下载日志已记录，仅供内部参考

股票研究

公司深度报告

证券研究报告

大渡潮涌，水电锋出

国电电力(600795)

电力/公用事业

■ 国电电力深度报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
于鸿光(分析师)	021-38031730	yuhongguang@gtht.com	S0880522020001
吴杰(分析师)	021-23183818	wujie3@gtht.com	S0880525040109

本报告导读：

站在当前时点，我们认为随着国能大渡河水电站机组投产，尤其是双江口水电站的全面投产有望驱动大渡河盈利质变，公司水电业务的价值有望重估。

投资要点：

- **维持“增持”评级：**结合公司业绩及项目投产节奏情况，维持2026~2028年的EPS 0.34/0.45/0.50元。考虑到公司红利成长兼具、具备电力α属性，相对可比公司有望享受估值溢价，维持目标价6.44元，对应2027年14xPE，维持“增持”评级。
- **双江口全面投产在即，水电业务有望实现盈利质变。**我们在前期报告中详细阐述了国电电力火电业务的竞争优势和投资逻辑（详见我们2023年10月发布的报告《优质煤电尚未识，直待凌云始道高—国电电力深度报告》）。站在当前时点，我们认为随着国能大渡河水电站机组投产，尤其是双江口水电站的全面投产有望驱动大渡河盈利质变，公司水电业务的价值有望重估。
- **与众不同的信息与逻辑：**（1）增发效应：我们测算双江口水电站预计可为国能大渡河下游电站新增约42亿千瓦时的年发电量，较国能大渡河2020~2025年平均发电量提升约9%；（2）结构调节：双江口可通过联合调度，提升下游梯级电站枯期发电量占比，促进上网电价结构性抬升，各电站综合电价增幅区间为2.0%~5.6%；（3）供需趋紧：受新能源产业链和算力产业等驱动，四川本地用电需求高增；四川供给增量相对受限，供需趋紧下电价中枢有望上行。
- **催化剂：**双江口全面投产，市场化电价抬升，增发效应和丰枯水期结构优化等。
- **风险提示：**装机进度低于预期、电价低于预期、来水弱于预期，减值计提超预期等。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	179,182	170,244	173,083	181,276	181,842
(+/-)%	-1.0%	-5.0%	1.7%	4.7%	0.3%
净利润(归母)	9,831	7,161	6,032	7,978	8,980
(+/-)%	75.3%	-27.2%	-15.8%	32.3%	12.5%
每股净收益(元)	0.55	0.40	0.34	0.45	0.50
净资产收益率(%)	17.5%	12.0%	9.7%	12.2%	13.0%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	9.56	13.13	15.58	11.78	10.47

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

评级：	**增持**
目标价格(元)：	**6.44**
当前价格(元)：	5.27

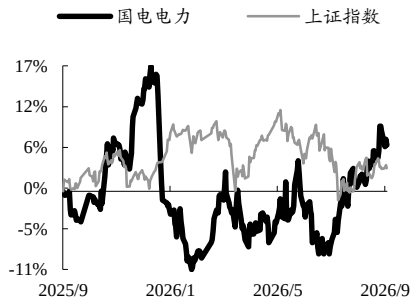
交易数据

52周内股价区间(元)	4.55-5.99
总市值(百万元)	93,994
总股本/流通A股(百万股)	17,836/17,836
流通B股/H股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	60,249
每股净资产(元)	3.38
市净率(现价)	1.6
净负债率	190.09%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	10%	6%
相对指数	6%	12%	3%

相关报告

盈利边际改善，红利成长逐步兑现 2026.08.18

盈利向好结构优化，红利成长价值可期 2025.10.28

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	15,437	15,821	15,511	11,417	10,381
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	29,834	27,010	27,360	28,560	28,550
存货	6,148	5,929	6,240	6,327	6,253
其他流动资产	11,376	10,163	10,300	10,405	10,384
流动资产合计	**62,795**	**58,923**	**59,412**	**56,709**	**55,568**
长期投资	16,404	17,918	17,918	17,918	17,918
固定资产	293,375	331,654	356,447	371,786	380,884
在建工程	90,309	81,838	73,103	61,862	55,117
无形资产及商誉	7,909	8,508	8,286	8,064	7,842
其他非流动资产	23,144	21,311	22,273	21,760	21,248
非流动资产合计	**431,141**	**461,228**	**478,026**	**481,390**	**483,009**
总资产	**493,936**	**520,152**	**537,438**	**538,099**	**538,577**
短期借款	30,413	32,409	37,409	37,409	37,409
应付账款及票据	33,717	38,122	40,120	40,676	40,205
一年内到期的非流动负债	34,028	38,527	43,131	43,131	43,131
其他流动负债	27,744	31,787	32,274	32,560	32,470
流动负债合计	**125,901**	**140,844**	**152,933**	**153,775**	**153,214**
长期借款	209,212	192,650	192,650	182,650	172,650
应付债券	721	20,602	20,602	20,602	20,602
租赁负债	2,942	3,541	3,541	3,541	3,541
其他非流动负债	23,795	24,401	23,048	23,048	23,048
非流动负债合计	**236,671**	**241,194**	**239,840**	**229,840**	**219,840**
总负债	**362,572**	**382,038**	**392,774**	**383,616**	**373,055**
实收资本(或股本)	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836
其他归母股东权益	38,199	41,635	44,164	47,455	51,147
归属母公司股东权益	**56,034**	**59,471**	**62,000**	**65,291**	**68,983**
少数股东权益	75,331	78,643	82,665	89,192	96,539
股东权益合计	**131,365**	**138,114**	**144,664**	**154,484**	**165,522**
总负债及总权益	**493,936**	**520,152**	**537,438**	**538,099**	**538,577**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	55,640	53,668	40,653	44,924	48,508
投资活动现金流	-48,745	-45,311	-38,534	-27,250	-27,475
筹资活动现金流	-10,242	-8,171	-2,424	-21,768	-22,069
汇率变动影响及其他	0	-3	-5	0	0
现金净增加额	-3,348	184	-310	-4,094	-1,037
折旧与摊销	19,524	21,921	24,677	26,636	28,381
营运资本变动	18,300	14,006	1,586	-649	-556
资本性支出	-57,884	-45,415	-39,471	-29,447	-29,446

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**179,182**	**170,244**	**173,083**	**181,276**	**181,842**
营业成本	153,674	143,792	151,329	153,426	151,647
税金及附加	1,872	2,359	2,399	2,512	2,520
销售费用	16	7	7	8	8
管理费用	2,218	2,027	2,061	2,159	2,166
研发费用	555	550	559	585	587
EBIT	**20,583**	**21,876**	**19,980**	**25,666**	**27,771**
其他收益	522	497	505	529	531
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7,333	2,361	2,400	2,197	1,971
财务费用	6,551	5,888	6,923	6,826	6,567
减值损失	-2,177	-589	-200	-200	-200
资产处置损益	51	144	146	153	154
营业利润	**20,025**	**18,033**	**12,657**	**18,439**	**20,803**
营业外收支	424	-237	400	400	400
所得税	3,805	4,069	3,003	4,333	4,877
净利润	**16,643**	**13,727**	**10,054**	**14,506**	**16,327**
少数股东损益	6,812	6,566	4,021	6,528	7,347
归属母公司净利润	9,831	7,161	6,032	7,978	8,980

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	17.5%	12.0%	9.7%	12.2%	13.0%
ROA(%)	3.5%	2.7%	1.9%	2.7%	3.0%
ROIC(%)	4.1%	4.0%	3.5%	4.5%	4.8%
销售毛利率(%)	14.2%	15.5%	12.6%	15.4%	16.6%
EBIT Margin(%)	11.5%	12.9%	11.5%	14.2%	15.3%
销售净利率(%)	9.3%	8.1%	5.8%	8.0%	9.0%
资产负债率(%)	73.4%	73.4%	73.1%	71.3%	69.3%
存货周转率(次)	27.6	23.8	24.9	24.4	24.1
应收账款周转率(次)	7.1	6.2	6.5	6.7	6.5
总资产周转周转率(次)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
净利润现金含量	5.7	7.5	6.7	5.6	5.4
资本支出/收入	32.3%	26.7%	22.8%	16.2%	16.2%
EV/EBITDA	8.57	8.26	8.42	7.07	6.43
P/E(现价&最新股本摊薄)	9.56	13.13	15.58	11.78	10.47
P/B(现价)	1.68	1.58	1.52	1.44	1.36
P/S(现价)	0.52	0.55	0.54	0.52	0.52
EPS-最新股本摊薄(元)	0.55	0.40	0.34	0.45	0.50
DPS-最新股本摊薄(元)	0.20	0.24	0.22	0.27	0.30
股息率(现价,%)	3.8%	4.6%	4.2%	5.1%	5.7%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 核心结论 4
2. 盈利预测与估值 5
2.1. 盈利预测 5
2.2. 相对估值 5
3. 水电成长性崭露头角，双江口驱动盈利质变 8
3.1. 资本开支强度维持高位，水电基建投资占比提升 8
3.2. 大渡河水电进入投产周期，远期成长空间值得期待 10
3.3. 双江口水电站具备增发效应，上网电价有望结构性抬升 13
4. 四川电力供需维持紧平衡，电价中枢有望上涨 16
4.1. “十五五”用电量预计年增 8%，数据中心贡献新增需求 16
4.2. 新能源成为新增装机主体，水电、火电增量有限 19
4.3. 电力供需延续紧平衡，电价中枢有望上行 22
5. 风险提示 24

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 核心结论

维持目标价 6.44 元，维持“增持”评级。我们在前期报告中详细阐述了国电电力火电业务的竞争优势和投资逻辑（详见我们 2023 年 10 月发布的报告《优质煤电尚未识，直待凌云始道高—国电电力深度报告》）。站在当前时点，我们认为随着国能大渡河水电站机组投产，尤其是双江口水电站的全面投产有望驱动大渡河盈利质变，公司水电业务的价值有望重估：（1）增发效应：我们测算双江口水电站预计可为国能大渡河下游电站新增约 42 亿千瓦时的年发电量，较国能大渡河 2020~2025 年平均发电量提升约 9%；（2）结构调节：双江口可通过联合调度，提升下游梯级电站枯期发电量占比，促进上网电价结构性抬升，各电站综合电价增幅区间为 2.0%~5.6%；（3）供需趋紧：受新能源产业链和算力产业等驱动，四川本地用电需求高增；四川供给增量相对受限，供需趋紧下电价中枢有望上行。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 盈利预测与估值

2.1. 盈利预测

公司主营业务包括电力及热力板块，其中核心业务为发电业务。考虑到新能源发电、水电及火电投产开发进度，我们预计公司装机有望持续增长。我们假设 2026~2028 年控股装机容量 13942/14442/14942 万千瓦，同比+10.2%/+3.6%/+3.5%；2026~2028 年上网电量 4784/5045/5065 亿千瓦时，同比+7.7%/+5.5%/+0.4%。

基于上述预测，我们预计公司 2026~2028 年营业收入 1731/1813/1818 亿元，同比+1.7%/+4.7%/+0.3%；毛利率 12.6%/15.4%/16.6%。预计公司 2026~2028 年归母净利润为 60.32/79.78/89.80 亿元，EPS 为 0.34/0.45/0.50 元。

表1：盈利预测表

项目	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	**1702**	**1731**	**1813**	**1818**
营收同比（%）	**-5.0%**	**1.7%**	**4.7%**	**0.3%**
毛利率（%）	**15.5%**	**12.6%**	**15.4%**	**16.6%**
火电及热力				
营业收入（亿元）	1417	1424	1456	1449
营收同比（%）	-6.4%	0.5%	2.2%	-0.5%
毛利率（%）	11.0%	7.0%	9.2%	10.5%
水电				
营业收入（亿元）	115	134	172	175
营收同比（%）	-9.0%	16.8%	27.9%	1.8%
毛利率（%）	47.5%	49.6%	53.2%	54.0%
新能源发电				
营业收入（亿元）	147	149	162	171
营收同比（%）	18.9%	1.4%	8.7%	6.0%
毛利率（%）	32.7%	30.0%	29.4%	28.6%
其他				
营业收入（亿元）	23	23	23	23
营收同比（%）	-15.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2.2. 相对估值

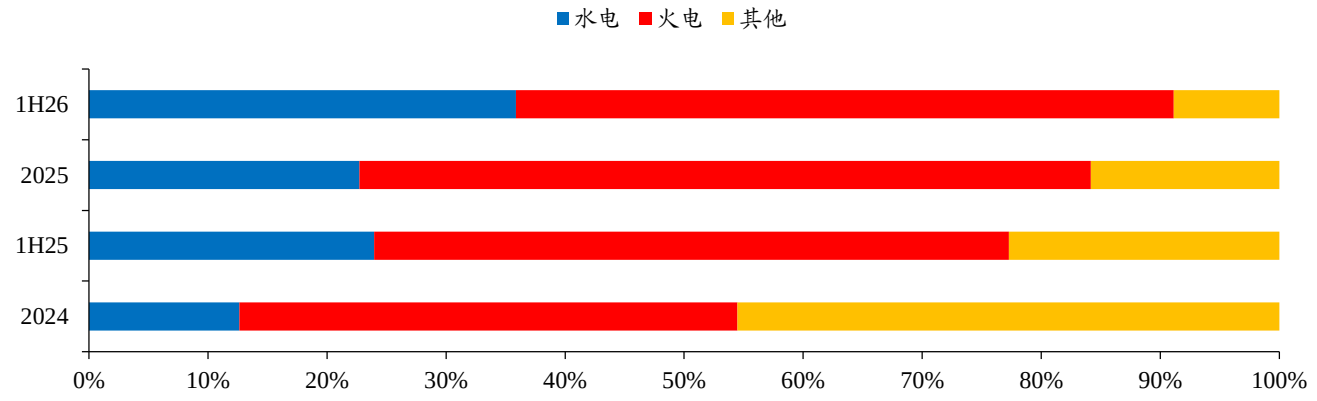
我们选取华能国际、大唐发电、建投能源和皖能电力作为可比公司。可比公司 2027E 平均 PE 9.8 倍、PB 1.0 倍。考虑到公司红利成长兼具、具备电力α属性，相对可比公司有望享受估值溢价，维持目标价 6.44 元，对应 2027 年 14x PE，维持“增持”评级。

（1）公司于 2025 年 8 月发布现金分红规划：2025~2027 年每年现金分红比例不低于 60%，且 DPS 不低于 0.22 元（含税）。公司具备吸引力的确定性派息保障股息率安全边际。
（2）从盈利增速看，受益于新机组投产、大渡河双江口等水电机组投产驱动的盈利质变等因素，我们预计公司 2027 年 EPS 同比+32%，显著好于同业，且在手项目打开中长期成长空间。
（3）从归母利润结构看，公司水电业务占比自 2025 年起进入上行空间，且

下载日志已记录，仅供内部参考

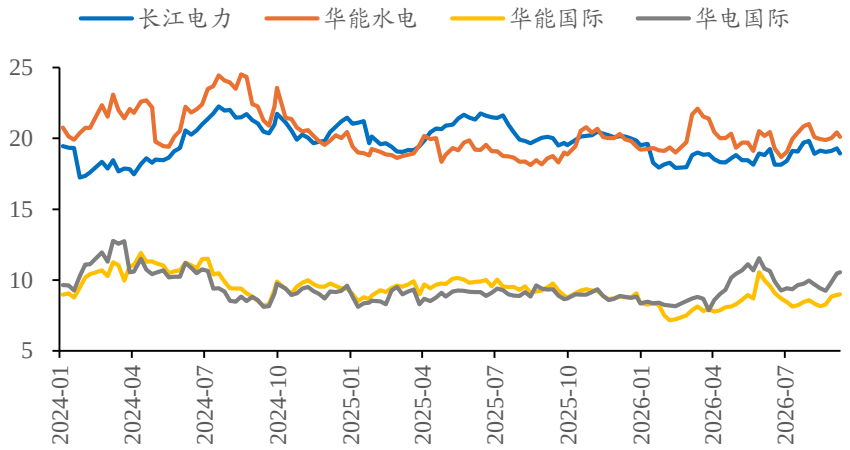
大渡河水电等成长性兑现有望进一步抬升水电的盈利贡献。考虑到水电公司相对于火电公司具备估值溢价，我们预计公司价值有望重构。

图1：公司归母净利润结构



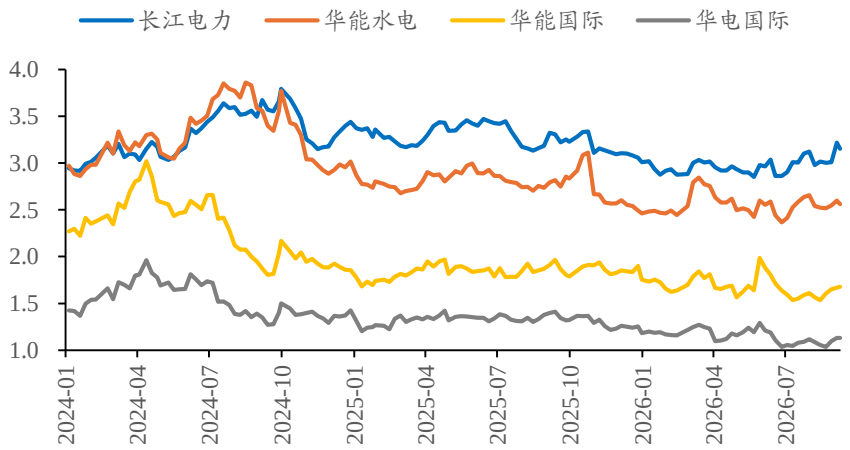
资料来源：公司年报、半年报（2024~1H26），国泰海通证券研究

图2：典型水电及火电公司预测 PE（FY1）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图3：典型水电及火电公司 PB（MRQ）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：可比公司估值表（截至 2026/9/10）

股票代码	股票简称	收盘价（元）	PE			PB		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600011.SH	华能国际	6.95	9.4	9.1	8.2	1.7	0.8	0.7
601991.SH	大唐发电	6.02	19.1	15.6	14.5	3.3	1.3	1.3
000600.SZ	建投能源	7.55	7.3	8.9	8.2	1.1	1.1	1.0
000543.SZ	皖能电力	7.47	7.9	9.6	8.3	1.0	0.9	0.9
	平均值		10.9	10.8	9.8	1.8	1.0	1.0

注：除国电电力外，以上可比公司的盈利预测均来自于 Wind 一致预期
资料来源：Wind，国泰海通证券研究



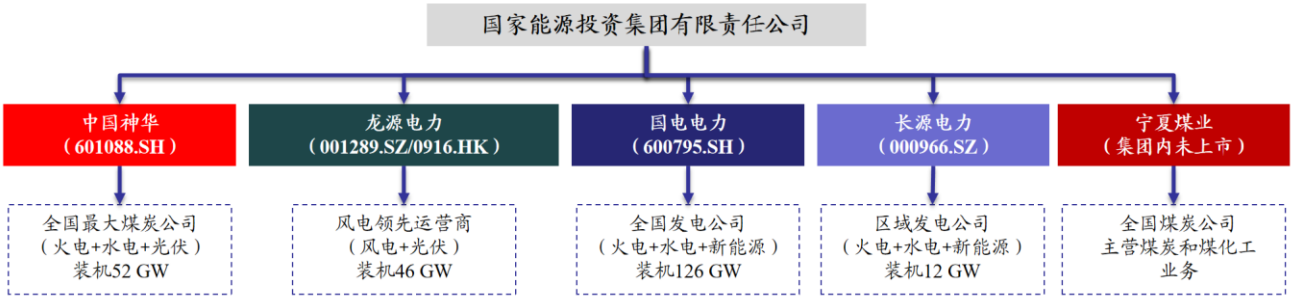
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 水电成长性崭露头角，双江口驱动盈利质变

3.1. 资本开支强度维持高位，水电基建投资占比提升

国家能源集团核心上市公司，具备水电资源开发优势。公司为国家能源集团旗下最大的电力装机上市平台，截至 2025 年末公司控股电力装机 12679 万千瓦，占集团控股电力装机比例 32.3%；公司控股水电装机 1513 万千瓦，占集团控股水电装机比例 68.8%。公司依托集团协同效应，锁定大渡河、开都河等流域资源，超前储备开发权并系统论证梯级规划，推动“水风光储”一体化基地建设。

图4：国家能源集团旗下重要子公司简况



注：装机数据均截至 2025 年末
资料来源：国家能源投资集团有限责任公司 2026 年度第四期超短期融资券募集说明书，各公司 2025 年年报，国泰海通证券研究

集团常规能源发电业务整合平台，资产注入承诺逐步兑现。国家能源集团明确公司为常规能源发电业务（包括火电、水电）整合平台，逐步将符合条件的常规能源发电业务资产注入公司，并将未来新增常规能源发电业务交由公司整合，授予公司优先选择权。截至 2025 年末，集团内未上市火电/水电装机分别相当于公司火电/水电控股装机容量的 102%和 41%。2026 年 8 月，公司发布了《国电电力关于启动收购控股股东部分资产的公告》，拟以公司及控股子公司国能大渡河自有资金收购集团所属若干常规能源发电公司股权，合计在运控股装机容量约 32 万千瓦，在建/拟建控股装机容量约 1354 万千瓦，合计约占公司 2025 年末总控股装机容量的 11%。

表3：公司初步资产收购范围

公司名称	拟收购股权比例	在建/拟建项目	类型	装机规模（万千瓦）
国能湖北松滋抽水蓄能有限公司	67%	松滋抽蓄	水电	120
国家能源集团安徽能源有限公司	100%	安庆三期	火电	200
		铜陵二期	火电	200
国能（衡水）热电有限责任公司	65%	衡丰扩建项目	火电	132
国能滇南开远发电有限公司	100%	小龙潭四期	火电	70
国能青海德令哈煤电有限公司	100%	德令哈煤电	火电	132
国家能源集团金沙江奔子栏水电有限公司	51%	奔子栏水电项目	水电	260
国家能源集团金沙江旭龙水电有限公司	51%	旭龙水电项目	水电	240
合计				1354

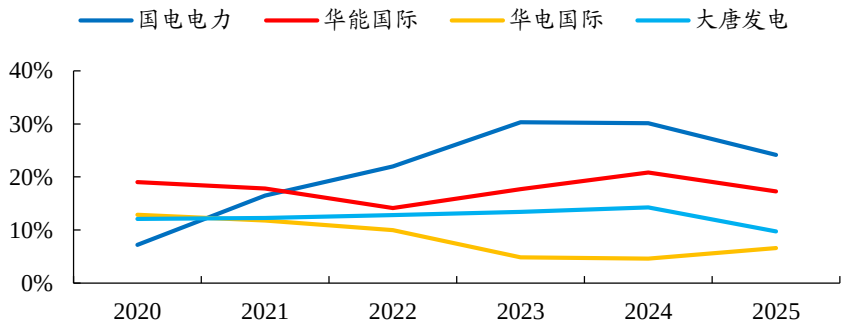
注：截至 2026 年 6 月，国家能源集团安徽能源有限公司在运光伏发电项目约 32 万千瓦
资料来源：《国电电力关于启动收购控股股东部分资产的公告》，国泰海通证券研究

资本开支强度维持高位，水电投资比例较“十四五”中期低位逐步回升。我

下载日志已记录，仅供内部参考

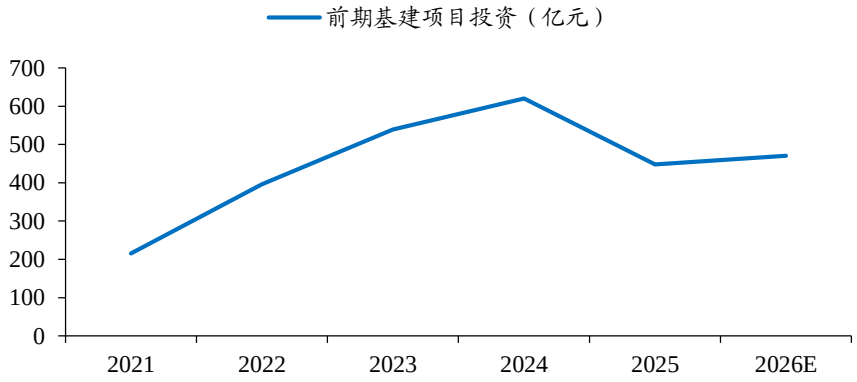
们用在建工程/固定资产刻画资本开支强度，发现公司水平显著高于行业其他三家龙头可比公司，且 2022 年以来均维持在 20%以上，成长路径清晰明确。从资本开支总量来看，过去五年公司前期基建支出呈上升趋势，2025 年虽有所回落，但仍处于历史较高水平；从资本开支结构来看，水电占比自 2023 年低位以来逐渐提升。“十四五”期间，公司聚焦“双碳”战略目标，全线推进新能源项目开发；同时顺应产业趋势灵活调整资本开支结构，逐渐增加水电和火电等调节性电源的投资力度。

图5：各电力企业资本开支强度（在建工程/固定资产）



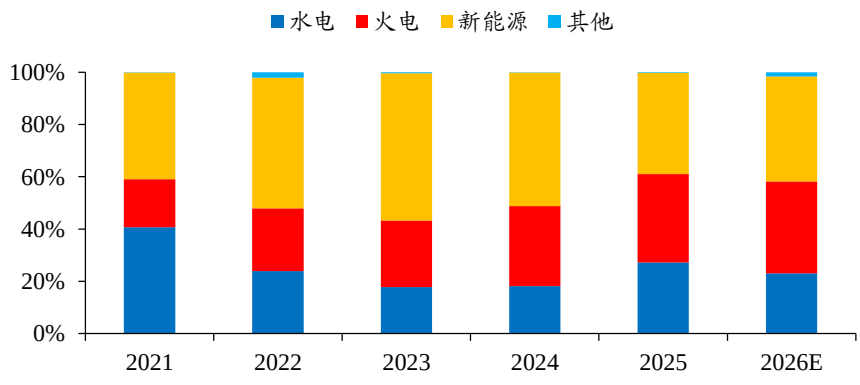
资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

图6：公司前期基建项目投资总量及预测



资料来源：公司年报（2021~2025），国泰海通证券研究

图7：公司前期基建项目投资结构及预测



资料来源：公司年报（2021~2025），国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 大渡河水电进入投产周期，远期成长空间值得期待

公司水电机组主要集中在四川大渡河流域，大渡河是我国第五大水电基地。大渡河水电资源富集，其干流和主要支流水力资源蕴藏量 3368 万千瓦，占四川省水电资源总量的 23.6%，在我国十三大水电基地中排名第五，在四川“三江”水电基地中排第三。根据《四川省大渡河干流水电规划调整报告》，大渡河干流水电河段施行“三库 22 级”开发方案。公司控股子公司国能大渡河拥有大渡河干流 17 个梯级水电站的开发权，总装机容量约 1800 万千瓦，占大渡河干流规划开发总装机容量的 65%。

国能大渡河是公司水电资产主体，在运水电站调节能力较弱。截至 2025 年末，公司控股水电装机 1513.1 万千瓦，其中国能大渡河拥有控股装机容量 1134.1 万千瓦，占公司控股水电装机比重约 75%，且约占四川省调水电总装机的 1/4。此外，国能大渡河在运电站的调节能力较弱，大多为日调节和季调节电站，发电量多集中于丰水期（四川水电上网电价枯水期较平水期上浮 24.5%，丰水期较平水期下浮 24%），2020~2025 年平均 Q3（丰水期）发电量是 Q1（枯水期）的 2.8 倍。

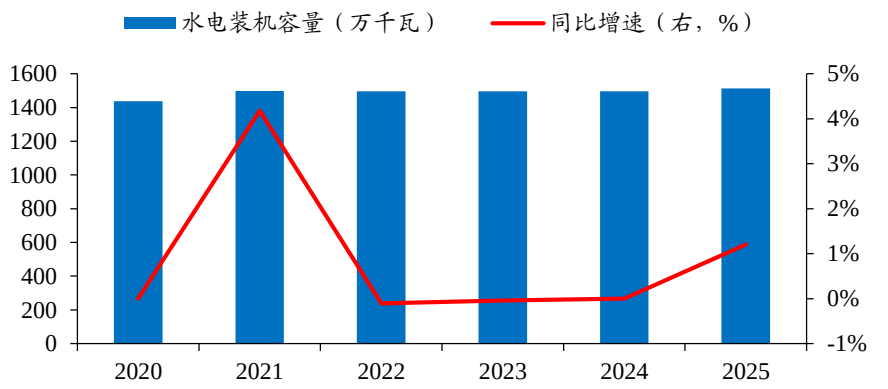
图8：大渡河干流水电梯级开发平面图



资料来源：国家能源之声

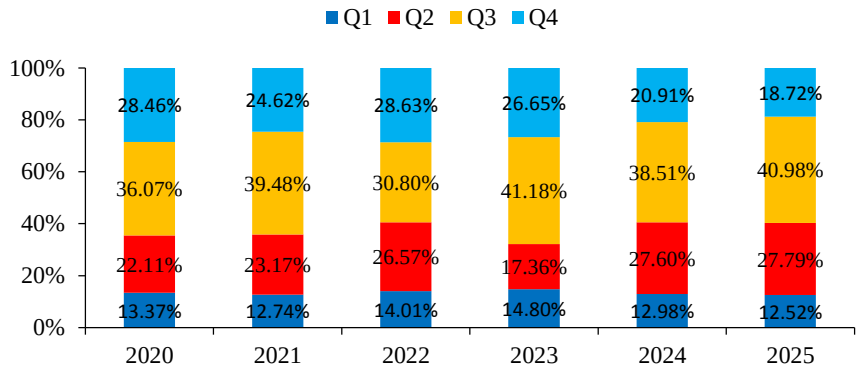
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：公司水电装机容量及同比增速



资料来源：公司年报（2020~2025），国泰海通证券研究

图10：公司四川省水电发电量季度分布结构



资料来源：公司电量情况公告（2020~2025），国泰海通证券研究

表4：国能大渡河存量水电装机列表

电站名称	调节能力	装机容量（万千瓦）	持股比例	设计发电量（亿千瓦时）
猴子岩	不完全季调节	170	100%	70.15
大岗山	日调节	260	80%	114.5
瀑布沟	不完全年调节	360	100%	145.85
深溪沟	日调节	66	100%	32.4
枕头坝一级	日调节	72	100%	32.9
沙坪二级	日调节	34.8	100%	15.68
龚嘴	日调节	77	100%	34.18
铜街子	日、周调节	70	100%	32.1
吉牛	日调节	24.3	85%	11.83
合计		1134.1		489.59

资料来源：国能大渡河 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新绿色公司债券（第二期）募集说明书，国泰海通证券研究

2026E 新增投产装机 352 万千瓦，占在运装机比例 31%。截至 2026 年 9 月，金川、枕头坝二级、沙坪一级等水电站已实现全容量投产发电，双江口水电站 1 号、2 号、4 号机组已投产发电，根据当前项目进展情况，我们预计双江口 3 号机组有望在 2026 年年底投产，合计贡献装机增量 352 万千瓦，占国能大渡河在运装机 1134.1 万千瓦的 31%。此外，双江口水电站作

下载日志已记录，仅供内部参考

为具备年调节能力的龙头水库，还将通过补偿下游梯级电站发电量释放增发效应（详见后文分析）。

电价层面，四川新投水电站基准电价据调节能力实行分类定价。双江口水电站具备年调节能力，对应四川水电分类定价中的最高档 0.3766 元/千瓦时，电价机制具备较强保障。

表5：公司 2026E 集中投运水电装机列表

电站名称	调节能力	装机容量（万千瓦）	持股比例	设计发电量（亿千瓦时）	全部投产时间
双江口	年调节	200	63%	77	2026E
金川	日调节	86	100%	35	2026.6
枕头坝二级	日调节	30	100%	15	2026.5
沙坪一级	日调节	36	100%	16.35	2026.7
合计		352		143.35	

资料来源：公司 2025 年年报，阿坝州政府官网，中国电建官网，四川省生态环境厅官网，中国能源新闻网，国家能源集团官网，国家能源招标网，国泰海通证券研究

表6：四川电网水电基准电价表

电站类型	上网电价（元/千瓦时）
新投径流式电站	0.2974
新投季调节(含不完全年调节)电站	0.3380
新投年调节和多年调节电站	0.3766

资料来源：四川省发改委，国泰海通证券研究

公司水电项目储备充足，未来装机增长空间 57%。公司目前拥有老鹰岩一级、老鹰岩二级、丹巴、巴底和安宁等 5 个在建/规划项目，加上 2026 年集中投产的双江口等项目，合计装机容量 652 万千瓦，将为国能大渡河（截至 2025 年底水电装机容量合计 1134.1 万千瓦）带来约 57%的增长潜力。在建/规划项目中，其中老鹰岩一级、老鹰岩二级已开工建设，预计“十五五”末期投产；丹巴水电站已完成核准、环评等前期手续，预计 2031~2032 年投产；巴底和安宁水电站尚处于规划研究阶段，预计将作为公司后续开发储备项目。

表7：公司水电储备项目列表（截至 2025 年底）

电站名称	调节能力	装机容量（万千瓦）	持股比例	设计发电量（亿千瓦时）	预计投产时间
双江口	年调节	200	63%	77	2026E
金川	日调节	86	100%	35	2026.6
枕头坝二级	日调节	30	100%	15	2026.5
沙坪一级	日调节	36	100%	16.35	2026.7
老鹰岩一级	日调节	30	85%	13.7	2030E
老鹰岩二级	日调节	42	85%	18.38	2029E
丹巴	日调节	115	56%	47.18	2031~2032E
巴底	日调节	72	-	29.45	待建
安宁	日调节	41	-	-	待建
合计		652		-	

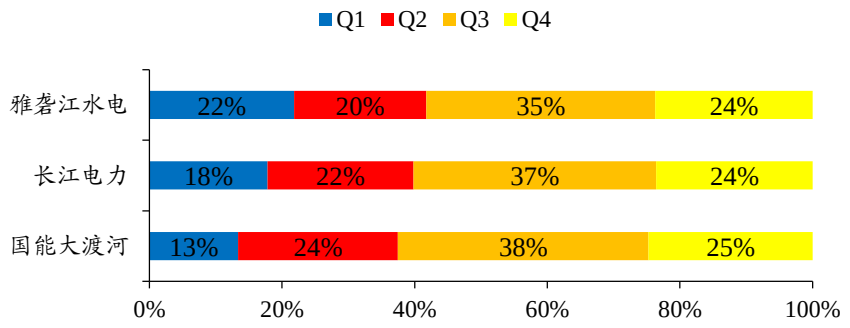
资料来源：公司 2025 年年报，国能大渡河 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新绿色公司债券（第二期）募集说明书，阿坝州政府官网，中国电建官网，四川省生态环境厅官网，中国能源新闻网，国家能源集团官网，电能招标网，生态环境部官网，国家能源招标网，丹巴县政府官网，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3. 双江口水电站具备增发效应，上网电价有望结构性抬升

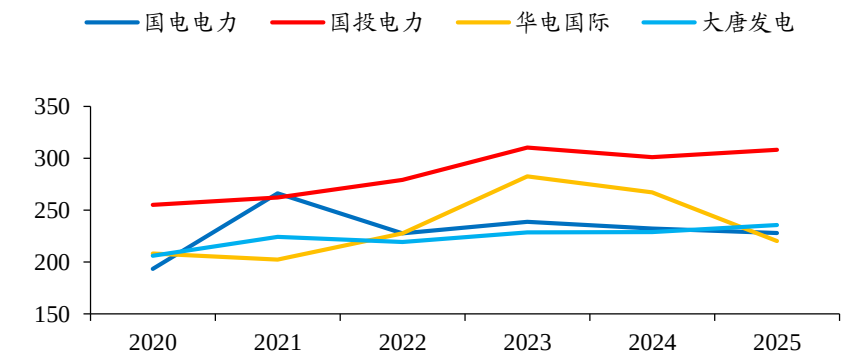
历史上大渡河水电上网电价偏低，弃水问题较严重，盈利能力改善空间可观。双江口水电站投产前，国能大渡河水电资产价值释放受限，主要受调节能力不足和消纳条件约束影响。一方面，存量电站多为日调节和季调节机组，发电量集中于电价较低的丰水期（公司 Q3 与 Q1 发电量占比差值相较其他龙头水电公司更高），导致整体上网电价偏低；另一方面，大渡河水电主要承担四川省内消纳，余量参与外送，但受限于无专门外送通道和省调调用机制，消纳优先级相对较低，弃水问题较为突出。据国家能源局和中国能源报，2015~2019 年国能大渡河下属电站年均弃水电量超过 80 亿千瓦时。2020 年来水偏丰情况下，大渡河流域弃水电量 107 亿千瓦时，占四川全省弃水电量的 53%。受低电价和弃水问题拖累，国能大渡河的盈利能力相对较弱，相较行业其他龙头水电公司有明显改善空间。

图11：各水电公司季度发电量分布结构对比（2020~2025 年平均）



资料来源：国电电力、长江电力发电量情况公告（2020 Q1~2025 Q4），国投电力经营数据公告（2020 Q1~2025 Q4），国泰海通证券研究

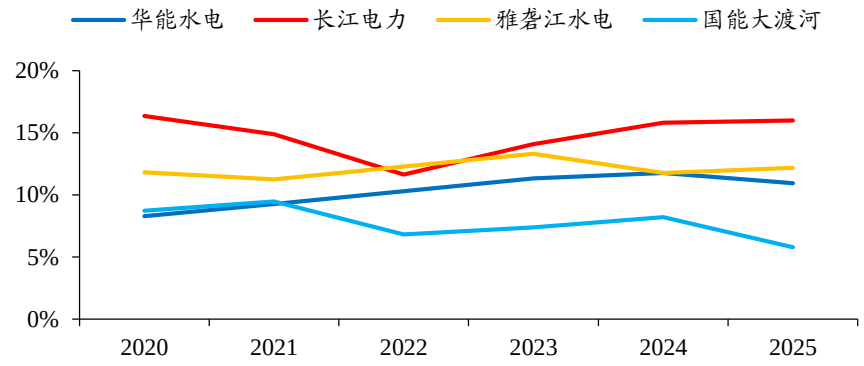
图12：各电力公司四川水电上网电价（元/兆瓦时）



资料来源：各公司年报（2020~2025），国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：各水电公司平均 ROE



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

双江口水电站作为大渡河上游控制性龙头水库，具备年调节能力。项目投产后，可通过调节流域径流过程，优化天然来水时序分布，提高下游梯级电站枯期出力水平，改善流域丰枯期电量分布结构，并增加梯级整体发电效益。

双江口水电站的增发效应首先体现为下游梯级电站年均发电量提升约 9%。据阿坝州发改委披露，双江口水电站投运后，自身年均发电量 77 亿千瓦时，同时可为下游梯级电站群带来年均 66 亿千瓦时的电量增益。按照国能大渡河占双江口下游大渡河干流规划开发总装机容量 64%的比例测算，双江口水电站预计可为国能大渡河下游电站新增约 42 亿千瓦时的年发电量，较 2020~2025 年平均发电量提升约 9%。

双江口水电站的增发效应还体现为下游梯级电站枯水期电量占比提升。通过联合调度，双江口水电站可在丰水期蓄存部分来水，并在天然来水偏枯时期通过发电释放库容，为下游梯级电站补充来水。因此，各梯级电站丰水期电量占比降低，枯水期电量占比提升，电量分布结构得到优化。同时，从空间上看，增发效应带来的枯水期电量占比提升幅度从上游向下游逐渐递减，主要系区间入流的影响。

得益于增发效应带来的枯水期发电量及其占比提升，国能大渡河上网电价有望实现结构性抬升。根据四川省发改委于 2017 年 12 月发布的《关于调整四川电网丰枯峰谷电价政策有关事项的通知》，上网侧水电电价较平水期基准价，枯水期上浮 24.5%，丰水期下浮 24%。其中，平水期电价以各电站批复电价为基准，批复电价根据项目投资成本、电站调节能力等因素综合核定。我们参考了湛洋等学者于 2015 年 9 月发表的《基于 POA 优化的双江口水电站对下游梯级发电补偿效益研究》，结合文章中各下游梯级电站无/有双江口补偿情形下的电量占比及四川水期电价机制，对国能大渡河下游梯级电站在双江口补偿后的综合电价增幅进行了测算。各电站综合电价增幅区间为 2.0%~5.6%。

表8：有无双江口补偿下国能大渡河双江口以下梯级电站电量分布结构及双江口补偿综合电价增幅

梯级电站	无双江口补偿电量占比（%）			有双江口补偿电量占比（%）			双江口补偿综合电价增幅（%）
	丰水期	平水期	枯水期	丰水期	平水期	枯水期	
金川	72.8%	13.3%	13.9%	62.7%	13.2%	24.0%	5.6%
安宁	72.9%	13.3%	13.8%	63.2%	13.2%	23.6%	5.5%
巴底	73.0%	13.3%	13.8%	63.5%	13.2%	23.3%	5.2%
丹巴	71.9%	13.9%	14.3%	63.6%	13.6%	22.8%	4.6%

下载日志已记录，仅供内部参考

猴子岩	72.4%	13.7%	14.0%	65.7%	13.5%	20.8%	3.7%
大岗山	71.1%	13.7%	15.2%	66.1%	13.5%	20.5%	3.0%
老鹰岩一级	69.8%	14.0%	16.1%	65.3%	13.7%	21.0%	2.7%
老鹰岩二级	70.0%	13.9%	16.0%	65.6%	13.7%	20.7%	2.7%
瀑布沟	63.1%	15.0%	21.9%	57.7%	15.6%	26.7%	2.7%
深溪沟	62.1%	16.3%	21.6%	57.3%	17.2%	25.5%	2.3%
枕头坝一级	61.9%	16.4%	21.7%	57.2%	17.3%	25.6%	2.4%
枕头坝二级	61.9%	16.4%	21.6%	57.2%	17.2%	25.6%	2.4%
沙坪一级	62.2%	16.3%	21.5%	57.3%	17.2%	25.5%	2.4%
沙坪二级	61.5%	16.6%	21.9%	57.0%	17.3%	25.6%	2.1%
龚嘴	59.4%	17.5%	23.1%	55.5%	17.9%	26.6%	2.0%
铜街子	62.0%	16.4%	21.6%	57.6%	17.1%	25.2%	2.0%

资料来源：《基于 POA 优化的双江口水电站对下游梯级发电补偿效益研究》（湛洋等），四川省发改委，国泰海通证券研究

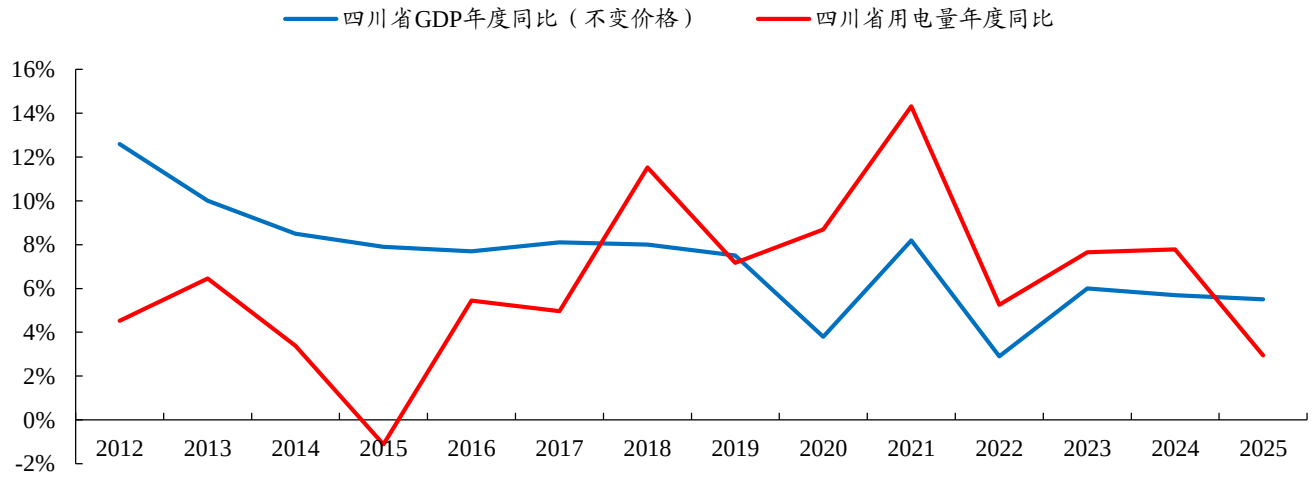
下载日志已记录，仅供内部参考

4. 四川电力供需维持紧平衡，电价中枢有望上涨

4.1. “十五五”用电量预计年增 8%，数据中心贡献新增需求

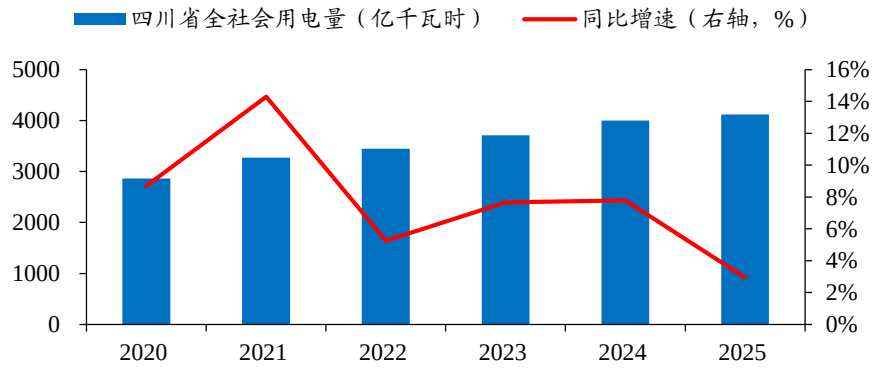
预计“十五五”期间四川经济增长拉动用电需求增长。《四川省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》提出：“十五五”期间 GDP 年均增长 5.5%左右，在经济快速增长支持下，四川省用电需求有望保持高速增长。四川省能源监管办分析指出，“十五五”期间四川省全社会用电量年均增速预计达 8.0%以上。2025 年四川省全年 GDP 同比+5.5%，以 2023 年为基数两年 CAGR+5.6%；同期全社会用电量 4117 亿千瓦时，同比+2.9%，以 2023 年为基数两年 CAGR+5.3%。我们推测 2025 年用电增速放缓与基数效应等因素有关。此外，近年来四川省净输出电量呈下降趋势，也在一定程度上反映了需求逐渐释放。

图14：四川省 GDP 年度同比（不变价格）及四川省用电量年度同比



资料来源：四川省国民经济和社会发展统计公报，中国电力统计年鉴，中电联，国泰海通证券研究

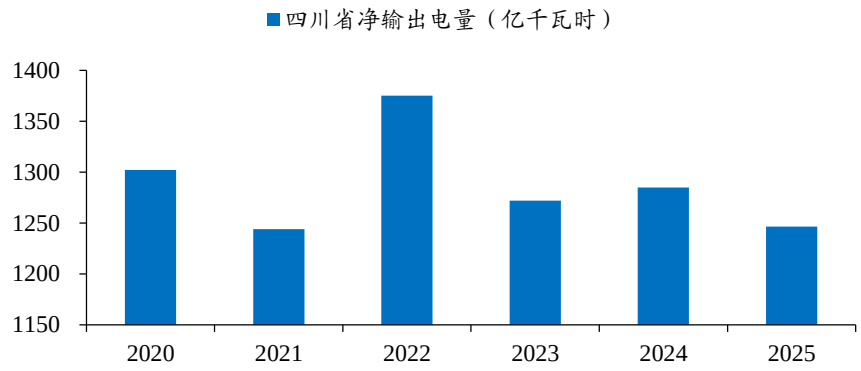
图15：四川省全社会用电量及同比增速



资料来源：中电联，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图16：四川省净输出电量

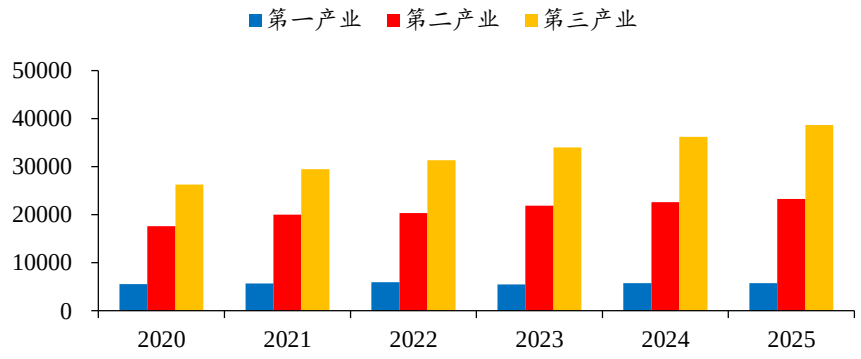


资料来源：中电联，国泰海通证券研究

第二、三产业共筑经济发展支柱，产业结构升级支撑用电需求增长。2025年四川省第二产业增加值为2.3万亿元（占比约34.4%），同比+4.9%；第三产业增加值为3.9万亿元（占比约57.1%），同比+6.1%。从用电结构看，工业用电仍是四川电力消费的重要组成部分，高耗能产业扩产及产业升级成为工业用电增长的重要支撑。其中，锂电、多晶硅等新能源产业链贡献较为突出。

据《四川省新能源产业链建圈强链发展规划（2025—2027年）》和《促进锂电产业高质量发展的实施意见》，四川将持续推进新能源产业链建圈强链，加快发展多晶硅、锂离子电池等重点产业，到2027年光伏产业链营收规模有望超过4000亿元，锂电全产业链产值规模超过8000亿元，新型储能装机规模达500万千瓦，相关产业发展将持续贡献工业用电增量。此外，“十五五”期间四川将加快数字经济和算力基础设施布局，先进算力等新型负荷有望贡献新增用电量，第三产业数字化转型对用电需求增长的拉动作用将持续凸显。

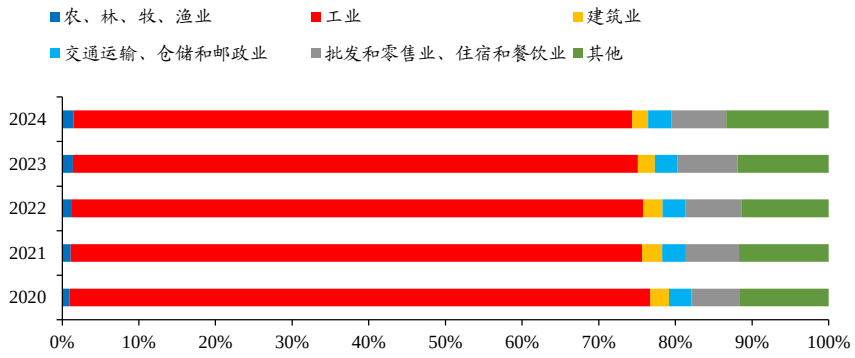
图17：四川省分产业GDP（亿元）



资料来源：四川省国民经济和社会发展统计公报，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

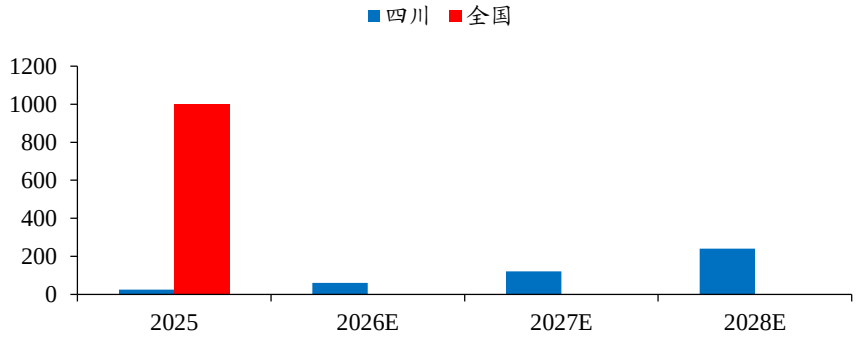
图18：四川省分产业用电量结构



资料来源：四川统计年鉴，国泰海通证券研究

算力中心规模快速扩张，有望成为新增用电需求的重要来源。据中国信通院于 2026 年 3 月发布的《先进计算暨算力发展指数蓝皮书（2025 年）》：2025 年 6 月全国智算规模约为 782 EFLOPS，占全国算力总规模约 81%，算力中心平均 PUE 约为 1.42；预计 2025 年底智算规模就突破 1000 EFLOPS，占比超过 85%。根据国家能源局披露：2025 年全国算力中心用电量约 1700 亿千瓦时，占全社会用电量约 1.6%；预计“十五五”期间，全国算力用电量年均新增 1000 亿千瓦时以上，到 2030 年有望达到约 8000 亿千瓦时，占全社会用电量比例提升至约 6%。据《四川省推进算力设施优化布局提质建设和算电融合发展实施方案（2026—2028 年）》：到 2026/2027/2028 年四川智算规模分别有望达到 60/120/240 EFLOPS，连续三年实现规模翻倍。

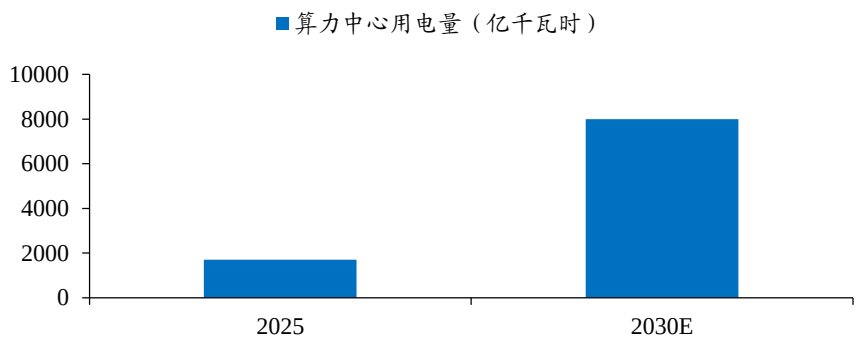
图19：四川省和全国智算规模及预测（EFLOPS）



资料来源：《先进计算暨算力发展指数蓝皮书（2025 年）》，《四川省推进算力设施优化布局提质建设和算电融合发展实施方案（2026—2028 年）》，四川省通信管理局，国泰海通证券研究

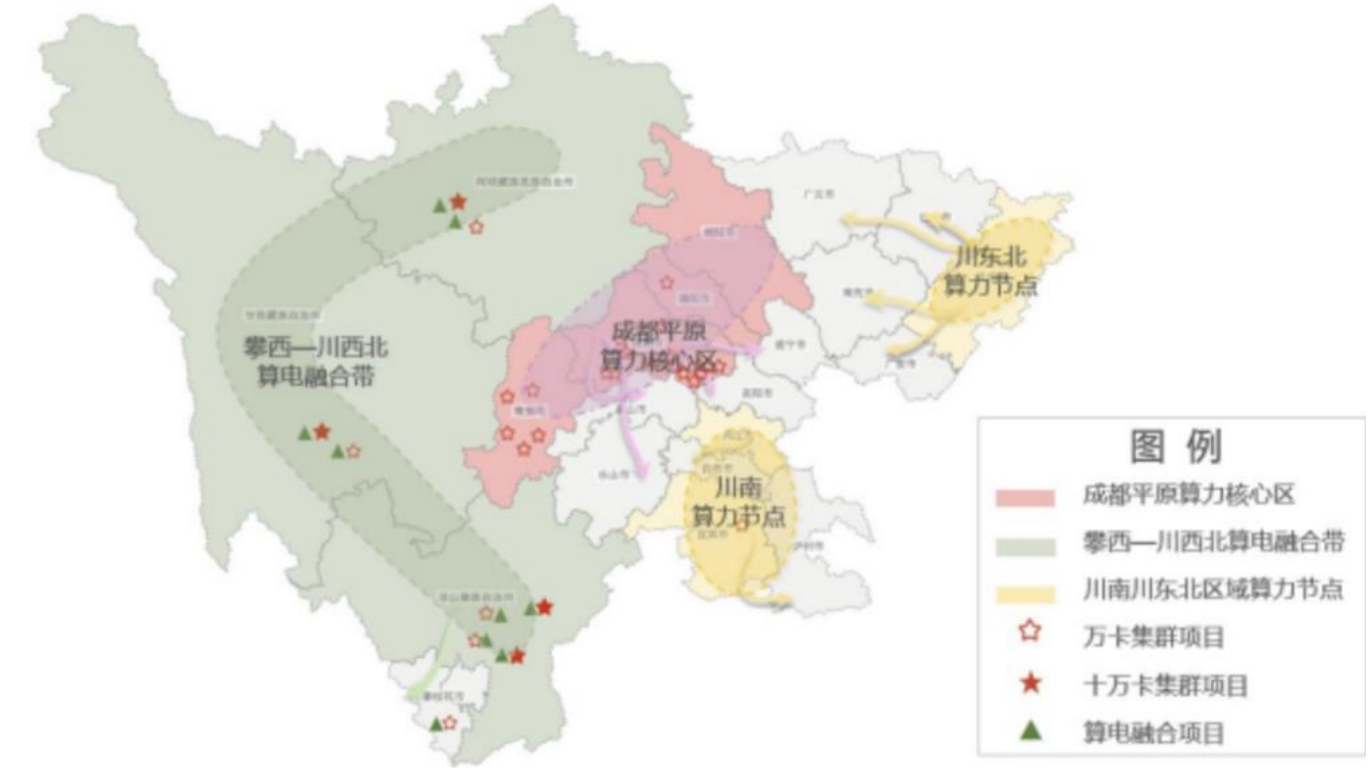
下载日志已记录，仅供内部参考

图20：全国算力中心用电量情况及预测



资料来源：国家能源局，国泰海通证券研究

图21：四川省“一区一带两节点”布局示意图



资料来源：《四川省推进算力设施优化布局提质建设和算电融合发展实施方案（2026—2028 年）》

4.2. 新能源成为新增装机主体，水电、火电增量有限

水电及抽水蓄能装机增量有限，已披露项目主要集中于大渡河、雅砻江流域。四川省“十五五”规划纲要提出：推动金沙江上游、雅砻江、大渡河流域水风光一体化清洁能源基地规划建设，优先建设具有年调节或多年调节以上调节能力水电站，统筹推进中型水电站和抽水蓄能电站建设。目前已披露的水电及抽水蓄能项目主要分布于大渡河和雅砻江流域，整体规模有限，预计大部分未披露项目将在“十六五”期间建设和投产。截至 2025 年末，四川水电累计装机 10111.66 万千瓦。根据我们跟踪的水电及抽水蓄能项目数据，截至 2026 年初在建或已核准的水电及抽水蓄能装机共 644 万千瓦，预计 2026~2028 年投产 352/0/60 万千瓦。

下载日志已记录，仅供内部参考

表9：四川省待投产水电及抽水蓄能项目（截至 2025 年底）

项目名称	装机结构（万千瓦）	项目进度	预计投产时间
双江口	4*50	在建	2026E
金川	4*21.5	在建	2026.6
枕头坝二级	6*5	在建	2026.5
沙坪一级	6*6	在建	2026.7
老鹰岩一级	4*7.5	在建	2030E
老鹰岩二级	3*14	在建	2029E
卡拉水电站	4*25.5	在建	2029E
牙根一级水电站	3*10	在建	2028E
两河口混合式抽水蓄能电站	4*30	在建	2028~2029E
四川江油抽水蓄能电站	4*30	已核准	2030~2031E

资料来源：国能大渡河 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新绿色公司债券（第二期）募集说明书，雅砻江水电 2026 年度第四期超短期融资券募集说明书，阿坝州政府官网，中国电建官网，中国能源新闻网，电能招标网，生态环境部官网，国泰海通证券研究

新能源装机贡献主要增量，“十五五”期间预计新增装机 5000 万千瓦以上。四川省“十五五”规划纲要提出：引导风光资源富集地区规模化、基地化、集约化发展，重点推动“三州”风电和光伏基地建设，因地制宜发展分布式光伏和分散式风电，新增新能源装机 5000 万千瓦以上。截至 2025 年末，四川省新能源装机 2907 万千瓦（风电 927/光伏 1980 万千瓦）。参考上述规划及雅砻江水风光一体化基地规划装机比例（风电 260 万千瓦/光伏 3640 万千瓦），我们预计 2028 年末四川省风电/光伏累计装机 1127/4780 万千瓦。

表10：四川省新能源装机规模预测（万千瓦）

类别	2025	2026E	2027E	2028E
风电	927	994	1061	1127
光伏	1980	2913	3847	4780
新能源合计	2907	3907	4907	5907

资料来源：中电联，《四川省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》，四川能源监管办，国泰海通证券研究

火电转型顶峰兜底电源，“十五五”期间预计新增装机 600 万千瓦。四川省“十五五”规划纲要提出：科学布局建设支撑性煤电，适度布局气电，建成投产川东北区域 600 万千瓦装机规模的燃煤发电项目。随着新能源渗透率逐步提升，火电逐渐转向支撑调节性电源，未来五年新增装机规模有限。截至 2025 年末，四川省火电累计装机 2643 万千瓦。根据我们跟踪的火电项目数据，截至 2026 年初在建煤电装机 600 万千瓦，加上 2026 年 2 月投产的四川达州燃气电站二期工程项目 4 号机组（74 万千瓦），预计 2026~2028 年投产 274/200/200 万千瓦。

表11：四川省待投产火电项目（截至 2025 年底）

项目名称	装机结构（万千瓦）	项目进度	预计投产时间
四川达州燃气电站二期工程项目 4 号机组	1*74	在建	2026.2
中煤广元煤电一体化项目	2*100	在建	2026E
南充燃煤发电项目	2*100	在建	2028E

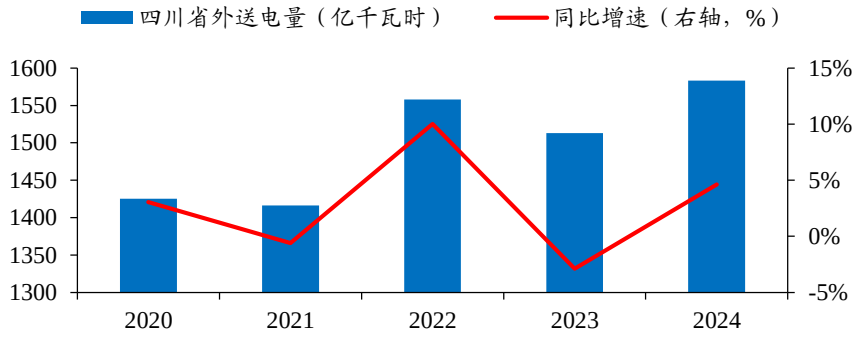
下载日志已记录，仅供内部参考

国家电投川东北高效清洁煤电综合利用一体化项目	2*100	在建	2027E

资料来源：《四川省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》，达州市政府官网，新华网，广元日报，四川能源官网，中国能建官网，国泰海通证券研究

外送电量增速放缓，2028 年前后陇、疆电入川等特高压工程有望投产。四川作为外送电量大省，近五年年度外送电量均超过 1400 亿千瓦时，但 2023 年以来增速已大幅放缓。除原有的 8 条已投产特高压线路外，省内特高压交流骨干网架工程方面，1000 千伏阿坝—成都东特高压交流工程、攀西特高压交流工程等已开工建设；外电入川方面，±800 千伏甘肃巴丹吉林沙漠基地送电四川特高压直流工程处于规划阶段，±800 千疆电（南疆）送电川渝特高压直流工程已进入环评阶段，两者均预计 2028 年底建成投产。随着用电需求的逐步释放，四川定位有望从外送大省逐渐转化为消纳中心。

图22：四川省外送电量及同比增速



资料来源：四川统计年鉴，国泰海通证券研究

表12：四川省在运/在建特高压工程汇总

状态	特高压线路	投运/拟投运时间
在运	±800 千伏向家坝—上海特高压直流工程	2010 年 7 月
	±800 千伏锦屏—苏南特高压直流工程	2012 年 12 月
	±800 千伏溪洛渡左岸—浙江金华特高压直流工程	2014 年 7 月
	±800 千伏雅中—江西特高压直流工程	2021 年 6 月
	±800 千伏白鹤滩—江苏特高压直流工程	2022 年 7 月
	±800 千伏白鹤滩—浙江特高压直流工程	2022 年 12 月
	±800 千伏金上—湖北特高压直流工程	2025 年 12 月
	1000 千伏川渝特高压交流工程	2024 年 12 月
在建（省内）	1000 千伏阿坝—成都东特高压交流工程	2026E
	攀西特高压交流工程	2028E
在建（外电入川）	±800 千伏甘肃巴丹吉林沙漠基地送电四川特高压直流工程	2028E
	±800 千疆电（南疆）送电川渝特高压直流工程	2028E

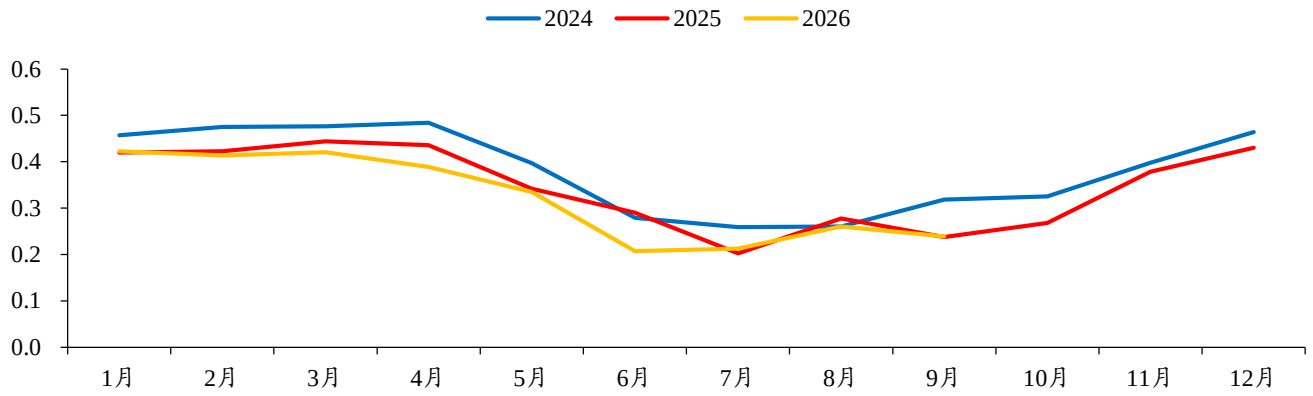
资料来源：《四川省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》，国家能源局，国家发改委官网，四川省发改委官网，甘肃省发改委官网，青海省发改委官网，国家电网，中电联，北极星输配电网，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3. 电力供需延续紧平衡，电价中枢有望上行

四川电力供需趋紧，有望支撑电价中枢上行。考虑到四川本地用电需求增速可观、供给存在一定程度错配，预计 2027 年起火电利用小时数重回上升通道。随着四川电力供需趋紧，我们预计电价中枢有望上行。

图23：四川省月度代理购电价格（元/千瓦时）



资料来源：四川电力交易中心，国泰海通证券研究

表13：四川省电量供需平衡表

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
用电量（亿千瓦时）	**4000**	**4117**	**4447**	**4802**	**5187**
同比（%）	*7.8%*	*2.9%*	*8.0%*	*8.0%*	*8.0%*
净输出电量（亿千瓦时）	1285	1246	1284	1322	1263
同比（%）	*1.0%*	*-3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*-4.5%*
发电量（亿千瓦时）	**5285**	**5364**	**5731**	**6125**	**6449**
同比（%）	*6.1%*	*1.5%*	*6.8%*	*6.9%*	*5.3%*
累计装机（万千瓦）	**13906**	**15662**	**17288**	**18488**	**19748**
同比（%）	*7.4%*	*12.6%*	*10.4%*	*6.9%*	*6.8%*
火电发电量（亿千瓦时）	**952**	**974**	**1101**	**1290**	**1475**
同比（%）	*5.8%*	*2.3%*	*13.1%*	*17.2%*	*14.3%*
占发电量（%）	*18.0%*	*18.2%*	*19.2%*	*21.1%*	*22.9%*
火电累计装机（万千瓦）	2164	2643.37	2917	3117	3317
火电新增装机（万千瓦）	319	479	274	200	200
火电利用小时数（小时）	**4800**	**4167**	**3921**	**4362**	**4612**
同比（%）	*-2.5%*	*-13.2%*	*-5.9%*	*11.3%*	*5.7%*
水电发电量（亿千瓦时）	**4045**	**4042**	4156	4229	4236
同比（%）	*4.7%*	*-0.1%*	*2.8%*	*1.7%*	*0.2%*
占发电量（%）	*76.6%*	*75.4%*	*72.5%*	*69.0%*	*65.7%*
水电累计装机（万千瓦）	9770	10111.66	10464	10464	10524
水电新增装机（万千瓦）	11	342	352	0	60
水电利用小时数（小时）	**4112**	**4062**	4082	4041	4041
同比（%）	*2.9%*	*-1.2%*	*0.5%*	*-1.0%*	*0.0%*
风电发电量（亿千瓦时）	**191**	**168**	176	188	200

下载日志已记录，仅供内部参考

同比（%）	*14.5%*	*-12.1%*	*4.5%*	*7.0%*	*6.5%*
占发电量（%）	*3.6%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*
风电累计装机（万千瓦）	890	927.29	994	1061	1127
风电新增装机（万千瓦）	120	37	67	67	67
风电利用小时数（小时）	2284	1859.59	1841	1841	1841
同比（%）	*-10.9%*	*-18.6%*	*-1.0%*	*0.0%*	*0.0%*
光伏发电量（亿千瓦时）	**96**	**180**	298	418	539
同比（%）	*84.7%*	*87.1%*	*65.7%*	*40.5%*	*28.8%*
占发电量（%）	*1.8%*	*3.4%*	*5.2%*	*6.8%*	*8.4%*
光伏累计装机（万千瓦）	1082.3	1980.1	2913	3847	4780
光伏新增装机（万千瓦）	509	898	933	933	933
光伏利用小时数（小时）	1298	1303.82	1291	1291	1291
同比（%）	*-17.1%*	*0.4%*	*-1.0%*	*0.0%*	*0.0%*

资料来源：中电联，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

（1）装机进度低于预期
若装机进度低于预期，公司业绩成长性将有所弱化。

（2）电价低于预期
若电价低于预期，公司业绩可能受到负面影响。

（3）来水弱于预期
若来水弱于预期，公司水电业务业绩可能受到负面影响。

（4）减值计提超预期
若公司后续计提大额资产及信用减值，将影响当期账面利润。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666