

公用事业

2024 年 11 月 01 日

长江电力 (600900)

——汛期大发业绩高增 财务降费及投资收益增效显著

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年三季度报告。1-9 月，公司实现营收 663.31 亿元，同比增长 14.65%，归母净利润 280.25 亿元，同比增长 30.20%。其中三季度公司实现营业收入 315.22 亿元，同比增长 17.27%，归母净利润 166.63 亿元，同比增长 31.81%，高于我们的预期。
- **汛期大发趋势延续，量价齐升支撑 Q3 业绩高增。**1-9 月长江上游的乌东德水库与三峡水库来水总量分别为 888.52、3131.1 亿立方米，同比增长 12.56%与 20.26%。受益于来水情况大幅改善，3Q24 公司境内 6 座梯级电站总发电量为 1151.96 亿千瓦时，同比增加 15.05%，其中 3Q24 三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩发电量分别同比变化为+12.39%、-7.25%、23.49%、18.63%、15.13%和 15.46%。考虑到三季度公司单季度营收增速高于电量增速，推测电价或将同比有所上涨。叠加考虑水电成本主要来自于折旧成本，电量高发可摊薄度电成本，进一步提高公司 Q3 盈利能力。
- **8 月起来水偏枯影响三季度蓄水量，短期波动无碍长期发电能力成长。**8 月起受极端天气影响，长江流域来水整体极端偏枯，9 月长江流域总降水量环比上升 13mm 至 86.7mm，边际有所改善，但来水仍低于历史同期水平。根据长江水文网数据，截至 10 月 1 日乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡水库的总蓄量为 644.08 亿立方米，同比下降 10.12%，其中乌东德蓄量同比上升 25.79%，其余五库蓄量同比均有所下滑。我们强调短期来水波动不影响长期公司业绩稳定性。10 月下旬位于雅砻江中游的两河口水库首次蓄满，可增加金下及长江流域的梯级调度能力，看好长期公司发电能力稳定增长。
- **降息及投资收益提升，进一步增厚公司业绩。**今年以来我国 LPR 持续下降，五年 LPR 年内已下调 60BP。降息周期中，公司可凭借充沛的现金流，通过提前还贷、优化债务结构、新旧债务置换等方式，减少利息支出。得益于长期负债规模下降，截至 9 月 30 日公司负债总额同比减少 231.38 亿元至 3475.32 亿元，1-9 月公司财务费用下降至 84.57 亿元，同比减少 9.77 亿元，显著增厚公司整体业绩。投资收益方面，公司投资参股包括其他大水电在内的清洁能源资产，在前三季度来水整体改善情况下参股项目盈利增长同样较为明显。9M24 公司实现投资收益 42.66 亿元，同比增长 11.41%，进一步增厚公司利润规模。
- **盈利预测与估值：**我们维持 2024-2026 年归母净利润为 332.53、351.17、375.57 亿元。公司承诺现金分红比例不低于 70%，以 10 月 31 日收盘价计算，公司当前股息率达 3.45%。当前股价对应 PE 分别为 20、19 和 18 倍，我们看好公司长期经营稳定性，在建抽蓄项目投产后可为公司提供成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**来水受天气影响难以准确预测。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	78,112	66,331	83,709	85,547	86,518
同比增长率 (%)	13.4	14.7	7.2	2.2	1.1
归母净利润 (百万元)	27,239	28,025	33,253	35,117	37,557
同比增长率 (%)	14.8	30.2	22.1	5.6	6.9
每股收益 (元/股)	1.11	1.15	1.36	1.44	1.53
毛利率 (%)	57.8	61.2	59.1	58.9	59.1
ROE (%)	13.5	13.3	15.5	15.6	15.9
市盈率	25		20	19	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2024 年 10 月 31 日

收盘价 (元)	27.58
一年内最高/最低 (元)	32.28/22.17
市净率	3.2
息率 (分红/股价)	2.97
流通 A 股市值 (百万元)	662,120
上证指数/深证成指	3,279.82/10,591.22

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	8.60
资产负债率%	61.04
总股本/流通 A 股 (百万)	24,468/24,007
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	52,060	78,112	83,709	85,547	86,518
其中: 营业收入	52,060	78,112	83,709	85,547	86,518
减: 营业成本	22,233	32,943	34,211	35,141	35,348
减: 税金及附加	1,072	1,602	1,716	1,754	1,774
主营业务利润	28,755	43,567	47,782	48,652	49,396
减: 销售费用	165	192	206	211	213
减: 管理费用	1,360	1,363	1,461	1,493	1,510
减: 研发费用	90	789	845	864	874
减: 财务费用	4,092	12,556	10,903	9,371	7,346
经营性利润	23,048	28,667	34,367	36,713	39,453
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-10	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-268	-42	296	0	0
加: 投资收益及其他	4,603	4,755	4,929	5,501	6,001
营业利润	26,936	33,220	39,597	42,220	45,461
加: 营业外净收入	-623	-807	57	0	0
利润总额	26,313	32,413	39,654	42,220	45,461
减: 所得税	4,664	4,457	5,595	6,243	6,946
净利润	21,649	27,956	34,058	35,977	38,515
少数股东损益	340	717	805	860	958
归属于母公司所有者的净利润	21,309	27,239	33,253	35,117	37,557
全面摊薄总股本	22,742	24,468	24,468	24,468	24,468
每股收益 (元)	0.87	1.11	1.36	1.44	1.53

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。