

长江电力（600900.SH）

优于大市

业绩稳增分红创历史新高，水电龙头红利价值凸显

核心观点

2024 收入利润稳健增长，上网电量/电价均提升。2024 年公司实现营业收入 844.92 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%。2024 年，乌东德水库来水总量约 1123.69 亿立方米，较上年同期偏丰 9.19%；三峡水库来水总量约 3740.95 亿立方米，较上年同期偏丰 9.11%。公司境内所属六座梯级电站总发电量约 2959.04 亿千瓦时，较上年同期增长 7.11%；平均上网电价 285.52 元/兆瓦时，同比提升约 4 元/兆瓦时。

投资收益提升，财务费用压降显著。2024 年公司销售毛利率为 59.1%，同比提升 1.3pct；净利率 39%，同比提升 3.2pct。2024 年公司财务费用 111.31 亿元，同比减少 14.29 亿元；年末资产负债率 60.79%，较年初下降 2.11 个百分点，有效实现“减负债、降杠杆”，为利润率提升做出重要贡献。公司积极开展产业链上下游投资，全年实现投资收益 52.58 亿元，同比增长约 11%。

2024 年派息率 71%，分红绝对值创历史新高。公司 2024 年度利润分配预案为：每 10 股派发现金股利 9.43 元，共分派现金股利 230.73 亿元，创历史新高，股利分配率 71%。其中已于 2025 年 1 月派发中期现金股利共 51.38 亿元，这也是公司历史上首次进行现金分红。本次末期现金股利拟 10 股派发 7.33 元，末期现金红利共 179.35 亿元。

25Q1 归母净利同比增长 30.56%。2025Q1 公司的业绩维持了增长势头，报告期实现营收 170.15 亿元，同比增长 8.68%；归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%。2025 年第一季度，乌东德水库来水总量约 167.05 亿立方米，较上年同期偏丰 12.50%；三峡水库来水总量约 555.19 亿立方米，较上年同期偏丰 11.56%。2025 年第一季度，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 576.79 亿千瓦时，较上年同期增加 9.35%。

风险提示：来水不及预期，电价大幅下降，政策变化，抽水蓄能等项目进展不及预期。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到来水的不确定性和部分电量参与市场化交易可能压制综合电价的因素，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 344.54/364.12/373.40 亿元（2025-2026 年原值为 363.17/380.49 亿元），同比增速 6.0%/5.7%/2.5%。当前股价对应 PE=21/20/19x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	78,112	84,492	87,814	90,318	92,562
(+/-%)	50.0%	8.2%	3.9%	2.9%	2.5%
归母净利润(百万元)	27239	32496	34454	36412	37340
(+/-%)	27.8%	19.3%	6.0%	5.7%	2.5%
每股收益(元)	1.11	1.33	1.41	1.49	1.53
EBIT Margin	52.8%	53.7%	58.4%	58.7%	59.1%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	15.5%	15.6%	15.7%	15.1%
市盈率 (PE)	26.5	22.2	21.0	19.9	19.4
EV/EBITDA	17.9	16.4	14.7	14.2	13.7
市净率 (PB)	3.59	3.44	3.28	3.12	2.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 29.55 元
总市值/流通市值 723036/709414 百万元
52 周最高价/最低价 32.28/25.26 元
近 3 个月日均成交额 2649.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

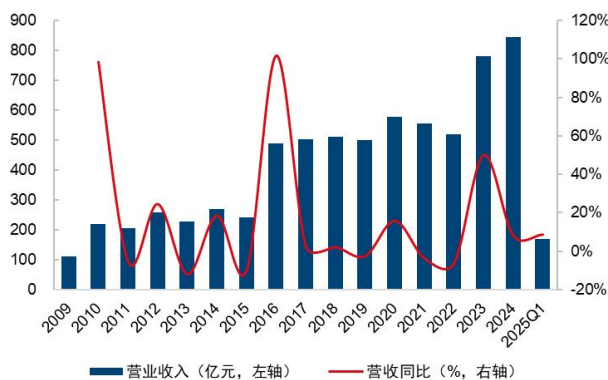
相关研究报告

《长江电力（600900.SH）-首次中期分红彰显价值，水电龙头三季度业绩高增》——2024-12-27
《长江电力（600900.SH）-2023 年乌白电站注入带来量价齐升，2024Q1 业绩保持稳增长》——2024-05-06
《长江电力（600900.SH）-稀缺的现金牛资产，稳定增长兼具高股息》——2024-02-02
《长江电力（600900.SH）-来水偏丰驱动发电量提升，三季度业绩显著增长》——2023-11-01
《长江电力（600900.SH）-来水偏枯拖累 23H1 业绩，装机规模及现金流大幅增长》——2023-09-07

2024 收入利润稳健增长，上网电量/电价均提升。2024 年公司实现营业收入 844.92 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%。2024 年，乌东德水库来水总量约 1123.69 亿立方米，较上年同期偏丰 9.19%；三峡水库来水总量约 3740.95 亿立方米，较上年同期偏丰 9.11%。公司境内所属六座梯级电站总发电量约 2959.04 亿千瓦时，较上年同期增长 7.11%；平均上网电价 285.52 元/兆瓦时，同比提升约 4 元/兆瓦时。

25Q1 归母净利同比增长 30.56%。2025Q1 公司的业绩维持了增长势头，报告期实现营收 170.15 亿元，同比增长 8.68%；归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%。2025 年第一季度，乌东德水库来水总量约 167.05 亿立方米，较上年同期偏丰 12.50%；三峡水库来水总量约 555.19 亿立方米，较上年同期偏丰 11.56%。2025 年第一季度，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 576.79 亿千瓦时，较上年同期增加 9.35%。

图1：长江电力营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：长江电力 2024 归母净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：2024Q4、2024 全年及 2025Q1 公司六座梯级电站总发电量情况

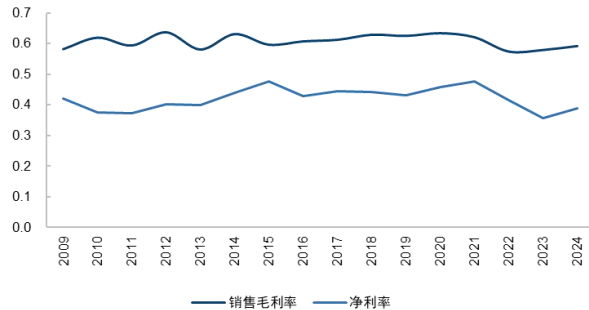
	24Q4 总发电量(亿千瓦时)	同比变动 (%)	2024 总发电量(亿千瓦时)	同比变动 (%)	25Q1 总发电量(亿千瓦时)	同比变动 (%)
乌东德电站	84.71	+3.79%	396.47	+13.56%	65.46	+9.90%
白鹤滩电站	139.69	-6.02%	604.32	+5.42%	125.74	+17.10%
溪洛渡电站	130.97	-12.26%	621.01	+13.05%	132.02	+8.47%
向家坝电站	67.68	-13.57%	334.11	+7.32%	70.40	+9.39%
三峡电站	143.72	-36.47%	829.11	+3.29%	147.93	+5.55%
葛洲坝电站	34.14	-24.51%	174.03	-1.61%	35.24	+2.74%
合计	600.90	-17.60%	2959.04	+7.11%	576.79	+9.35%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资收益提升，财务费用压降显著。2024 年公司销售毛利率为 59.1%，同比提升 1.3pct；净利率 39%，同比提升 3.2pct。2024 年公司财务费用 111.31 亿元，同比减少 14.29 亿元；年末资产负债率 60.79%，较年初下降 2.11 个百分点，有效实现“减负债、降杠

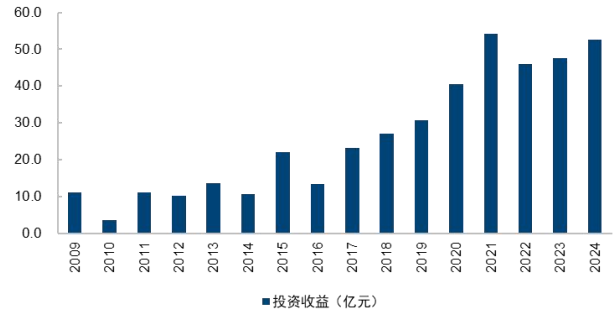
杆”，为利润率提升做出重要贡献。公司积极开展产业链上下游投资，全年实现投资收益 52.58 亿元，同比增长约 11%。

图3: 长江电力销售毛利率、净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

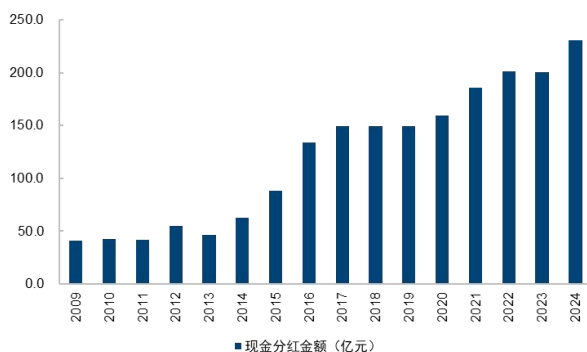
图4: 长江电力投资收益情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

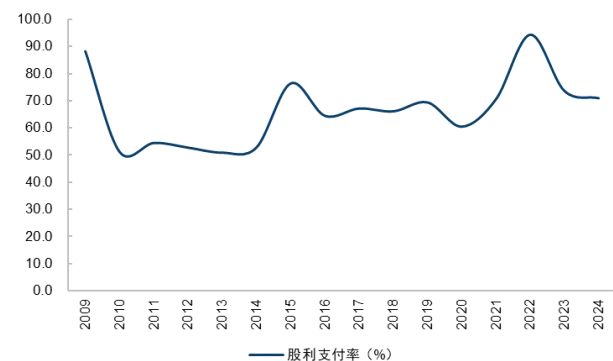
2024 年派息率 71%，分红绝对值创历史新高。公司 2024 年度利润分配预案为：每 10 股派发现金股利 9.43 元，共分派现金股利 230.73 亿元，创历史新高，股利分配率 71%。其中已于 2025 年 1 派发中期现金股利共 51.38 亿元，这也是公司历史上首次进行现金分红。本次末期现金股利拟 10 股派发 7.33 元，末期现金红利共 179.35 亿元。

图5: 长江电力历史分红金额情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 长江电力历史股利支付率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到来水的不确定性和部分电量参与市场化交易可能压制综合电价的因素，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 344.54/364.12/373.40 亿元（2025-2026 年原值为 363.17/380.49 亿元），同比增速 6.0%/5.7%/2.5%。当前股价对应 PE=21/20/19x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资 评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E		
600900.SH	长江电力	29.55	7230	1.33	1.41	1.49	1.53	22.2	21.0	19.9	19.4	15	3.5		优于大市
可比公司															
600025.SH	华能水电	9.80	1,764	0.44	0.51	0.54	0.55	22.27	19.33	18.24	17.84	11.8	2.19		无
600674.SH	川投能源	17.23	840	0.93	1.06	1.13	1.19	18.54	16.25	15.28	14.50	11.4	1.54		无

600886.SH	国投电力	15.30	1,225	0.87	0.93	1.00	1.00	17.65	16.46	15.32	15.24	11.0	1.36	无
	均值								10.14	9.33	9.41			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司取自 Wind 一致预期（股价数据更新至 2025.5.9）

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7778	6555	9000	7778	7778	营业收入	78112	84492	87814	90318	92562
应收款项	8691	9494	9420	9688	9929	营业成本	32943	34528	35382	36262	37078
存货净额	587	642	667	703	736	营业税金及附加	1602	1968	2045	2104	2156
其他流动资产	638	498	518	601	569	销售费用	192	188	196	201	206
流动资产合计	17695	17190	19605	18771	19012	管理费用	1363	1562	1624	1716	1759
固定资产	449698	439528	433958	430323	426779	研发费用	789	891	926	1084	1111
无形资产及其他	23782	25459	26440	27422	28404	财务费用	12556	11131	10026	9367	8738
投资性房地产	9084	10576	10576	10576	10576	投资收益	4750	5258	4800	5000	5400
长期股权投资	71684	73319	77319	81319	85319	资产减值及公允价值变动	(205)	198	(430)	(146)	(126)
资产总计	571943	566072	567900	568411	570091	其他收入	(780)	(924)	(936)	(1095)	(1126)
短期借款及交易性金融负债	102034	116551	156199	168771	186140	营业利润	33220	39645	41976	44428	46773
应付款项	1336	1611	1675	1710	1828	营业外净收支	(807)	(783)	(738)	(776)	(766)
其他流动负债	40501	41394	43035	49869	48922	利润总额	32413	38862	41238	43652	46008
流动负债合计	143871	159556	200909	220351	236889	所得税费用	4457	5932	6324	6752	8154
长期借款及应付债券	212526	180329	130329	100329	70329	少数股东损益	717	434	461	488	514
其他长期负债	3247	4231	4231	4231	4231	归属于母公司净利润	27239	32496	34454	36412	37340
长期负债合计	215773	184560	134560	104560	74560	现金流量表（百万元）					
负债合计	359644	344116	335469	324911	311449	净利润	27239	32496	34454	36412	37340
少数股东权益	10969	11667	11806	11952	12157	资产减值准备	(448)	(403)	3	3	2
股东权益	201330	210288	220625	231548	246484	折旧摊销	19121	19675	20695	20695	20692
负债和股东权益总计	571943	566072	567900	568411	570091	公允价值变动损失	(448)	(403)	3	3	2
关键财务与估值指标						财务费用	12556	11131	10026	9367	8738
每股收益	1.11	1.33	1.41	1.49	1.53	营运资本变动	20412	453	1735	6482	(1072)
每股红利	0.82	0.82	0.99	1.04	0.92	其它	(1157)	7830	5362	4510	3541
每股净资产	8.23	8.59	9.02	9.46	10.07	经营活动现金流	64719	59648	62251	68105	60505
ROIC	10%	9%	9%	10%	10%	资本开支	(12233)	(14420)	(16110)	(18045)	(18132)
ROE	14%	15%	16%	16%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	58%	59%	60%	60%	60%	投资活动现金流	(12806)	(10775)	(20110)	(22045)	(22132)
EBIT Margin	53%	54%	58%	59%	59%	权益性融资	16445	147	0	0	0
EBITDA Margin	77%	77%	82%	82%	81%	负债净变化	148073	(28102)	(50000)	(30000)	(30000)
收入增长	50%	8%	4%	3%	2%	支付股利、利息	(20064)	(20064)	(24118)	(25489)	(22404)
净利润增长率	28%	19%	6%	6%	3%	其它融资现金流	(180094)	6810	39648	12573	17368
资产负债率	65%	63%	61%	59%	57%	融资活动现金流	(54802)	(50194)	(39697)	(47283)	(38374)
股息率	3%	3%	3%	4%	3%	现金净变动	(1524)	(1223)	2445	(1222)	0
P/E	26.5	22.2	21.0	19.9	19.4	货币资金的期初余额	9302	7778	6555	9000	7778
P/B	3.6	3.4	3.3	3.1	2.9	货币资金的期末余额	7778	6555	9000	7778	7778
EV/EBITDA	17.9	16.4	14.7	14.2	13.7	企业自由现金流	62860	44145	49723	53950	46531
						权益自由现金流	20057	13428	30882	28605	26710

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032