

长江电力 (600900.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

2Q24 来水改善，业绩同比高增

业绩简评

8月30日公司发布24年半年报，1H24全年实现营收348.1亿，同比+12.4%；实现归母净利113.6亿，同比+27.9%。2Q24实现营收191.7亿，同比+23.0%；实现归母净利74.0亿元，同比+40.4%。

经营分析

2024 来水改善，1H24 公司发电量同比+16.9%。2024 来水同比大幅改善，1Q24/2Q24 公司六座电站分别完成发电量 527.5/678.7 亿度，同比分别-5.1%/+42.5%；上半年合计完成发电量 1206.2 亿度，同比+16.9%，其中节水增发 44.7 亿度，主因综合耗水率同比-1.9%。**23 年市场化电量占比约 4 成，平均上网电价小幅下降。**截至 2023 年底，公司市场化交易电量占比约 37.8%，占比提升主因 23 年注入的乌白电站发电量市场化电量占比较高。1H24 公司实现营收同比+12.4%，略低于发电量增幅，或因：1) 水电增发缓解电力供需矛盾，市场化电价同比下行；2) 2024 来水改善电量增发，汛期电量占比提升致平均上网电价结构性下降。

财务费用同比下降 10.2%，研发费用同比增长 77.0%。1H24 公司利息支出同比减少 6.8 亿、降幅 10.6%。利息支出减少主因带息负债规模下降及融资成本进一步压降。1H24 公司资产负债率为 64.3%，同比下降约 1.7pct；带息负债规模约 3052 亿，较期初减少近 100 亿；平均融资利率环比 2H24 下降约 20bp。1H24 公司保持较高的科研投入力度，研发费用同比增加 1.0 亿元，研发费用率达 0.65%，环比 2H23 下降约 0.75pct 但同比提升 0.24pct。

发挥大水电运维经验布局抽水蓄能业务，打造第二增长点。1H24 公司抽蓄业务稳步推进，已全面接管浙江长龙山抽蓄电站运维，并启动浙江天台抽蓄电站生产准备工作，完成重庆奉节菜籽坝抽蓄电站投资决策，完成湖南攸县广寒坪抽蓄电站股权改造和投资决策。

盈利预测、估值与评

24 年来水改善，公司业绩有望实现同比高增。预计公司 2024~2026 年分别实现归母净利润 331.0/373.6/389.2 亿元，EPS 分别为 1.35/1.53/1.59 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 22 倍、19 倍和 18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

来水不及预期；电价不及预期；新业务拓展不及预期风险等。

公共事业与环保组

分析师：张君昊 (执业 S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

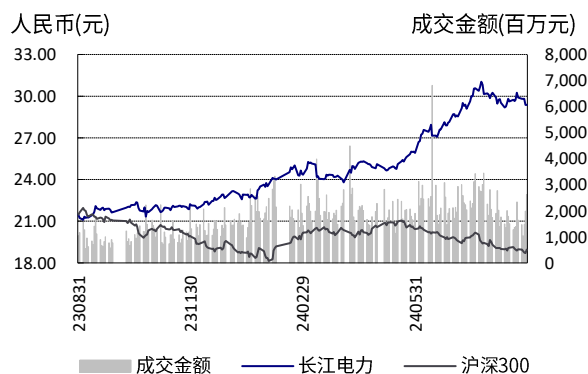
联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：29.38 元

相关报告：

- 《长江电力公司点评：市场化交易电价上浮，蓄能助电量增发》，2024.4.30
- 《长江电力公司点评：来水改善，量利齐升》，2023.10.31
- 《长江电力公司点评：来水偏枯致减量，降息提价盈利有望改善》，2023.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,060	78,112	87,892	93,281	95,817
营业收入增长率	-6.44%	50.04%	12.52%	6.13%	2.72%
归母净利润(百万元)	21,309	27,239	33,098	37,364	38,915
归母净利润增长率	-18.89%	27.83%	21.51%	12.89%	4.15%
摊薄每股收益(元)	0.937	1.113	1.353	1.527	1.590
每股经营性现金流净额	1.36	2.65	2.27	2.75	2.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.49%	13.53%	15.65%	16.78%	16.61%
P/E	22.41	20.97	21.72	19.24	18.47
P/B	2.57	2.84	3.40	3.23	3.07

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	55,646	52,060	78,112	87,892	93,281	95,817	货币资金	9,930	9,302	7,778	10,447	11,276	11,705	
增长率		-6.4%	50.0%	12.5%	6.1%	2.7%	应收款项	4,398	5,231	8,812	7,946	8,434	8,663	
主营业务成本	-21,113	-22,233	-32,943	-37,809	-39,404	-39,855	存货	470	453	587	725	756	764	
%销售收入	37.9%	42.7%	42.2%	43.0%	42.2%	41.6%	其他流动资产	3,126	316	518	678	682	683	
毛利	34,533	29,828	45,169	50,083	53,877	55,962	流动资产	17,923	15,302	17,695	19,796	21,147	21,815	
%销售收入	62.1%	57.3%	57.8%	57.0%	57.8%	58.4%	%总资产	5.5%	4.7%	3.1%	3.4%	3.6%	3.8%	
营业税金及附加	-1,164	-1,072	-1,602	-1,846	-1,959	-2,012	长期投资	66,925	73,225	77,774	79,488	82,090	84,691	
%销售收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	固定资产	221,604	214,222	449,659	451,914	450,294	444,689	
销售费用	-150	-165	-192	-259	-275	-283	%总资产	67.4%	65.5%	78.6%	78.0%	77.3%	76.6%	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	21,216	23,345	25,121	25,522	25,921	26,319	
管理费用	-1,360	-1,360	-1,363	-1,758	-1,866	-1,916	非流动资产	310,640	311,966	554,248	559,805	561,172	558,553	
%销售收入	2.4%	2.6%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	94.5%	95.3%	96.9%	96.6%	96.4%	96.2%	
研发费用	-39	-90	-789	-879	-933	-958	资产总计	328,563	327,268	571,943	579,602	582,319	580,369	
%销售收入	0.1%	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	短期借款	29,756	34,949	102,034	105,387	102,035	96,463	
息税前利润 (EBIT)	31,820	27,141	41,223	45,342	48,844	50,792	应付款项	14,164	12,093	37,224	29,154	30,421	30,803	
%销售收入	57.2%	52.1%	52.8%	51.6%	52.4%	53.0%	其他流动负债	9,486	5,417	4,613	4,649	5,175	5,604	
财务费用	-4,751	-4,092	-12,556	-9,916	-8,038	-7,544	流动负债	53,406	52,458	143,871	139,190	137,631	132,870	
%销售收入	8.5%	7.9%	16.1%	11.3%	8.6%	7.9%	长期贷款	36,439	38,618	186,690	194,690	191,690	184,690	
资产减值损失	29	-278	-45	0	0	0	其他长期负债	48,429	40,438	29,082	22,304	17,214	14,147	
公允价值变动收益	335	-385	-163	81	101	101	负债	138,275	131,514	359,644	356,183	346,535	331,707	
投资收益	5,426	4,600	4,750	5,000	5,000	5,000	普通股股东权益	181,064	185,488	201,330	211,426	222,635	234,310	
%税前利润	16.7%	17.5%	14.7%	12.5%	11.0%	10.5%	其中：股本	22,742	22,742	24,468	24,468	24,468	24,468	
营业利润	32,876	26,936	33,220	40,509	45,917	48,360	未分配利润	76,768	79,541	86,400	96,329	107,539	119,213	
营业利润率	59.1%	51.7%	42.5%	46.1%	49.2%	50.5%	少数股东权益	9,224	10,266	10,969	11,992	13,148	14,352	
营业外收支	-467	-623	-807	-600	-600	-600	负债股东权益合计	328,563	327,268	571,943	579,602	582,319	580,369	
税前利润	32,409	26,313	32,413	39,909	45,317	47,760	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	58.2%	50.5%	41.5%	45.4%	48.6%	49.8%	每股指标							
所得税	-5,924	-4,664	-4,457	-5,787	-6,798	-7,642	每股收益	1.155	0.937	1.113	1.353	1.527	1.590	
所得税率	18.3%	17.7%	13.7%	14.5%	15.0%	16.0%	每股净资产	7.962	8.156	8.228	8.641	9.099	9.576	
净利润	26,485	21,649	27,956	34,122	38,520	40,118	每股经营现金净流	1.571	1.359	2.645	2.269	2.751	2.784	
少数股东损益	212	340	717	1,024	1,156	1,204	每股股利	0.680	0.700	0.815	0.947	1.069	1.113	
归属于母公司的净利润	26,273	21,309	27,239	33,098	37,364	38,915	回报率							
净利率	47.2%	40.9%	34.9%	37.7%	40.1%	40.6%	净资产收益率	14.51%	11.49%	13.53%	15.65%	16.78%	16.61%	
							总资产收益率	8.00%	6.51%	4.76%	5.71%	6.42%	6.71%	
							投入资本收益率	8.89%	7.22%	6.72%	7.11%	7.60%	7.85%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-3.70%	-6.44%	50.04%	12.52%	6.13%	2.72%	
							EBIT 增长率	-6.39%	-14.71%	51.89%	9.99%	7.72%	3.99%	
							净利润增长率	-0.09%	-18.89%	27.83%	21.51%	12.89%	4.15%	
							总资产增长率	-0.68%	-0.39%	74.76%	1.34%	0.47%	-0.33%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	24.3	28.6	30.2	30.0	30.0	30.0	
							存货周转天数	6.5	7.6	5.8	7.0	7.0	7.0	
							应付账款周转天数	13.4	13.3	12.4	14.0	14.0	14.0	
							固定资产周转天数	1,434.6	1,481.8	2,078.9	1,836.2	1,696.4	1,636.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	47.43%	52.05%	144.49%	138.06%	125.65%	112.71%	
							EBIT 利息保障倍数	6.7	6.6	3.3	4.6	6.1	6.7	
							资产负债率	42.08%	40.19%	62.88%	61.45%	59.51%	57.15%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	13	32	50	114
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.13	1.09	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-31	买入	23.28	N/A
2	2022-10-31	买入	20.68	N/A
3	2023-04-28	买入	21.89	N/A
4	2023-08-31	买入	21.97	N/A
5	2023-10-31	买入	22.45	N/A
6	2024-04-30	买入	25.48	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806