

长江电力 (600900)

Q4 来水转弱、全年电量稳增，十年期国债收益率下行，红利标杆空间打开

买入 (维持)

2025 年 01 月 10 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005
tangyh@dwzq.com.cn

证券分析师 谷玥

执业证书: S0600524090002
guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	68863	78112	84168	85242	85879
同比 (%)	23.75	13.43	7.75	1.28	0.75
归母净利润 (百万元)	23726	27239	32858	34182	35425
同比 (%)	(9.69)	14.81	20.63	4.03	3.63
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.97	1.11	1.34	1.40	1.45
P/E (现价&最新摊薄)	29.69	25.86	21.44	20.61	19.89

投资要点

- **事件:** 2025/1/8, 公司公告 2024 年发电量完成情况。2024 年, 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%。
- **Q4 来水同比转弱, 全年来水同比偏丰、电量稳增:** 2024 第四季度公司境内所属六座梯级电站总发电量约 600.90 亿千瓦时, 较上年同期减少 17.60%; 其中乌东德/白鹤滩/溪洛渡/向家坝/三峡/葛洲坝单四季度发电量分别同比 +3.79%/-6.02%/-12.26%/-13.57%/-36.47%/-24.51% 至 84.71/139.69/130.97/67.68/143.72/34.14 亿千瓦时。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%。2024 年, 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%; 其中乌东德/白鹤滩/溪洛渡/向家坝/三峡/葛洲坝 2024 年发电量分别同比 +13.56%/+5.42%/+13.05%/+7.32%/+3.29%/-1.61% 至 396.47/604.32/621.01/334.11/829.11/174.03 亿千瓦时。
- **财务费用持续缩减, 进一步增厚公司利润。** 2024 年前三季度公司财务费用 84.6 亿元, 同比下降 10.2 亿元。债务置换逐步进行, 财务费用稳定下降, 增厚公司利润。
- **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 2025/1/9, 十年期国债收益率已加速下降至 1.63%。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, 2016-2023 年平均息差为 0.96%, 截至 2025/1/9, 按照分红比例不低于 70%的承诺, 当前股价对应 2024 年股息率 3.27%, 息差达到 1.64%, 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:** 四季度来水不及预期, 我们下调对公司发电量的预期, 下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 328.58/341.82/354.25 (原值 343.50/361.35/376.56) 亿元; 同比增长 20.6%/4.0%/3.6%; 对应当前 PE 21/21/20 倍 (估值日 2025/1/9), 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.79
一年最低/最高价	22.88/32.28
市净率(倍)	3.35
流通 A 股市值(百万元)	691,168.91
总市值(百万元)	704,439.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.60
资产负债率(% ,LF)	61.04
总股本(百万股)	24,468.22
流通 A 股(百万股)	24,007.26

相关研究

《长江电力(600900): 2024 年三季度报点评: 来水改善量价齐升, 财务费用持续缩减》

2024-11-01

《长江电力(600900): 2024 年中报点评: 来水改善电量高增, 财务费用持续缩减》

2024-09-03

长江电力三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,695	10,218	20,623	46,226	营业总收入	78,112	84,168	85,242	85,879
货币资金及交易性金融资产	7,778	1,651	11,760	37,633	营业成本(含金融类)	32,943	32,151	32,367	31,194
经营性应收款项	8,587	6,395	6,661	6,493	税金及附加	1,602	1,768	1,790	1,889
存货	587	627	592	548	销售费用	192	194	196	206
合同资产	11	12	12	12	管理费用	1,363	1,473	1,475	1,503
其他流动资产	731	1,533	1,598	1,540	研发费用	789	850	852	902
非流动资产	554,248	553,117	544,521	530,719	财务费用	12,556	11,263	10,829	10,496
长期股权投资	71,684	75,684	79,184	82,684	加:其他收益	5	4	9	11
固定资产及使用权资产	445,626	440,810	429,947	413,471	投资净收益	4,750	4,798	4,901	4,895
在建工程	4,760	3,056	1,954	1,272	公允价值变动	(163)	0	0	0
无形资产	23,782	23,632	23,482	23,332	减值损失	(45)	(32)	(22)	(17)
商誉	1,136	1,136	1,136	1,136	资产处置收益	6	34	26	(9)
长期待摊费用	39	54	60	65	营业利润	33,220	41,273	42,647	44,569
其他非流动资产	7,222	8,744	8,758	8,758	营业外净收支	(807)	(684)	(336)	(635)
资产总计	571,943	563,335	565,145	576,945	利润总额	32,413	40,589	42,311	43,934
流动负债	143,871	142,321	146,279	148,837	减:所得税	4,457	7,196	7,502	7,885
短期借款及一年内到期的非流动负债	102,034	115,203	120,203	122,203	净利润	27,956	33,393	34,809	36,049
经营性应付款项	1,336	1,232	1,299	1,229	减:少数股东损益	717	534	627	625
合同负债	15	15	14	14	归属母公司净利润	27,239	32,858	34,182	35,425
其他流动负债	40,486	25,871	24,764	25,392	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.11	1.34	1.40	1.45
非流动负债	215,773	197,137	184,107	182,097	EBIT	41,183	51,852	53,139	54,431
长期借款	186,690	172,690	162,690	162,690	EBITDA	60,396	78,822	80,455	81,888
应付债券	25,836	20,836	17,836	15,836	毛利率(%)	57.83	61.80	62.03	63.68
租赁负债	577	527	497	487	归母净利率(%)	34.87	39.04	40.10	41.25
其他非流动负债	2,670	3,084	3,084	3,084	收入增长率(%)	13.43	7.75	1.28	0.75
负债合计	359,644	339,457	330,386	330,934	归母净利润增长率(%)	14.81	20.63	4.03	3.63
归属母公司股东权益	201,330	212,374	222,629	233,256					
少数股东权益	10,969	11,503	12,130	12,754					
所有者权益合计	212,299	223,877	234,759	246,011					
负债和股东权益	571,943	563,335	565,145	576,945					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	64,719	54,533	67,042	70,710	每股净资产(元)	8.23	8.68	9.10	9.53
投资活动现金流	(12,806)	(21,689)	(14,129)	(9,403)	最新发行在外股份(百万股)	24,468	24,468	24,468	24,468
筹资活动现金流	(54,802)	(38,925)	(42,805)	(35,433)	ROIC(%)	6.67	8.04	8.18	8.25
现金净增加额	(2,862)	(6,127)	10,109	25,873	ROE-摊薄(%)	13.53	15.47	15.35	15.19
折旧和摊销	19,213	26,969	27,316	27,458	资产负债率(%)	62.88	60.26	58.46	57.36
资本开支	(12,226)	(20,967)	(15,510)	(10,794)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.86	21.44	20.61	19.89
营运资本变动	9,271	(13,402)	(1,360)	811	P/B(现价)	3.50	3.32	3.16	3.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>