

公司研究 | 点评报告 | 长江电力（600900.SH）

全年业绩稳健增长，利差高位突显价值

报告要点

虽然四季度电量回落对公司经营产生一定压力，但公司于 2024 年 12 月完成湖北清能股权及相关债权的转让，转让收益一定程度能够贡献业绩增量，因此公司四季度实现归母业绩 45.14 亿元，同比降低 21.02%。全年来看，来水改善的背景下，公司发电量实现稳健增长，全年依然实现归母净利润 325.20 亿元，同比增长 19.36%。截至 1 月 20 日，按照最新一期分红比例以及 2024 年盈利预期，公司预期股息率与十年期国债到期收益率之差已经达到 2023 年以来的 82% 分位数，利差维度公司投资性价比极为突出，我们坚定看好公司作为稳健红利典范的投资价值。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

长江电力 (600900.SH)

2025-01-26

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

全年业绩稳健增长，利差高位突显价值

事件描述

公司发布 2024 年业绩快报公告：2024 年公司实现营业总收入 841.98 亿元，同比增长 7.75%；实现归母净利润 325.20 亿元，同比增长 19.36%。

事件评论

- 来水转枯限制单季表现，全年业绩表现稳健。**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%。得益于此，公司 2024 年总发电量约 2959.04 亿千瓦时，较上年同期增长 7.11%。虽然全年来看公司梯级电站整体有所改善，但进入四季度来水丰枯急转，受此影响单四季度公司完成发电量 600.90 亿千瓦时，较上年同期减少 17.60%，其中乌东德电站发电量 84.71 亿千瓦时，同比增长 3.79%；白鹤滩电站发电量 139.69 亿千瓦时，同比减少 6.02%；溪洛渡电站发电量 130.97 亿千瓦时，同比减少 12.26%；向家坝电站发电量 67.68 亿千瓦时，同比减少 13.57%；三峡电站发电量 143.72 亿千瓦时，同比减少 36.47%；葛洲坝电站发电量 34.14 亿千瓦时，同比减少 24.51%。**整体来看，虽然电量回落对公司经营产生一定压力，但公司于 2024 年 12 月完成湖北清能股权及相关债权的转让，转让收益一定程度能够贡献业绩增量，因此公司四季度实现归母业绩 45.14 亿元，同比降低 21.02%。全年来看，来水改善的背景下，公司发电量实现稳健增长，全年依然实现归母净利润 325.20 亿元，同比增长 19.36%。**
- 股息利差达到高点，红利典范值得关注。**除全年稳健的经营业绩以外，作为红利价值的典范，公司长期承诺底线分红为 70%，稳健业绩也意味着丰厚的股息回报。而且截至 1 月 20 日，按照最新一期分红比例以及 2024 年业绩，长江电力的预期股息率与十年期国债到期收益率之差已经达到 2023 年以来的 82% 分位数，从息差维度公司投资性价比已经达到极为突出的水平，我们坚定看好公司作为稳健红利典范的投资价值。
- 短期电价波动影响有限，市场化长期仍有利好。**当前，除了水电市场化比例较高的云南省在电力供需紧张的动下逐步展现出更好的价格中枢以外，跨省区送电的水电价格机制在 2022 年也展现了新的变化，自 2022 年 8 月 1 日起，锦官电源组送苏落地电价形成机制由挂钩煤电基准价，完善为“基准落地电价+浮动电价”的机制，而公司白鹤滩电站送苏电价执行相同机制。**虽然短期内受火电电量年度长协电价有所下调影响，公司外送电价预计也会有所调整，但来水修复一定程度能够对冲电价波动的影响。**水电作为最为廉价的清洁能源，在市场化改革加速推进的趋势下，长期电价存在较强支撑。此外，截至 1 月 20 日，三峡水库水位为 168.59 米，同比提升 1.76 米，而 2024 年 9 月 30 日三峡水库水位为 162.6 米，同比下降 6.46 米，即公司四季度电量相对偏弱也有积极累库的影响，而且年初更高的水位也为全年更高的出力奠定了良好的基础。
- 投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年对应 EPS 分别为 1.33 元、1.33 元和 1.46 元，对应 PE 分别为 21.59 倍、21.55 倍和 19.70 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、电价波动风险；
- 2、来水不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	29.16
总股本(万股)	2,446,822
流通A股/B股(万股)	2,400,726/0
每股净资产(元)	8.60
近12月最高/最低价(元)	32.28/22.93

注：股价为 2025 年 1 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《丰枯交替短期波动，利差新高突显价值》2025-01-10
- 《来水偏丰电量稳步增长，水电龙头彰显稳健价值》2024-11-03
- 《来水偏丰电量延续稳增，水电龙头业绩展望稳健》2024-10-13


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、电价波动风险：公司收入端的重要影响因素为电价水平，而公司白鹤滩电站送苏电价也从 2023 年 1 月开始执行“基准落地电价+浮动电价”的机制，若后续交易结果下行，则公司电价也会存在下浮风险；
- 2、来水不及预期风险：水电公司收入端核心影响因素之一为来水情况，若后续来水受降雨影响持续偏枯，将对公司电量产生不利影响，进而进一步加大公司业绩压力。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	78112	84190	84118	87261	货币资金	7778	8476	8854	9133
营业成本	32943	34973	35922	36524	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	45169	49217	48195	50737	应收账款	8510	9173	9165	9507
%营业收入	58%	58%	57%	58%	存货	587	623	640	650
营业税金及附加	1602	1726	1725	1789	预付账款	77	82	84	85
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	742	767	766	779
销售费用	192	207	207	215	流动资产合计	17695	19119	19509	20155
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	71684	76684	81684	86684
管理费用	1363	1389	1388	1440	投资性房地产	103	103	103	103
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	444899	439957	435205	431236
研发费用	789	884	883	916	无形资产	23782	23782	23782	23782
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	1136	1136	1136	1136
财务费用	12556	11256	10032	8879	递延所得税资产	541	542	542	542
%营业收入	16%	13%	12%	10%	其他非流动资产	12102	13681	13681	13681
加: 资产减值损失	-42	0	0	0	资产总计	571943	575006	575642	577320
信用减值损失	-2	-11	0	0	短期贷款	53985	53985	54985	54185
公允价值变动收益	-163	0	0	0	应付款项	1296	1376	1413	1436
投资收益	4750	5903	5720	5846	预收账款	0	0	0	0
营业利润	33220	39648	39686	43350	应付职工薪酬	368	390	401	407
%营业收入	43%	47%	47%	50%	应交税费	2513	2708	2706	2807
营业外收支	-807	-780	-800	-800	其他流动负债	85710	85981	86647	86926
利润总额	32413	38868	38886	42550	流动负债合计	143871	144441	146152	145763
%营业收入	41%	46%	46%	49%	长期借款	186690	177248	167995	159527
所得税费用	4457	5480	5444	5957	应付债券	25836	22836	20336	20336
净利润	27956	33388	33442	36593	递延所得税负债	2602	2943	2943	2943
归属于母公司所有者的净利润	27239	32520	32572	35642	其他非流动负债	645	718	718	718
少数股东损益	717	868	869	951	负债合计	359644	348185	338144	329286
EPS (元)	1.11	1.33	1.33	1.46	归属于母公司所有者权益	201330	214984	224792	234376
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	10969	11837	12706	13658
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	212299	226820	237498	248034
经营活动现金流净额	64719	60409	58923	60106	负债及股东权益	571943	575006	575642	577320
取得投资收益收回现金	2150	5903	5720	5846	基本指标				
长期股权投资	-4518	-5000	-5000	-5000		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-12226	-15800	-15800	-15800	每股收益	1.11	1.33	1.33	1.46
其他	1787	-1562	0	0	每股经营现金流	2.65	2.47	2.41	2.46
投资活动现金流净额	-12806	-16459	-15080	-14954	市盈率	25.77	21.59	21.55	19.70
债券融资	0	-3000	-2500	0	市净率	3.49	3.27	3.12	3.00
股权融资	16445	294	0	0	EV/EBITDA	16.71	14.20	14.32	13.83
银行贷款增加 (减少)	152980	-9442	-8253	-9268	总资产收益率	4.8%	5.7%	5.7%	6.2%
筹资成本	-35672	-30476	-32712	-35605	净资产收益率	13.5%	15.1%	14.5%	15.2%
其他	-188556	-584	0	0	净利率	34.9%	38.6%	38.7%	40.8%
筹资活动现金流净额	-54802	-43207	-43464	-44873	资产负债率	62.9%	60.6%	58.7%	57.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2862	697	378	279	总资产周转率	0.14	0.15	0.15	0.15

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。