

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-14

宏观策略

2025 年 07 月 14 日

宏观深度报告 20250711: 房地产对中国经济的影响已明显减弱

预计随着专项债收购存量商品房的更大规模落地, 地产供给端有望继续“提质缩量”, 带动地产供需关系继续改善。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20250710: 广核转债: 中国核电领域龙头

我们预计广核转债上市首日价格在 126.83~140.94 元之间, 我们预计中签率为 0.0140%。

行业

推荐个股及其他点评

杰瑞股份 (002353): 中标非洲天然气 EPC 订单, 海外天然气成长逻辑逐步兑现

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 30.3/34.9/39.9 亿元, 当前市值对应 PE 估值为 12/10/9 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 国际油价波动; 国内油气资本开支不及预期; 国际关系摩擦。

亚盛医药-B (06855.HK): APG-2575 国内获批, 首款国产 Bcl-2 上市

盈利预测与投资评级: 随着奥雷巴替尼销售放量和武田选择权付款, 我们预计公司收入将快速增长, 维持 25-27 年的收入预测, 5.19/32.15/20.95 亿元。公司未来收入增长较快, 确定性高, 海外市场潜力较大, 维持“买入”评级。风险提示: 新药研发进展不及预期; 药品审批和上市时间不及预期; 合作方未能履行合约的风险; 市场格局竞争加剧的风险等。

重庆百货 (600729): 2025H1 业绩快报点评: 归母净利同比+9%稳健成长

事件: 7 月 10 日公司发布 2025 年半年度业绩快报。2025H1, 公司实现收入为 80.4 亿元, 同比-10.45%; 实现归母净利润为 7.74 亿元, 同比+8.74%; 扣非净利润为 7.2 亿元, 同比+2.27%。盈利预测与投资评级: 考虑公司汽贸业务的调整, 我们下调公司收入预期但基本维持归母净利润预期不变。我们基本维持公司 2025-27 年归母净利润预期为 14.1/15.0/15.8 亿元, 同比+7.0%/6.6%/5.5%, 对应 7 月 11 日 P/E 为 9/8/8 倍, 维持“买入”评级。

华测检测 (300012): 2025Q2 预告快评: Q2 归母净利润同比+8%~10%, 检测龙头经营持续稳健

盈利预测与投资评级: 全年来看, 公司内生拓展+外延并购+精益管理思路不变, 业绩增速仍有望维持稳健。我们维持公司 10.5/11.7/13.1 亿元盈利预测, 当前市值对应 PE 20/18/16X 风险提示: 宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等。

长江电力 (600900): 2025H1 电量稳增, 国债收益率下行红利标杆空间打开

盈利预测与投资评级：公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量，我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 20.9/19.9/19.7 倍（估值日 2025/7/10），按照 2025 年分红比例 70% 计算，对应股息率 3.35%（估值日 2025/7/10），维持“买入”评级。

宏观策略

宏观深度报告 20250711：房地产对中国经济的影响已明显减弱

理性看待经济动能转换过程中地产的负增长 自 2017 年“三道红线”实施以来，地产及其产业链拉动的增加值占 GDP 比重开始逐渐回落，尤其是 2021 年房地产企业经历调整以来，地产及其相关产业链对于经济增长的拉动作用明显减弱。以投入产出表进行相关测算，2024 年地产行业拉动的 GDP 约为 13 万亿元，占 2024 年 GDP 总量的 9.6%，较 2016 年最高时的 16.9%回落了近 7.3 个百分点，较 2020 年的 14.5%也回落了近 4.9 个百分点。作为前期拉动经济发展的重要增长引擎，地产及相关产业的增长放缓甚至下行是近年来 GDP 增长放缓的重要原因之一。 尽管当前我国房地产投资和商品房销售面积仍录得负增长，但我们认为在经济增长动能由地产向先进制造转型的过程中，应理性看待两者的负增长，且从趋势来看，地产投资和房地产销售或已接近企稳的时点。 宏观视角：地产投资对经济增长的影响已明显减弱 其一，从经济增长的角度，尽管过去几年地产投资维持着 10% 的负增长，但我国经济总量维持着平稳增长，且地产投资对经济增长的影响在逐步减弱。从直接影响来看，今年一季度我国房地产开发投资累计同比增速录得-9.9%，较去年全年的-10.6%小幅收窄，对经济增长的影响也由去年全年的-0.9%降至了-0.7%；从间接影响来看，一方面，地产及其拉动相关行业的增加值占 GDP 比重明显降低，其波动对于经济增长的冲击明显减弱。另一方面，在消费品以旧换新以及保交楼等政策的支持下，家电、装潢建材等传统地产后周期行业逐步摆脱了地产投资下行的影响，在地产投资下行的趋势下逆势增长。尽管地产行业增量空间逐渐收缩，但中期来看针对存量市场的改善型需求仍有望带动地产后周期相关行业保持稳定增长。 其二，从日本、美国等发达经济体地产行业发展经验来看，住宅投资对 GDP 的贡献在达到峰值后往往会经历一段时间的快速回落，在中长期会逐步向 4%左右的均值回归。相较于美国和日本，我国住宅投资占 GDP 的比重在峰值明显更高，因此在 2021 年以来我国地产行业的调整过程中，住宅投资占 GDP 比重的回落也更快。截至 2024 年底，我国住宅投资占 GDP 的比重已经回落至 5.2%，已接近住宅投资需求的刚性区间下沿。 供需角度：供给端持续调整推动供需关系改善 从供需关系来讲，在经历了供给端的深度调整后，我国地产市场的供需关系正在重新平衡。自存量房收储以及城市更新行动等政策实施以来，地产市场供给结构得到明显优化，叠加需求端的回暖，地产供需关系有所改善。 短期来看，截至今年前 5 个月，我国住宅销售面积同比增速录得-2.6%，较 2024 年全年的-14.1%明显收窄，而住宅竣工面积和新开工面积同比增速分别录得-17.6%和-21.4%，供需关系的改善有效推动了商品房去库的进程，截至今年前 5 个月住宅待售面积同比增速录得 6.5%，较去年全年的 16.2%明显改善。从结构来看，目前一线城市去化周期仍在持续改善，已逐步企稳；二线城市去化周期也保持稳中有降；三四线城市去化周期则仍相对较长，仍存在一定的去化困难。而进入下半年，预计随着专项债收购存量商品房的更大规模落地，地产供给端有望继续“提质缩量”，带动地产供需关系继续改善。 中期来看，我们以城镇化带来的刚性需求、居民生活水平提高带来的改善性需求以及城市更新改造带来的更新需求三部分测算我国商品住宅的新增需求中枢。三部分加总来看，预计我国 2025 年到 2030 年间的年均新增住宅需求约为 7.3~8.9 亿平。截至 2024 年底，我国住宅销售面积录得了 8.1 亿

平方米，预计随着住宅销售面积同比降幅的收窄，我国住宅销售面积有望逐步向实际需求的下限贴近，在此过程中，应接受供给端的持续调整，以逐步达到供需的平衡点。 微观视角：发债房企信用风险已基本出清 从信用利差看，目前仅万科、光大嘉宝等个别主体绝对利差仍相对较高。截至 2025 年 6 月 30 日，国内仍有超过 20 亿元信用债存量（不含 ABS）的非城投房企共计 139 家，存量信用债规模合计约为 1.57 万亿元。剔除已经发生境内外信用债违约、展期、重组等情形的出险房企后，剩余 94 家房企存量信用债规模合计约为 1.17 万亿元。从信用利差分布看，上述未出险发债房企中，仅有 15 家主体的绝对利差超过 100BP，其中万科、光大嘉宝、华侨城股份、天地源 4 家主体的绝对利差超过 200BP。 以信用利差最高的万科为例，在深铁不断支持下，万科的企业信用正演化为深圳国企信用的延申，未来信用风险可控。2025 年 1 月 27 日春节前夕，万科公告由股东深铁集团收购自身在红树湾项目所享有的 49%投资收益权以及其他附属权益、自身持有的深圳地铁万科投资发展有限公司股权，两标的成交价款合计为 13.50 亿元。自 2025 年 2 月至今，深铁集团对万科的支持形式由收购项目转为提供股东借款，截至目前，深铁分 7 次累计提供了不超过 219.91 亿元的借款。 若最新一期披露的深铁 62.49 亿元借款全部投放，那么万科年内实际获得的股东借款总额将高达 218.19 亿元，上述资金主要用于万科公开市场债券本息的到期偿还；叠加今年 1 月项目及股权收购支持，年内深铁对万科的资金支持已高达 231.69 亿元，占万科今年一至三季度需偿还境内外债券总额的 88%。 考虑到通过股东借款形式，深铁与万科的信用资质“绑定”较去年更加紧密，因此虽然短期内“并表万科”受冲击深铁财报表现、持股比例仍相对较低等因素制约，快速落地的概率不高；但实质上从资金往来的角度出发，万科的企业信用正演化为深圳国企信用的延申。因此，综合深铁自身融资能力及万科存量债券考虑，万科的信用风险仍基本可控。 风险提示：（1）地产销售景气度短期内仍有波动，需警惕再度下行的风险；（2）国内市场短期跟随环境波动，政策推进节奏不及预期；（3）测算基于较多假定，可能存在一定误差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：刘子博）

固收金工

固收点评 20250710：广核转债：中国核电领域龙头

事件 广核转债（127110.SZ）于 2025 年 7 月 9 日开始网上申购：总发行规模为 49.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于广东陆丰核电站 5、6 号机组项目。 当前债底估值为 98.62 元，YTM 为 1.66%。广核转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AAA/AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.8%、1.2%、1.6%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 106.00%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 1.89%（2025-07-07）计算，纯债价值为 98.62 元，纯债对应的 YTM 为 1.66%，债底保护较好。 当前转换平价为 101.3 元，平价溢价率为-1.34%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 01 月 15 日至 2031 年 07 月 08 日。初始转股价 3.67 元/股，正股中国广核 7 月 7 日的收盘价为 3.72 元，对应的转换平价为 101.36 元，平价溢价率为-1.34%。 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 2.58%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回

条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 3.67 元计算，转债发行 49.00 亿元对总股本稀释率为 2.58%，对流通盘的稀释率为 3.28%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计广核转债上市首日价格在 126.83~140.94 元之间，我们预计中签率为 0.0140%。综合可比标的以及实证结果，考虑到广核转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 32%左右，对应的上市价格在 126.83~140.94 元之间。我们预计网上中签率为 0.0140%，建议积极申购。中国广核是由国资委控股的清洁能源大型中央企业，主要业务包括：建设、运营及管理核电站，销售该等核电站所发电力，组织开发核电站的设计及科研工作。公司拥有一个国家工程技术中心、一个全国重点实验室和五个国家能源研发平台，并建成了多个具有行业先进水平的大型实验室。公司持续坚持在安全的基础上高效发展核电，以安全、经济、可靠的电力供应，力争成为引领核能新技术开发和应用拓展的领跑者。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 7.35%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 868.04 亿元，同比增加 5.16%。与此同时，归母净利润稳定增长，2019-2024 年复合增速为 2.70%。2024 年实现归母净利润 108.14 亿元，同比增加 0.83%。中国广核营业收入主要来源于建设、运营及管理核电站，销售核电站所发电力，组织开发核电站的设计及科研工作。公司营业收入主要来源于销售电力，近三年占营业收入的比重分别为 70.16%、75.73%和 75.96%，电力销售收入整体呈增长趋势。中国广核销售净利率和毛利率保持稳定，仍显著高于行业平均水平，销售费用率维持稳定，财务费用率和管理费用率逐步下降。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 24.29%、21.07%、19.44%、18.40%、20.65%和 20.10%，销售毛利率分别为 41.73%、37.07%、33.20%、33.25%、35.97%和 34.03%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

推荐个股及其他点评

杰瑞股份（002353）：中标非洲天然气 EPC 订单，海外天然气成长逻辑逐步兑现

投资要点 事件：2025 年 7 月 9 日，杰瑞股份公告获阿尔及利亚 61 亿元天然气增压站项目授标函。收获阿尔及利亚气田增压项目，项目金额约 8.5 亿美元。近日，杰瑞石油天然气工程有限公司收到业主方 Sonatrach SPA（阿尔及利亚国家石油公司）发送的侯德努斯天然气增压站总承包工程项目的项目授标函，授标函金额包括美元及阿尔及利亚第纳尔两部分，分别为 6.3 亿美元和 293.6 亿阿尔及利亚第纳尔（合计约 8.5 亿美元或者 61.3 亿元）。该项目位于阿尔及利亚侯德努斯气田，主要目的是提高该气田的生产效率和天然气处理能力。业主为阿尔及利亚国家石油公司，中东&非洲影响力持续提升。本次杰瑞股份交易对手方为阿尔及利亚国家石油公司，是非洲规模最大的石油公司，也是阿尔及利亚最大的国有企业，具备较强的资金实力和信用评级。本次项目的中标标志着杰瑞股份油气工程服务业务在北非地

区的进一步扩张，有利于公司进一步巩固和拓展在阿尔及利亚乃至整个北非、中东地区陆上油气田一体化开发建设工程服务市场。我们认为，该项目能够充分发挥杰瑞股份天然气压缩设备&燃气轮机发电机组制造优势，有望带动公司中东&非洲影响力持续提升。“一带一路”合作深化，杰瑞中东市场布局进入收获期。杰瑞股份自2023年圆满完成KOC JPF-5项目竣工验收后，成功打响中东地区品牌知名度，2024年迎来大型EPC合同收获期。①2024年5月，杰瑞与伊拉克中部石油公司（MdOC）初步签署曼苏里亚气田开发合同；②2024年9月，杰瑞与巴林国家石油公司（BAPCO）签署7个天然气增压站工程总承包项目合同（总金额22亿元，核心设备约11亿元）。③2024年11月，杰瑞与ADNOC签订井场数字化改造项目（合同金额约66亿元），旨在彻底解决传统管理模式下高昂的维护和人力成本。中东高端油服市场的大型EPC项目持续中标，彰显国际高端石油公司对杰瑞设备制造和项目总承包能力的高度信任。盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-2027年归母净利润30.3/34.9/39.9亿元，当前市值对应PE估值为12/10/9倍，维持“买入”评级。风险提示：国际油价波动；国内油气资本开支不及预期；国际关系摩擦。

（证券分析师：周尔双）

亚盛医药-B (06855.HK): APG-2575 国内获批，首款国产 Bcl-2 上市
投资要点 事件：2025年7月10日，亚盛医药自研的新型 Bcl-2 选择性抑制剂 APG-2575 利生妥获中国国家药品监督管理局（NMPA）附条件批准上市，用于既往经过至少包含 BTK 抑制剂在内的一种系统治疗的成人慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤（CLL/SLL）患者。这是公司继奥雷巴替尼后成功上市商业化的第二款药品。同时利生妥也是全球范围内的第二款 Bcl-2 抑制剂，为国内的 CLL/SLL 患者提供了全新的治疗方案选择。国内第一款用于二线全人群的 Bcl-2 抑制剂：APG-2575 此次获批上市，基于一项治疗复发或难治性 CLL/SLL 的关键注册 II 期临床研究（APG2575CC201）结果，其主要终点指标为 ORR，其具体数据公司暂未披露。对于 BTK 抑制剂和/或免疫化疗治疗失败的病人，APG-2575 展现出优异疗效，同时安全性表现突出，研究中未发生肿瘤溶解综合征（TLS）副作用，血液学毒性发生率且程度可控，非血液学毒性发生率且多为 1-2 级。APG-2575 相比维奈克拉在国内 CLL/SLL 适应症中更优：此前艾伯维的维奈克拉在中国获批用于治疗既往至少接受过一种治疗的伴 17p 缺失的成人 CLL/SLL，相比之下 APG-2575 的适用患者人群更广泛，为 BTK 治疗失败的广大患者群体提供了新的方案。APG-2575 不仅仅在安全性上优于维奈克拉，对于维奈克拉治疗后患者同样有效。亚盛医药在 2024 年 ASH 上公布了 APG-2575 联合阿可替尼或利妥昔单抗治疗初治、复发/难治性或既往接受过维奈克拉治疗的 CLL/SLL 的临床数据（NCT04215809），其中 14 例经维奈克拉治疗后复发/难治或不耐受的患者，ORR 为 86%，12 个月 PFS 率为 84%，18 个月 PFS 率为 73%。未来有望在 CLL/SLL 适应症上取得明显的商业化优势。APG-2575 更多 III 期注册临床稳步推进中：截至 2025 年 7 月，APG-2575 共有 4 项全球注册 III 期临床正在开展，涉及 CLL/SLL、AML、MDS 几大适应症。同时针对 r/rMM 的 III 期临床设计在于 FDA 沟通中，未来 MDS 和 MM 这两大让维奈克拉折戟的适应症有望助力 APG-2575 全球放量。APG-2575 在国内的获批有望助力期未来的潜在对外授权落地，全球销售分成将为公司贡献更多收入，潜力值得期待。盈利预测与投资评级：随着奥雷巴替尼销售放量和武田选择权付款，我们预计公司收入将快速增长，维持 25-27 年的收入预测，5.19/32.15/20.95

亿元。公司未来收入增长较快，确定性高，海外市场潜力较大，维持“买入”评级。风险提示：新药研发进展不及预期；药品审批和上市时间不及预期；合作方未能履行合约的风险；市场格局竞争加剧的风险等。

（证券分析师：朱国广）

重庆百货（600729）：2025H1 业绩快报点评：归母净利同比+9%稳健成长

投资要点 事件：7月10日公司发布2025年半年度业绩快报。2025H1，公司实现收入为80.4亿元，同比-10.45%；实现归母净利润为7.74亿元，同比+8.74%；扣非净利润为7.2亿元，同比+2.27%。2025H1公司收入下降的原因主要是公司汽贸板块传统燃油车业务收缩，公司加速向新能源车转型。而新能源汽车的销售以代销模式为主，相较于燃油车的经销模式，虽然营收有所下降，但毛利率显著提升。对应2025Q2：公司实现收入为37.7亿元，同比-8.8%；实现归母净利润为3.0亿元，同比+8.0%；实现扣非净利润为2.8亿元，同比+6.4%。公司Q2的收入和扣非利润同比增速都较Q1更快。拆分零售主业&马消：公司利润主要来自零售主业和持股31%的马上消费金融（下称“马消”）所产生的（权益法）投资收益。2025H1，①公司投资收益同比增长7.87%至约3.6亿元（主要来自马消）。②我们计算扣非扣投资收益后的归母净利润为3.6亿元，同比-2.8%。2025Q2，①公司投资收益（主要来自马消）约为1.8亿元，同比+6.5%；②扣非扣投资收益后的归母净利润为0.97亿元，同比+6.3%。治理运营情况优秀的区域零售龙头，调改持续推进，具备低估值高股息属性：重庆百货是一家区位优势 and 治理运营能力突出的地方零售龙头。公司通过混合所有制改革引入行业龙头物美关系，改善公司治理。公司作为重庆区域性龙头，“重百”的品牌在本地知名度和信誉度优势明显。2025年百货&超市推进调改提质增效，电器业态受益于国补，汽贸业态正在完成向新能源汽车销售转变的结构转型。7月11日股价对应2024A股息率约为5%，具备高分红、高股息的属性。盈利预测与投资评级：考虑公司汽贸业务的调整，我们下调公司收入预期但基本维持归母净利润预期不变。我们基本维持公司2025-27年归母净利润预期为14.1/15.0/15.8亿元，同比+7.0%/6.6%/5.5%，对应7月11日P/E为9/8/8倍，维持“买入”评级。风险提示：国补持续性，终端消费需求波动，调改情况存在不确定性等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

华测检测（300012）：2025Q2 预告快评：Q2 归母净利润同比+8%~10%，检测龙头经营持续稳健

投资要点 Q2 归母净利润同比增长8%~10%，业绩增长符合预期 根据预告，2025年上半年华测检测归母净利润4.6~4.7亿元，同比增长6.1%~7.8%，扣非归母净利润4.3~4.4亿元，同比增长8.1%~10.0%。单Q2归母净利润3.27~3.34亿元，同比增长7.5%~10.0%，扣非归母净利润3.1~3.2亿元，同比增长7.0%~9.6%。公司经营稳健，在去年土壤普检业务开展，基数较高的基础上，仍通过（1）传统业务创新，如生命科学板块拓展宠物食品、海洋监测等，建工板块拓展新能源和船舶等，（2）精益管理推进，实现稳健增长。政策加码计量检测，增量空间广阔 近日，政府部门连发制造业计量领域重磅文件：市场监管总局、工业和信息化部印发《计量支撑产业新质生产力发展行动方案（2025—2030年）》（以下简称《行动方案》）；工业和信息化部印发《关于制造业计量创新发展的意见》（以下简称《意见》），旨在进一步提升制造业计量能力，夯实计量对构建现代化产业体系的保障作用，

加快制造业产业基础高级化。其中,《行动方案》明确指出每年将重点遴选 10 个左右项目作为计量支撑产业新质生产力发展年度重点项目;《意见》提出,到 2027 年,突破 100 项以上关键计量校准技术,制修订 300 项以上行业计量校准规范,研制 100 台套以上计量器具和标准物质,培育 50 家以上仪器仪表优质企业,建设 10 家以上制造业高水平计量校准技术服务机构。短期来看,第三方检测机构是直接受益方,华测检测能够承接政府课题、采购服务,参与国家或地方创新平台建设;长期来看,两项政策将在人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、集成电路等领域带来广阔增长空间。 前瞻性+多元化布局+国际化战略,看好公司长期增长 2024 年受内需整体偏弱影响,第三方检测服务行业整体承压,华测检测作为龙头,阿尔法属性明显:(1) 于生命科学、贸易保障等传统领域保持竞争优势,深挖如宠物食品、新能源等新兴细分市场需求,(2) 主动加码半导体等战略赛道,打造第二成长曲线,(3) 完善海外布局,提高国际影响力,2024 年收购希腊 NAIAS、常州麦克罗泰克,加码全球航运绿色能源和 PCB 检测。2025 年 7 月拟收购南非的测试、检验、认证与培训 (TICT) 服务提供商 Safety SA,将显著增强 CTI 华测检测在南非及非洲大陆的综合服务能力,成为其国际化战略推进过程中的又一重要里程碑。2024 年 9 月末以来,我国宏观调控政策进行重大调整,密集推出了一系列重要举措和增量政策,看好检测服务行业需求回升,2025 年公司业绩有望持续增长。 盈利预测与投资评级:全年来看,公司内生拓展+外延并购+精益管理思路不变,业绩增速仍有望维持稳健。我们维持公司归母净利润预测为 10.6/11.7/13.1 亿元,当前市值对应 PE 20/18/16x,维持“买入”评级。 风险提示:宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等

(证券分析师:周尔双 证券分析师:韦译捷)

长江电力(600900): 2025H1 电量稳增,国债收益率下行红利标杆空间打开

投资要点 事件: 2025/7/10, 公司发布 2025 年半年度发电量完成情况公告。 2025H1 发电量稳增,乌东德来水偏丰、三峡来水偏枯: 2025 年上半年,乌东德水库来水总量约 399.64 亿立方米,较上年同期偏丰 9.01%; 三峡水库来水总量约 1355.32 亿立方米,较上年同期偏枯 8.39%。2025 年上半年,公司境内所属六座梯级电站总发电量约 1266.56 亿千瓦时,较上年同期增加 5.01%; 其中乌东德电站同比+8.25%至 149.58 亿千瓦时、白鹤滩电站同比+16.66%至 256.90 亿千瓦时、溪洛渡电站同比+9.15%至 279.65 亿千瓦时、向家坝电站同比+8.55%至 155.90 亿千瓦时、三峡电站同比-5.43%至 342.44 亿千瓦时、葛洲坝电站同比-4.38%至 82.08 亿千瓦时。第二季度公司境内所属六座梯级电站总发电量约 689.77 亿千瓦时,较上年同期增加 1.63%; 其中乌东德电站同比+7.00%至 84.13 亿千瓦时、白鹤滩电站同比+16.24%至 131.16 亿千瓦时、溪洛渡电站同比+9.78%至 147.63 亿千瓦时、向家坝电站同比+7.86%至 85.50 亿千瓦时、三峡电站同比-12.37%至 194.51 亿千瓦时、葛洲坝电站同比-9.12%至 46.84 亿千瓦时。 十年期国债收益率下行,红利标杆长江电力空间打开。2024 年十年期国债收益率平均值为 2.21%,12 月中央经济工作会议将货币政策基调从“稳健”调整为“适度宽松”,截至 2025/7/9,十年期国债收益率已下降至 1.64%。我们观察红利标杆资产长江电力预期股息率与十年期国债收益率平均息差,2016-2024 年平均息差为 1.00%,截至 2025/7/10,按照分红比例不低于 70%的承诺,当前股价对应 2025 年股息率 3.35%,与十年期国债收益率息差达到 1.71%,考虑息差回归,红利标杆长江

电力空间打开。 盈利预测与投资评级：公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量，我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 20.9/19.9/19.7 倍（估值日 2025/7/10），按照 2025 年分红比例 70% 计算，对应股息率 3.35%（估值日 2025/7/10），维持“买入”评级。 风险提示：来水量不及预期，电价波动风险，政策风险，新能源电力市场竞争加剧风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 证券分析师：唐亚辉 证券分析师：谷玥）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>