

2025 年 01 月 22 日

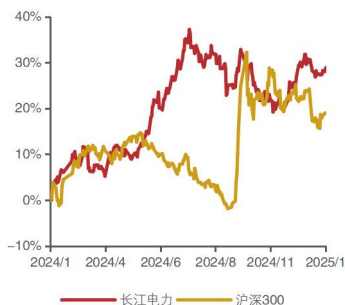
投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 01 月 21 日
收盘价 (元)	29.16
一年内最高/最低 (元)	32.28/22.93
总市值 (百万元)	713,493.23
流通市值 (百万元)	700,051.60
总股本 (百万股)	24,468.22
资产负债率 (%)	61.04
每股净资产 (元/股)	8.60

资料来源：聚源数据

长江电力 (600900. SH)

——四季度来水转弱 相对利差历史高位

投资要点：

- **事件：公司发布 2024 年业绩快报。**公司 2024 年实现营业收入 841.98 亿元，同比增长 7.75%；实现归母净利润 325.2 亿元，同比增长 19.36%，符合预期。
- **2024 年全年来水整体好转，但是四季度显著转弱。**根据公司发电量公告，公司 2024 年境内六座电站总发电量约 2959.04 亿千瓦时，较上年同期增长 7.11%。其中，第四季度总发电量约 600.90 亿千瓦时，较上年同期减少 17.60%。但是从结构来看，第四季度乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝发电量分别同比变化 3.79%、-6.02%、-12.26%、-13.57%、-36.47%和-24.51%，电价较高的上游四座电站发电量降幅显著小于电价较低的三峡和葛洲坝，预计与自然的来水结构以及公司在不同电站间的水量调度分配有关。
- **预计财务费用、投资收益继续贡献增长动能。**资产注入完成后，财务费用下降与投资收益增长为公司业绩增长的主要来源，根据此前还债节奏，市场普遍预计公司每年财务费用下降 6-8 亿元。但是在利率下降周期中，公司筹资性现金流持续保持“大进大出”状态，债务置换成为财务费用下降的重要来源。公司 2024 年上半年利息费用 57.04 亿元，较 2023 年同期减少 6.76 亿元，超出市场预期；三季度财务费用 28.08 亿元，较 2023 年同期再次减少 3.36 亿元，前三季度累计同比降幅已经超过 10 亿元，预计四季度继续贡献盈利增长。
- **分母端仍然是公司股价表现的决定性因素，在信用利差企稳背景下，预计权益利差有望进一步压缩。**我们将公司的 DCF 模型隐含权益折现率分为三部分，分别为无风险收益率、信用债收益率较无风险收益率的差值（即 10 年期 AA 级企业债收益率减 10 年期国债收益率）以及权益折现率较信用债收益率的差值。三分法相比两分法更具优势，相比国债，水电可以视为分红金额不固定的超长期信用债，其属性更贴近信用债而非国债。三个利差代表了不同维度的机会成本，第一项利差是纯粹机会成本、第二项利差是信用债风险的机会成本、第三项利差是类债资产的机会成本。从实际股价表现来看，尤其 2023 年以来，信用利差对长江电力股价波动的解释力度更强，国债收益率更多提供股价整体的向上动能。
- **第三项利差影响因素较为综合，从倒算结果来看，2020-2022 年整体稳定，近两年持续收窄但是仍未突破前低，从利差绝对值看水电并未高估。**而目前市场环境今非昔比，前两项利差持续创新低，从比例关系看，第三项利差相对值处于历史高位，收窄空间极大。本质是稳定收益型资产荒的扩散，从国债到信用债，再到类债权益资产，最终导致类债权益资产与真正债券之间的利差得以压缩。因此，当前环境下，我们认为长江电力未来的股价上涨动能，并不完全依赖国债收益率进一步下降，而是只要维持低位，后两项利差预计将被逐级压缩。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 328.2、346.6 和 362.7 亿元，当前股价对应 PE 22、21、20 倍。复盘长江电力的历史超额收益，我们认为根本上是在市场环境的催化下，市场对其业绩稳定性、现金流价值以及背后的商业模式多次重估。我们认为目前重估尚未结束，继续看好公司长期价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**收益率受到利率环境的影响；短 coming 来水存在不确定性；电价政策出现不利调整。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	52,060	78,112	85,080	86,980	87,622
同比增长率 (%)	-6.44%	50.04%	8.92%	2.23%	0.74%
归母净利润 (百万元)	21,309	27,239	32,820	34,657	36,267
同比增长率 (%)	-18.89%	27.83%	20.49%	5.60%	4.65%
每股收益 (元/股)	0.87	1.11	1.34	1.42	1.48
ROE (%)	11.49%	13.53%	15.77%	16.11%	16.29%
市盈率 (P/E)	33.48	26.19	21.74	20.59	19.67

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,778	8,508	8,698	8,762
应收票据及账款	8,522	7,410	7,575	7,631
预付账款	77	111	114	115
其他应收款	301	884	904	911
存货	587	700	722	723
其他流动资产	430	1,851	1,892	1,906
流动资产总计	17,695	19,464	19,905	20,048
长期股权投资	71,684	76,716	82,547	89,178
固定资产	445,626	439,573	433,231	426,599
在建工程	4,760	3,967	3,173	2,380
无形资产	23,782	19,750	15,714	11,673
长期待摊费用	39	19	0	0
其他非流动资产	8,358	8,314	8,270	8,227
非流动资产合计	554,248	548,339	542,936	538,057
资产总计	571,943	567,803	562,840	558,105
短期借款	53,985	73,352	66,900	62,254
应付票据及账款	1,336	1,341	1,382	1,385
其他流动负债	88,549	66,038	68,072	68,201
流动负债合计	143,871	140,730	136,354	131,840
长期借款	213,103	204,829	196,559	188,299
其他非流动负债	2,670	2,670	2,670	2,670
非流动负债合计	215,773	207,499	199,229	190,969
负债合计	359,644	348,229	335,584	322,808
股本	24,468	24,468	24,468	24,468
资本公积	63,491	63,491	63,491	63,491
留存收益	113,371	120,097	127,199	134,631
归属母公司权益	201,330	208,056	215,158	222,590
少数股东权益	10,969	11,518	12,099	12,706
股东权益合计	212,299	219,574	227,257	235,296
负债和股东权益合计	571,943	567,803	562,840	558,105

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	27,956	29,313	30,513	31,483
折旧与摊销	19,213	20,940	21,235	21,510
财务费用	12,556	10,920	10,205	9,591
投资损失	-4,750	-5,631	-6,431	-7,231
营运资金变动	9,293	-23,548	1,826	53
其他经营现金流	450	4,873	5,673	6,473
经营性现金净流量	64,719	36,867	63,020	61,879
投资性现金净流量	-12,806	-10,217	-10,350	-10,482
筹资性现金净流量	-54,802	-25,921	-52,481	-51,332
现金流量净额	-2,862	730	190	64

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	78,112	85,080	86,980	87,622
营业成本	32,943	34,728	35,809	35,870
税金及附加	1,602	1,758	1,798	1,811
销售费用	192	236	242	244
管理费用	1,363	1,787	1,827	1,840
研发费用	789	355	363	366
财务费用	12,556	10,920	10,205	9,591
资产减值损失	-42	-141	-144	-145
信用减值损失	-2	-12	-13	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,750	5,631	6,431	7,231
公允价值变动损益	-163	0	0	0
资产处置收益	6	-11	-11	-11
其他收益	5	4	4	4
营业利润	33,220	40,766	43,005	44,967
营业外收入	81	38	38	38
营业外支出	888	800	800	800
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	32,413	40,004	42,242	44,205
所得税	4,457	6,634	7,006	7,331
净利润	27,956	33,369	35,237	36,874
少数股东损益	717	549	580	607
归属母公司股东净利润	27,239	32,820	34,657	36,267
EPS(元)	1.11	1.34	1.42	1.48

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	50.04%	8.92%	2.23%	0.74%
营业利润增长率	23.33%	22.71%	5.49%	4.56%
归母净利润增长率	27.83%	20.49%	5.60%	4.65%
经营现金流增长率	109.36%	-43.03%	70.94%	-1.81%
盈利能力				
毛利率	57.83%	59.18%	58.83%	59.06%
净利率	35.79%	39.22%	40.51%	42.08%
ROE	13.53%	15.77%	16.11%	16.29%
ROA	4.76%	5.78%	6.16%	6.50%
估值倍数				
P/E	26.19	21.74	20.59	19.67
P/S	9.13	8.39	8.20	8.14
P/B	3.54	3.43	3.32	3.21
股息率	2.81%	3.66%	3.86%	4.04%
EV/EBITDA	13	14	13	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。