

长江电力 (600900)

2024 年报&2025 一季报点评: 发电量稳增, 财务费用持续改善

买入 (维持)

2025 年 05 月 01 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	78,144	84,492	86,519	87,067	87,633
同比 (%)	13.48	8.12	2.40	0.63	0.65
归母净利润 (百万元)	27,245	32,496	35,028	36,715	37,087
同比 (%)	14.83	19.28	7.79	4.81	1.01
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.11	1.33	1.43	1.50	1.52
P/E (现价&最新摊薄)	26.49	22.21	20.61	19.66	19.46

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2024 年&2025 年一季度报告。2024 年公司实现营业收入 844.92 亿元, 同比增长 8.12%; 归母净利润 324.96 亿元, 同比增长 19.28%; 扣非归母净利润 325.08 亿元, 同比增长 18.17%; 加权平均 ROE 同比提高 2.19pct, 至 15.71%。公司以 2024 年末总股本 244.68 亿股为基数, 每 10 股派发现金股利 9.43 元 (中期已发 2.10 元), 共分派现金股利 230.74 亿元, 分红比例 71%。2025 年一季度公司实现营业收入 170.15 亿元, 同比增长 8.68%; 归母净利润 51.81 亿元, 同比增长 30.56%; 扣非归母净利润 52.33 亿元, 同比增长 31.49%。

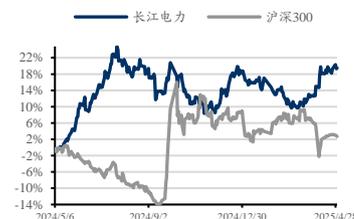
■ **2024&2025Q1 发电量稳增, 财务费用持续改善。** 2024 年公司归母净利润 324.96 亿元, 同比增长 19.28%, 符合预期。2025 年一季度公司归母净利润 51.81 亿元, 同比增长 30.56%。2024 年归母净利润增速大幅超过收入增速, 主要系财务费用下降 14.25 亿元, 同时投资收益增加 5.08 亿元。2025 年一季度归母净利润增速大幅超过收入增速, 主要系随发电量增加成本维持稳定, 同时财务费用下降 3.70 亿元。公司水电总装机容量 7179.5 万千瓦, 其中, 国内水电装机 7169.5 万千瓦, 占全国水电装机的 16.45%。2024 年, 公司境内所属六座流域梯级电站发电量 2959.04 亿千瓦时, 同比增长 7.11%。2025 年第一季度, 公司境内所属六座梯级电站总发电量约 576.79 亿千瓦时, 较上年同期增加 9.35%。2025 年, 在乌东德水库来水总量不低于 1250 亿立方米、三峡水库来水总量不低于 4300 亿立方米, 且年内来水分布有利于发电的情况下, 公司六座梯级电站力争实现年发电量 3000 亿千瓦时。

■ **鼓励市场化交易&六库联调持续发挥作用, 期待公司量价齐升。** 1) **六库联调带来发电增量。** 公司科学开展六库联调, 进一步提高水资源的使用效率, 2024 年节水增发 128.7 亿千瓦时。2) **市场化占比进一步提升、上网电价上行。** 公司各水电站电价根据合同和国家政策确定; 葛洲坝采用成本加成定价; 三峡、溪洛渡、向家坝采用落地电价倒推, 其中溪洛渡、向家坝的部分电量采用市场化定价。2023 年新并入的乌、白水电站以市场化定价为主。2024 年公司市场化交易电量占比提升至 38.6% (2023 年 37.8%); 上网电价为 285.52 元/兆瓦时 (2023 年 281.28 元/兆瓦时), 同比增加 4.24 元/兆瓦时。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量, 我们上调 2025-2026 年、引入 2027 年对公司归母净利润的预测至 350.28 (原值 341.82) /367.15 (原值 354.25) /370.87 亿元, 同比增长 7.8%/4.8%/1.0%; 对应当前 PE 20.6/19.7/19.5 倍 (估值日 2025/4/30), 按照 2025 年分红比例 70%计算, 对应股息率 3.4% (估值日 2025/4/30), 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)	29.50
一年最低/最高价	25.16/32.28
市净率(倍)	3.34
流通 A 股市值(百万元)	708,214.07
总市值(百万元)	721,812.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.82
资产负债率(% ,LF)	59.65
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): 2025Q1 电量稳增, 十年期国债收益率下行, 红利标杆空间打开》

2025-04-09

《长江电力(600900): 2024 年业绩快报点评: 电量稳增, 十年期国债收益率下行, 红利标杆空间打开》

2025-01-21

事件：2024 年公司实现营业收入 844.92 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%；扣非归母净利润 325.08 亿元，同比增长 18.17%；加权平均 ROE 同比提高 2.19pct，至 15.71%。公司以 2024 年末总股本 244.68 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 9.43 元（中期已发 2.10 元），共分派现金股利 230.74 亿元，分红比例 71%。2025 年一季度公司实现营业收入 170.15 亿元，同比增长 8.68%；归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%；扣非归母净利润 52.33 亿元，同比增长 31.49%。

1. 2024&2025Q1 发电量稳增，财务费用持续改善

2024&2025Q1 发电量稳增，财务费用持续改善。2024 年公司实现营业收入 844.92 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%，符合预期。2025 年一季度公司实现营业收入 170.15 亿元，同比增长 8.68%；归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%；2024 年归母净利润增速大幅超过收入增速，主要系财务费用下降 14.25 亿元，同时投资收益增加 5.08 亿元。2025 年一季度归母净利润增速大幅超过收入增速，主要系随发电量增加成本维持稳定，同时财务费用下降 3.70 亿元。2024 年分业务来看：

- 1) **电力行业实现营收 744.79 亿元，同比增加 7.87%；毛利率为 62.51%，增加 1.54pct，毛利贡献 93.18%。**公司水电总装机容量 7179.5 万千瓦，其中，国内水电装机 7169.5 万千瓦，占全国水电装机的 16.45%。公司运行乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝等六座水电站，为社会持续提供优质、稳定、可靠的清洁能源。2024 年，公司境内所属六座流域梯级电站发电量 2959.04 亿千瓦时，同比增长 7.11%；上网电量为 2942.87 亿千瓦时，同比增加 7.10%；售电量为 2945.60 亿千瓦时，同比增加 7.12%；上网电价为 285.52 元/兆瓦时（2023 年 281.28 元/兆瓦时），同比增加 4.24 元/兆瓦时。2025 年第一季度，乌东德水库来水总量约 167.05 亿立方米，较上年同期偏丰 12.50%；三峡水库来水总量约 555.19 亿立方米，较上年同期偏丰 11.56%。公司境内所属六座梯级电站总发电量约 576.79 亿千瓦时，较上年同期增加 9.35%。2025 年，在乌东德水库来水总量不低于 1250 亿立方米、三峡水库来水总量不低于 4300 亿立方米，且年内来水分布有利于发电的情况下，公司六座梯级电站力争实现年发电量 3000 亿千瓦时。
- 2) **其他行业实现营收 98.06 亿元，同比增加 11.10%；毛利率为 34.06%，增加 1.22pct，毛利贡献 6.69%。**
 - 1) **抽蓄项目多头并进。**公司抽蓄管理中心、浙江天台电力生产筹建处成立，湖南攸县项目完成股改并开工建设。甘肃张掖项目取水获得行政许可，甘肃甘州 10 万千瓦光伏项目成功并网，公司首个“抽蓄+新能源”基地建设提速。全面受托管运维长龙山抽蓄电站，管理运营抽蓄装机容量达 210 万千瓦。
 - 2) **金下基地建设有序推进。**累计接管运维金下新能源基地 25

个场站、总装机容量超 300 万千瓦，云南侧首批 23 个光伏项目全部投产。高质量开展金下新能源接入及输电方案研究，溪洛渡右岸电站开关站改造工作取得实质性突破。

期间费用优化。2024 年公司期间费用同比减少 7.57%至 137.72 亿元，期间费用率下降 2.78pct 至 16.3%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 2.21%、增加 14.59%、增加 12.9%、减少 11.35%至 1.88 亿元、15.62 亿元、8.91 亿元、111.31 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.02pct、上升 0.1pct、上升 0.04pct、下降 2.9pct 至 0.22%、1.85%、1.05%、13.17%。公司持续推动降债，财务费用下降。

经营性现金流基本持平。1) 2024 年公司经营活动现金流净额 596.48 亿元，同比减少 7.83%；2) 投资活动现金流净额-107.75 亿元，同比增加 15.86%；3) 筹资活动现金流净额-501.94 亿元，同比增加 8.41%。

资产负债率下降&净利率提升，加权平均 ROE 提升。2024 年公司资产负债率为 60.79%，同比下降 2.09pct。2024 年公司应收账款同比增长 9.59%至 93.27 亿元，应收账款周转天数同比增加 8.26 天至 38 天；存货同比增长 9.45%至 6.42 亿元，存货周转天数同比增加 0.72 天至 6.46 天；应付账款同比增长 24.38%至 16.11 亿元，应付账款周转天数同比增加 2.94 天至 15.15 天，使净营业周期同比增加 6.04 天至 29.31 天。2024 年公司加权平均净资产收益率同比上升 2.19pct 至 15.71%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2024 年公司销售净利率为 38.97%，同比上升 3.18pct，总资产周转率为 0.15（次），同比下降 0.03（次），权益乘数从 23 年的 2.32 上升至 24 年的 2.76。

2. 鼓励市场化交易&六库联调持续发挥作用，期待公司量价齐升

水电市场交易比例持续提升，公司 2024 年市场化交易电量占比提升至 38.6%。我国水电现行四种主要定价模式，分别为成本加成、标杆电价、倒推电价及市场化定价。2014 年 1 月，发改委出台《关于完善水电上网电价形成机制的通知》(发改价格〔2014〕61 号)，明确鼓励通过竞争方式确定水电价格，近年水电市场化电量持续增长。2021 年发改委在《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》等文件明确指出，电力市场建设需全面加速并适应工商业用户的需求，电力市场交易的政策和规则在未来将进一步完善，使得电价更真实地反映供需和资源的稀缺程度。作为低价、高质的清洁能源，水电在电力市场中将展现出强大的竞争优势。公司各水电站电价根据合同和国家政策确定；葛洲坝采用成本加成定价；三峡、溪洛渡、向家坝采用落地电价倒推，其中溪洛渡、向家坝的部分电量采用市场化定价。2023 年新并入的乌、白水电站以市场化定价为主；白鹤滩在过渡期（2022 年）后电价已完全市场化，外输高电价已确定。2024 年公司市场化交易电量占比提升至 38.6%（2023 年 37.8%），国家政策鼓励下市场化占比将进一步提升，预期公司上网电价继续上行。

六库联调带来发电量释放。公司科学开展六库联调,进一步提高水资源的使用效率,2024年节水增发128.7亿千瓦时,六库联调持续发挥作用,为公司带来发电增量。

3. 盈利预测与投资建议

考虑到公司2025年力争实现3000亿千瓦时发电量,我们上调2025-2026年、引入2027年对公司归母净利润的预测至350.28(原值341.82)/367.15(原值354.25)/370.87亿元,同比增长7.8%/4.8%/1.0%;对应当前PE 20.6/19.7/19.5倍(估值日2025/4/30),按照2025年分红比例70%计算,对应股息率3.4%(估值日2025/4/30),维持“买入”评级。

4. 风险提示

来水量不及预期:水电发电高度依赖于水资源情况,气候变化、降雨变化或其他原因导致的来水减少可能会严重影响水电站的发电量,进而影响公司经营情况。

电价波动风险:公司盈利水平与电价相关,政策调控、供需关系和市场竞争等因素将对电价产生影响,进而影响公司经营情况。

政策风险:国家对清洁能源和新能源的政策调整,可能会影响公司的回报预期和投资决策。

市场风险:随着新能源技术的发展,太阳能、风能等清洁能源的竞争日益加剧,可能会影响水电的市场份额。

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,190	86,585	119,894	149,811	营业总收入	84,492	86,519	87,067	87,633
货币资金及交易性金融资产	6,555	72,594	108,044	137,505	营业成本(含金融类)	34,528	32,809	31,611	31,985
经营性应收款项	9,414	12,783	10,701	11,153	税金及附加	1,968	2,076	2,090	2,094
存货	642	588	544	546	销售费用	188	216	218	219
合同资产	0	4	6	3	管理费用	1,562	1,817	1,828	1,832
其他流动资产	579	615	599	604	研发费用	891	1,125	1,132	1,139
非流动资产	548,882	540,379	526,385	510,061	财务费用	11,131	10,632	9,961	9,615
长期股权投资	73,319	75,319	77,319	79,319	加:其他收益	7	6	4	6
固定资产及使用权资产	431,179	423,647	409,661	392,575	投资净收益	5,258	5,018	4,919	5,083
在建工程	9,063	6,158	4,295	3,057	公允价值变动	212	0	0	0
无形资产	25,459	25,309	25,159	25,159	减值损失	(47)	(22)	(17)	(12)
商誉	1,153	1,153	1,153	1,153	资产处置收益	(7)	(22)	(7)	(12)
长期待摊费用	40	45	50	50	营业利润	39,645	42,823	45,127	45,813
其他非流动资产	8,670	8,748	8,748	8,748	营业外净收支	(783)	(336)	(635)	(640)
资产总计	566,072	626,963	646,279	659,872	利润总额	38,862	42,487	44,492	45,173
流动负债	159,556	225,424	244,874	263,512	减:所得税	5,932	6,328	6,896	7,228
短期借款及一年内到期的非流动负债	116,551	183,430	204,118	222,626	净利润	32,930	36,159	37,596	37,946
经营性应付款项	1,611	1,386	1,422	1,427	减:少数股东损益	434	1,131	881	859
合同负债	266	100	130	169	归属母公司净利润	32,496	35,028	36,715	37,087
其他流动负债	41,128	40,508	39,204	39,290	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	1.43	1.50	1.52
非流动负债	184,560	167,612	155,582	138,552	EBIT	45,314	53,119	54,453	54,789
长期借款	158,588	143,588	133,588	118,588	EBITDA	65,094	79,986	81,501	81,943
应付债券	21,741	19,741	17,741	15,741	毛利率(%)	59.13	62.08	63.69	63.50
租赁负债	583	553	523	493	归母净利率(%)	38.46	40.49	42.17	42.32
其他非流动负债	3,648	3,730	3,730	3,730	收入增长率(%)	8.12	2.40	0.63	0.65
负债合计	344,116	393,035	400,456	402,064	归母净利润增长率(%)	19.28	7.79	4.81	1.01
归属母公司股东权益	210,288	221,130	232,144	243,270					
少数股东权益	11,667	12,799	13,680	14,538					
所有者权益合计	221,956	233,928	245,824	257,808					
负债和股东权益	566,072	626,963	646,279	659,872					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	59,648	64,827	72,030	71,148	每股净资产(元)	8.59	9.04	9.49	9.94
投资活动现金流	(10,775)	(13,709)	(8,778)	(6,400)	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	(50,194)	14,933	(27,801)	(35,287)	ROIC(%)	7.33	8.21	7.78	7.56
现金净增加额	(1,303)	66,039	35,450	29,461	ROE-摊薄(%)	15.45	15.84	15.82	15.25
折旧和摊销	19,780	26,867	27,048	27,154	资产负债率(%)	60.79	62.69	61.96	60.93
资本开支	(14,411)	(16,636)	(11,692)	(9,482)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.21	20.61	19.66	19.46
营运资本变动	1,071	(4,389)	886	(337)	P/B(现价)	3.43	3.26	3.11	2.97

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>