

2025 年 05 月 08 日

长江电力 (600900.SH)

投资评级：买入（维持）

——整体业绩如期稳健 财务费用降幅超预期

证券分析师

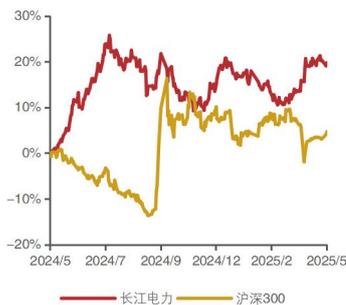
查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com

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 05 月 07 日

收盘价 (元)	29.35
一年内最高/最低 (元)	32.28/25.16
总市值 (百万元)	718,142.19
流通市值 (百万元)	704,612.98
总股本 (百万股)	24,468.22
资产负债率 (%)	59.65
每股净资产 (元/股)	8.82

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 事件：公司发布 2024 年年报与 2025 年一季报。**公司 2024 年实现归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%；2025 年一季度实现归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%。
- 2024 年全年来水整体好转，四季度显著转弱，2025 年一季度再次转好。**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（顺序下同）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。2025 年一季度实现总发电量 576.79 亿千瓦时，较上年同期增加 9.35%，六座电站同比增速分别为 9.90%、17.10%、8.47%、9.39%、5.55%和 2.74%，结构上仍然是高电价电站发电量增速更高，系公司 2025 年一季度业绩高速增长的重要原因。
- 财务费用降幅超预期，投资收益稳步增长。**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 年财务费用同比减少 14.25 亿元，超过市场预期。同时，公司 2024 年实现投资收益 52.58 亿元，同比增长约 5 亿元，继续贡献增长动能。
- 分红金额历史新高，分红比例维持 71%。**公司 2024 年分红方案为每 10 股派发现金股利 9.43 元，其中已于 2025 年 1 月 24 日派发中期现金股利每 10 股 2.10 元，因此末期每 10 股派发 7.33 元，年度分红占合并报表归属于上市公司股东净利润为 71%。
- 重申水电的长期配置价值：稀缺性长周期稳定资产，在高波动市场下的看涨期权。**2023 年以来，我国整个水电板块迎来一轮加速上涨，我们认为不能完全归因于无风险收益率的下降，更重要的因素是在资本市场整体高波动背景下，市场对以水电为代表的“低协方差”资产的重估，即对宏观经济本身无谓多空，而是对波动性的重新定价，水电由于其相对更强的商业模式稳定性、业绩可预测性，获得了风险溢价的降低。站在当前时点，我们强调水电的投资机遇并不在装机成长潜力，更非高频来水数据，而且由于水电的装机建设计划性极强，基本不会发生叙事的变化，在股价中早已得到了充分定价。更需要关注的是两个底层逻辑，其一是水电商业模式与政策环境的稳定性，没有变化就是最好的结果，任何变化都可能导致折现率上行，无论正负；其二是资本市场的整体波动性，相当于水电个股的机会成本。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 341.69、352.56 和 365.42 亿元，对应 PE 21、20 和 19 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；短年来水存在不确定性；电价政策出现不利调整。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	78,112	84,492	86,980	87,622	88,428
同比增长率 (%)	50.04%	8.17%	2.94%	0.74%	0.92%
归母净利润 (百万元)	27,239	32,496	34,169	35,256	36,542
同比增长率 (%)	27.83%	19.30%	5.15%	3.18%	3.65%
每股收益 (元/股)	1.11	1.33	1.40	1.44	1.49
ROE (%)	13.53%	15.45%	15.29%	14.86%	14.54%
市盈率 (P/E)	26.36	22.10	21.02	20.37	19.65

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	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,555	8,698	8,762	8,843
应收票据及账款	9,327	8,812	8,877	8,959
预付账款	87	95	96	97
其他应收款	323	687	693	699
存货	642	678	679	688
其他流动资产	256	379	381	385
流动资产总计	17,190	19,349	19,488	19,670
长期股权投资	73,319	78,275	83,832	89,988
固定资产	431,179	417,165	404,294	392,531
在建工程	9,063	16,302	22,292	27,031
无形资产	25,459	24,911	24,363	23,814
长期待摊费用	40	20	0	0
其他非流动资产	9,823	9,770	9,717	9,664
非流动资产合计	548,882	546,444	544,497	543,028
资产总计	566,072	565,793	563,985	562,698
短期借款	69,692	78,418	72,617	65,889
应付票据及账款	1,611	1,547	1,550	1,570
其他流动负债	88,252	75,960	76,107	77,110
流动负债合计	159,556	155,926	150,273	144,570
长期借款	180,912	170,391	159,922	149,503
其他非流动负债	3,648	3,648	3,648	3,648
非流动负债合计	184,560	174,039	163,570	153,151
负债合计	344,116	329,965	313,843	297,721
股本	24,468	24,468	24,468	24,468
资本公积	63,718	63,718	63,718	63,718
留存收益	122,103	135,342	149,002	163,161
归属母公司权益	210,288	223,528	237,188	251,347
少数股东权益	11,667	12,300	12,953	13,630
股东权益合计	221,956	235,828	250,142	264,977
负债和股东权益合计	566,072	565,793	563,985	562,698

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	32,930	30,773	31,542	32,345
折旧与摊销	19,780	17,394	17,503	17,625
财务费用	11,131	9,962	9,596	8,928
投资损失	-5,258	-5,556	-5,956	-6,556
营运资金变动	1,076	-12,372	74	923
其他经营现金流	-12	4,790	5,190	5,790
经营性现金净流量	59,648	44,990	57,950	59,055
投资性现金净流量	-10,775	-10,161	-10,424	-10,517
筹资性现金净流量	-50,194	-32,687	-47,462	-48,458
现金流量净额	-1,303	2,143	64	81

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	84,492	86,980	87,622	88,428
营业成本	34,528	35,809	35,870	36,349
税金及附加	1,968	1,867	1,881	1,898
销售费用	188	228	230	232
管理费用	1,562	1,827	1,840	1,857
研发费用	891	648	653	659
财务费用	11,131	9,962	9,596	8,928
资产减值损失	-14	-170	-171	-173
信用减值损失	-32	-18	-18	-18
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5,258	5,556	5,956	6,556
公允价值变动损益	212	0	0	0
资产处置收益	-7	-18	-18	-18
其他收益	7	5	5	5
营业利润	39,645	41,995	43,307	44,858
营业外收入	5	29	29	29
营业外支出	788	800	800	800
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	38,862	41,224	42,536	44,088
所得税	5,932	6,423	6,627	6,869
净利润	32,930	34,802	35,909	37,219
少数股东损益	434	633	653	677
归属母公司股东净利润	32,496	34,169	35,256	36,542
EPS(元)	1.33	1.40	1.44	1.49

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	8.17%	2.94%	0.74%	0.92%
营业利润增长率	19.34%	5.93%	3.12%	3.58%
归母净利润增长率	19.30%	5.15%	3.18%	3.65%
经营现金流增长率	-7.83%	-24.57%	28.80%	1.91%
盈利能力				
毛利率	59.13%	58.83%	59.06%	58.89%
净利率	38.97%	40.01%	40.98%	42.09%
ROE	15.45%	15.29%	14.86%	14.54%
ROA	5.74%	6.04%	6.25%	6.49%
估值倍数				
P/E	22.10	21.02	20.37	19.65
P/S	8.50	8.26	8.20	8.12
P/B	3.42	3.21	3.03	2.86
股息率	0.72%	2.91%	3.01%	3.12%
EV/EBITDA	14	14	14	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）。