9116.71	9878.28	9655.28	P/S	8.6	7.7	7.8	7.5	7.6
投资收益	-5257.62	-4958.54	-5188.17	-5379.68	-5344.11	EV/EBITDA	15.6	14.3	13.1	12.5	12.4
少数股东损益	434.03	446.46	467.73	489.08	489.09	CAGR(%)					
营运资金的变动	1070.83	1223.15	6244.63	222.53	327.18	PEG	1.2	3.1	6.5	4.0	5257.7
经营活动产生现金流量	59648.47	60562.93	66216.06	62380.47	62522.09	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-10970.65	-18214.76	-14723.11	-14392.57	-13831.13	REP					
融资活动产生现金流量	-65745.60	10166.92	-17483.95	-21235.22	-26015.13						

资料来源: Wind, 财通证券研究所 (以 2026 年 06 月 08 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；中国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；中国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。