

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

优于大市

核心观点

2024Q3 业绩超预期。2024Q1-Q3，公司实现营业收入 663.31 亿元，同比增长 14.65%；归母净利润 280.25 亿元，同比增长 30.2%。2024Q3，公司实现营业收入 315.22 亿元，同比增长 17.3%；归母净利润 166.63 亿元，同比增长 31.8%。三季度受长江流域的来水改善，梯级电站发电量同比增加等多重因素的影响，公司主要业绩指标全面向好，同比大幅提升。

来水偏丰发电量同比提升。2024 年前三季度，乌东德水库来水总量约 888.52 亿立方米，较上年同期偏丰 12.56%；三峡水库来水总量约 3131.10 亿立方米，较上年同期偏丰 20.26%。2024 年前三季度，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 2358.14 亿千瓦时，较上年同期增加 15.97%。其中乌东德 311.76 亿 KWh (+16.54%)，白鹤滩 464.64 亿 KWh (+9.43%)，溪洛渡 490.04 亿 KWh (+22.49%)，向家坝 266.43 亿 KWh (+14.34%)，三峡电站 685.39 亿 KWh (+18.89%)，葛洲坝电站 139.89 亿 KWh (+6.25%)。

财务费用下降明显，投资收益稳增。2023 年前三季度公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.19/1.33/0.53/12.75%，较 2023Q1-Q3 分别变化 -0.02/-0.07/+0.12/-3.56pct。我们认为财务费用的下降主要与公司在低利率环境下进行的债务置换有关。投资收益方面，2024Q3 公司对联营企业和合营企业的投资收益为 39.26 亿元，同比去年增长 19.73%，与参股上市公司的三季报表现基本匹配。

历史首次中期分红彰显价值。2024 年 12 月 13 日，经长江电力第六届董事会第三十六次会议审议，公司 2024 年中期利润分配预案为：以公司总股本 244.68 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 2.10 元（含税），共分派现金股利 51.38 亿元（含税）。本次中期分红对应 24H1 现金分红率 45.22%。这是公司历史上首次进行中期分红，我们认为此举有助于夯实投资者信心，彰显公司的长期投资价值。

风险提示：来水不及预期，电价大幅下降，政策变化。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们维持原有盈利预测不变，预计 2024-2026 年归母净利润 342/363/380 亿元，同比增速 25.5%/6.3%/4.8%。当前股价对应 PE=21.3/20.1/19.2x，给予 21-21.5 倍 PE，对应 31.1-31.8 元/股合理价值，较目前股价有 4.3%-6.7%溢价空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 52,060 | 78,112 | 86,918 | 89,826 | 93,704 |
| (+/-%) | -6.4% | 50.0% | 11.3% | 3.3% | 4.3% |
| 归母净利润(百万元) | 21309 | 27239 | 34177 | 36317 | 38049 |
| (+/-%) | -18.9% | 27.8% | 25.5% | 6.3% | 4.8% |
| 每股收益(元) | 0.94 | 1.11 | 1.40 | 1.48 | 1.56 |
| EBIT Margin | 52.1% | 52.8% | 60.4% | 60.7% | 61.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | 11.5% | 13.5% | 16.2% | 16.3% | 16.0% |
| 市盈率 (PE) | 31.8 | 26.8 | 21.3 | 20.1 | 19.2 |
| EV/EBITDA | 21.2 | 18.0 | 14.8 | 14.3 | 13.6 |
| 市净率 (PB) | 3.65 | 3.62 | 3.45 | 3.28 | 3.07 |

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

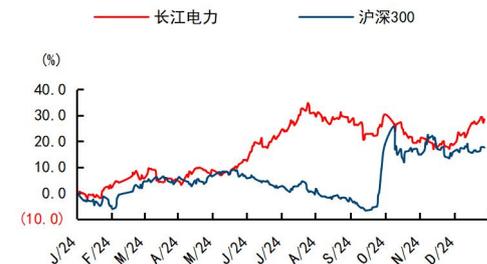
公用事业·电力

| | |
|--|--|
| 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 | 31.10 - 31.80 元 |
| 收盘价 | 29.61 元 |
| 总市值/流通市值 | 724504/710855 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 32.28/22.88 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 3627.25 百万元 |

市场走势



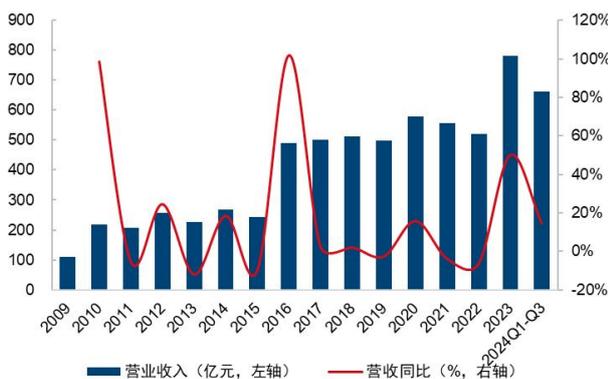
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《长江电力 (600900.SH) -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
- 《长江电力 (600900.SH) -23Q1 来水改善致业绩回升，风光储一体化持续推进》——2023-05-03

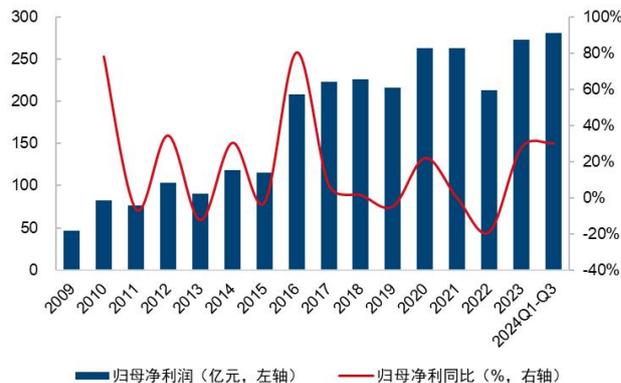
2024Q3 业绩超预期。2024Q1-Q3, 公司实现营业收入 663.31 亿元, 同比增长 14.65%; 归母净利润 280.25 亿元, 同比增长 30.2%。2024Q3, 公司实现营业收入 315.22 亿元, 同比增长 17.3%; 归母净利润 166.63 亿元, 同比增长 31.8%。三季度受长江流域的来水改善, 梯级电站发电量同比增加等多重因素的影响, 公司主要业绩指标全面向好, 同比大幅提升。

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: 长江电力归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

来水偏丰发电量同比提升。2024 年前三季度, 乌东德水库来水总量约 888.52 亿立方米, 较上年同期偏丰 12.56%; 三峡水库来水总量约 3131.10 亿立方米, 较上年同期偏丰 20.26%。2024 年前三季度, 公司境内所属六座梯级电站总发电量约 2358.14 亿千瓦时, 较上年同期增加 15.97%。其中乌东德 311.76 亿 KWh(+16.54%), 白鹤滩 464.64 亿 KWh(+9.43%), 溪洛渡 490.04 亿 KWh(+22.49%), 向家坝 266.43 亿 KWh(+14.34%), 三峡电站 685.39 亿 KWh(+18.89%), 葛洲坝电站 139.89 亿 KWh(+6.25%)。2024 年第三季度, 公司境内所属六座梯级电站总发电量约 1151.96 亿千瓦时, 较上年同期增加 15.05%。其中乌东德 173.57 亿 KWh(+15.13%), 白鹤滩 244.42 亿 KWh(+15.46%), 溪洛渡 233.84 亿 KWh(+23.49%), 向家坝 122.80 亿 KWh(+18.63%), 三峡电站 323.28 亿 KWh(+12.39%), 葛洲坝电站 54.04 亿 KWh(-7.25%)。

表1: 长江电力各电站 2024 年前三季度发电情况

| 电站名称 | 2024 年第三季度 | | 2024 年前三季度 | |
|-------|-------------|----------|-------------|----------|
| | 总发电量 (亿千瓦时) | 同比变动 (%) | 总发电量 (亿千瓦时) | 同比变动 (%) |
| 乌东德电站 | 173.57 | 15.13 | 311.76 | 16.54 |
| 白鹤滩电站 | 244.42 | 15.46 | 464.64 | 9.43 |
| 溪洛渡电站 | 233.84 | 23.49 | 490.04 | 22.49 |
| 向家坝电站 | 122.80 | 18.63 | 266.43 | 14.34 |
| 三峡电站 | 323.28 | 12.39 | 685.39 | 18.89 |
| 葛洲坝电站 | 54.04 | -7.25 | 139.89 | 6.25 |
| 合计 | 1151.96 | 15.05 | 2358.14 | 15.97 |

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

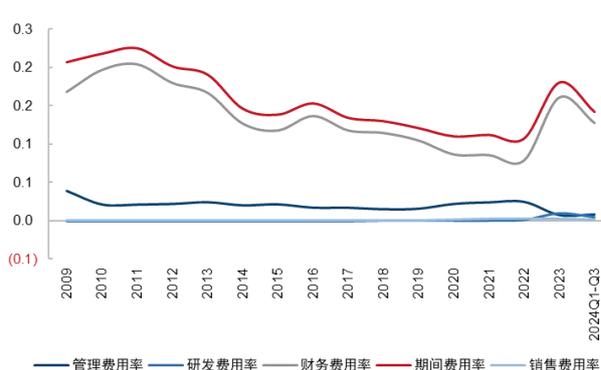
毛利率、净利率提升, 财务费用下降明显。2023 年前三季度公司的销售毛利率和销售净利率分别为 61.2/41.8%, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.19/1.33/0.53/12.75%, 较 2023Q1-Q3 分别变化-0.02/-0.07/+0.12/-3.56pct。我们认为财务费用的下降主要与公司在低利率环境下进行的债务置换有关。

图3: 长江电力毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 长江电力费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

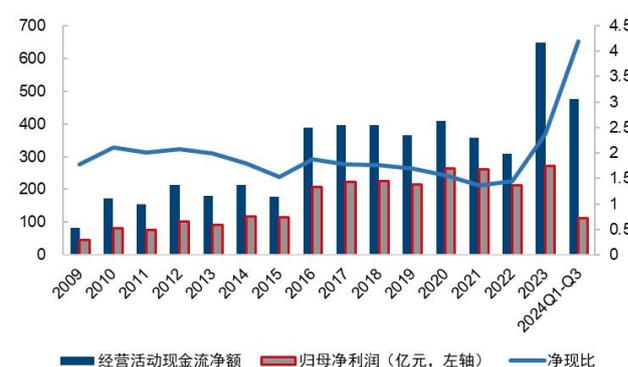
现金流、投资收益稳健增长, 净现比达 170%。 投资收益方面, 2024Q3 公司对联营企业和合营企业的投资收益为 39.26 亿元, 同比去年增长 19.73%, 与参股上市公司的季报表现基本匹配。现金流方面, 24Q1-Q3 公司的经营性现金流 476.48 亿元, 同比增长 30.96%, 净现比达到 170%。

图5: 长江电力投资收益情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 长江电力经营性现金流及收现比情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

历史首次中期分红彰显价值。 2024 年 12 月 13 日, 经长江电力第六届董事会第三十六次会议审议, 公司 2024 年中期利润分配预案为: 以公司总股本 244.68 亿股为基数, 每 10 股派发现金股利 2.10 元 (含税), 共分派现金股利 51.38 亿元 (含税)。本次中期分红对应 24H1 现金分红率 45.22%。这是公司历史上首次进行中期分红, 我们认为此举有助于夯实投资者信心, 彰显公司的长期投资价值。

投资建议: 维持“优于大市”评级。 我们维持原有盈利预测不变, 预计 2024-2026 年归母净利润 342/363/380 亿元, 同比增速 25.5%/6.3%/4.8%。当前股价对应 PE=21.3/20.1/19.2x, 给予 21-21.5 倍 PE, 对应 31.1-31.8 元/股合理价值, 较目前股价有 4.3%-6.7%溢价空间, 维持“优于大市”评级。

表2: 同业可比公司估值比较 (更新至 2024 年 12 月 25 日)

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | PE | |
|-----------|----------|----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 600025.SH | 华能水电 | - | 9.89 | 1,780 | 0.48 | 0.53 | 20.80 | 18.70 |
| 600674.SH | 川投能源 | - | 17.49 | 853 | 1.04 | 1.11 | 16.83 | 15.76 |
| 600886.SH | 国投电力 | - | 16.65 | 1,241 | 1.03 | 1.14 | 16.19 | 14.66 |
| 600900.SH | 长江电力 | 优于大市 | 29.79 | 7,289 | 1.39 | 1.46 | 21.30 | 20.30 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理并预测 注: 华能水电、国投电力、川投能源盈利数据取自 Wind 一致预测。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 9302 | 7778 | 9000 | 8694 | 8694 | 营业收入 | 52060 | 78112 | 86918 | 89826 | 93704 |
| 应收款项 | 5111 | 8691 | 8329 | 8608 | 8979 | 营业成本 | 22233 | 32943 | 34337 | 35386 | 36663 |
| 存货净额 | 453 | 587 | 642 | 683 | 743 | 营业税金及附加 | 1072 | 1602 | 1790 | 1842 | 1921 |
| 其他流动资产 | 436 | 638 | 710 | 740 | 768 | 销售费用 | 165 | 192 | 214 | 221 | 231 |
| 流动资产合计 | 15302 | 17695 | 18681 | 18724 | 19184 | 管理费用 | 1360 | 1363 | 1517 | 1568 | 1635 |
| 固定资产 | 214285 | 449698 | 440986 | 433528 | 427231 | 研发费用 | 90 | 789 | 522 | 359 | 375 |
| 无形资产及其他 | 22113 | 23782 | 24830 | 25879 | 26928 | 财务费用 | 4092 | 12556 | 10725 | 10014 | 9299 |
| 投资性房地产 | 8402 | 9084 | 9084 | 9084 | 9084 | 投资收益 | 4600 | 4750 | 4800 | 5000 | 5400 |
| 长期股权投资 | 67166 | 71684 | 75684 | 79684 | 83684 | 资产减值及公允价值变动 | (654) | (205) | (202) | (199) | (196) |
| 资产总计 | 327268 | 571943 | 569267 | 566900 | 566111 | 其他收入 | (149) | (780) | (525) | (362) | (376) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 34949 | 102034 | 134793 | 146974 | 157372 | 营业利润 | 26936 | 33220 | 42407 | 45234 | 48783 |
| 应付款项 | 942 | 1336 | 1463 | 1511 | 1677 | 营业外净收支 | (623) | (807) | (632) | (687) | (709) |
| 其他流动负债 | 16568 | 40501 | 44409 | 48622 | 51624 | 利润总额 | 26313 | 32413 | 41775 | 44546 | 48074 |
| 流动负债合计 | 52458 | 143871 | 180665 | 197107 | 210673 | 所得税费用 | 4664 | 4457 | 6673 | 7243 | 8961 |
| 长期借款及应付债券 | 76238 | 212526 | 162526 | 132526 | 102526 | 少数股东损益 | 340 | 717 | 925 | 986 | 1064 |
| 其他长期负债 | 2818 | 3247 | 3247 | 3247 | 3247 | 归属于母公司净利润 | 21309 | 27239 | 34177 | 36317 | 38049 |
| 长期负债合计 | 79056 | 215773 | 165773 | 135773 | 105773 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 131514 | 359644 | 346437 | 332879 | 316446 | 净利润 | 21309 | 27239 | 34177 | 36317 | 38049 |
| 少数股东权益 | 10266 | 10969 | 11246 | 11542 | 11968 | 资产减值准备 | 1030 | (448) | (3) | (3) | (3) |
| 股东权益 | 185488 | 201330 | 211583 | 222478 | 237698 | 折旧摊销 | 11039 | 19121 | 20021 | 19878 | 19735 |
| 负债和股东权益总计 | 327268 | 571943 | 569267 | 566900 | 566111 | 公允价值变动损失 | 1030 | (448) | (3) | (3) | (3) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 4092 | 12556 | 10725 | 10014 | 9299 |
| 每股收益 | 0.94 | 1.11 | 1.40 | 1.48 | 1.56 | 营运资本变动 | (4153) | 20412 | 4270 | 3912 | 2708 |
| 每股红利 | 0.85 | 0.82 | 0.98 | 1.04 | 0.93 | 其它 | 659 | (1157) | 6205 | 5313 | 4327 |
| 每股净资产 | 8.16 | 8.23 | 8.65 | 9.09 | 9.71 | 经营活动现金流 | 30913 | 64719 | 64668 | 65413 | 64814 |
| ROIC | 10% | 10% | 9% | 10% | 10% | 资本开支 | (4871) | (12233) | (12356) | (13465) | (14484) |
| ROE | 11% | 14% | 16% | 16% | 16% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 57% | 58% | 60% | 61% | 61% | 投资活动现金流 | (4093) | (12806) | (16356) | (17465) | (18484) |
| EBIT Margin | 52% | 53% | 60% | 61% | 61% | 权益性融资 | 27 | 16445 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 73% | 77% | 83% | 83% | 82% | 负债净变化 | 2178 | 148073 | (50000) | (30000) | (30000) |
| 收入增长 | -6% | 50% | 11% | 3% | 4% | 支付股利、利息 | (19406) | (20064) | (23924) | (25422) | (22829) |
| 净利润增长率 | -19% | 28% | 25% | 6% | 5% | 其它融资现金流 | (2901) | (180094) | 32758 | 12181 | 10398 |
| 资产负债率 | 43% | 65% | 63% | 61% | 58% | 融资活动现金流 | (27584) | (54802) | (47091) | (48255) | (46330) |
| 股息率 | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 现金净变动 | (628) | (1524) | 1222 | (306) | 0 |
| P/E | 31.8 | 26.8 | 21.3 | 20.1 | 19.2 | 货币资金的期初余额 | 9930 | 9302 | 7778 | 9000 | 8694 |
| P/B | 3.7 | 3.6 | 3.4 | 3.3 | 3.1 | 货币资金的期末余额 | 9302 | 7778 | 9000 | 8694 | 8694 |
| EV/EBITDA | 21.2 | 18.0 | 14.8 | 14.3 | 13.6 | 企业自由现金流 | 24348 | 62860 | 56049 | 56014 | 54638 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 20245 | 20057 | 29796 | 29809 | 27471 |

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±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±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提及的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