

公司研究 | 点评报告 | 长江电力 (600900.SH)

来水改善业绩拔群，水电真龙诠释价值

报告要点

在水电主业与财务费用等多重利好因素共振拉动下，公司 2024 年实现归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%。公司 2024 年拟每股派发现金红利人民币 0.943 元（含税，包含中期分红），分红金额占归母净利润的 71%，按 4 月 29 日收盘价测算股息率为 3.20%。进入 2025 年一季度，在电量端强势增长以及成本持续优化的拉动下，公司一季度实现归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%。水电龙头持续增长的业绩表现以及稳健分红彰显出优异的投资价值。

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)

2025-05-08

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

来水改善业绩拔群，水电真龙诠释价值

事件描述

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报：2024 年公司实现营业总收入 844.92 亿元，同比增长 8.12%；实现归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%。2025 年一季度公司实现营业收入 170.15 亿元，同比增长 8.68%；实现归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%。

事件评论

- 来水好转拉动电量增长，全年业绩稳步修复。**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%。电价方面，公司全年平均上网电价为 285.52 元/兆瓦时，同比增加 4.24 元/兆瓦时，电价提升主因系上游高电价的电站电量表现更优所致。量价齐升拉动下，公司 2024 年实现营业收入 844.92 亿元，同比增长 8.12%。由于水电站商业模式决定了短期成本变化有限，因此公司 2024 年毛利率达到 59.13%，同比提升 1.31 个百分点。此外，公司持续优化资产结构，2024 年财务费用为 111.31 亿元，同比减少 11.38%。与此同时，公司处置湖北清能股权实现投资收益 4.21 亿元，而且参股公司全年经营业绩同样稳步增长，二者共同作用下 2024 年公司实现投资收益 52.58 亿元，同比增长 10.68%。在水电主业与财务费用等多重利好因素共振拉动下，公司 2024 年实现归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%。公司 2024 年拟每股派发现金红利人民币 0.943 元（含税，包含中期分红），分红金额占归母净利润的 71%，按 4 月 29 日收盘价测算股息率为 3.20%。
- 来水持续偏丰，单季业绩释放弹性。**2025 年一季度，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%。得益于来水同比改善，一季度公司完成发电量 576.79 亿千瓦时，同比增长 9.35%。分电站来看，乌东德电站完成发电量 65.46 亿千瓦时，同比增长 9.90%；白鹤滩电站完成发电量 125.74 亿千瓦时，同比增长 17.10%；溪洛渡电站完成发电量 132.02 亿千瓦时，同比增长 8.47%；向家坝电站完成发电量 70.40 亿千瓦时，同比增长 9.39%；三峡电站完成发电量 147.93 亿千瓦时，同比增长 5.55%，葛洲坝电站完成发电量 35.24 亿千瓦时，同比增长 2.74%。得益于电量同比增长，公司一季度实现营收 170.15 亿元，同比增长 8.68%。或受云南水资源费改税影响，公司一季度营业成本同比下降 1.50%，从而使得一季度毛利率达到 52.98%，同比增长 4.86 个百分点，但税金及附加达到 6.18 亿元，同比增长 123.63%，营业成本与税金合计同比增长 2.62%。此外，公司财务费用延续下行，一季度财务费用为 24.81 亿元，同比下降 13.05%。整体而言，在电量端强势增长以及成本持续优化的拉动下，公司一季度实现归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%。
- 投资建议：**根据最新财务数据，我们预计公司 2025-2027 年对应 EPS 分别为 1.36 元、1.46 元和 1.47 元，对应 PE 分别为 21.59 倍、20.20 倍和 20.01 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。

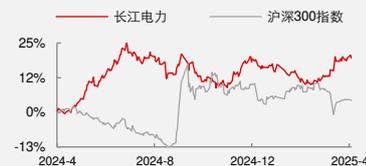
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	29.46
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)	8.82
近12月最高/最低价(元)	32.28/25.16

注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《来水改善业绩展望优异，利差高位突显投资价值》2025-04-10
- 《全年业绩稳健增长，利差高位突显价值》2025-01-26
- 《丰枯交替短期波动，利差新高突显价值》2025-01-10

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	84492	84995	85903	85738	货币资金	6555	7647	8172	8891
营业成本	34528	35469	34806	34552	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	49964	49526	51097	51186	应收账款	9327	9382	9482	9464
%营业收入	59%	58%	59%	60%	存货	642	659	647	642
营业税金及附加	1968	1980	2001	1997	预付账款	87	90	88	87
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	579	581	584	583
销售费用	188	189	191	191	流动资产合计	17190	18359	18973	19668
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	73319	74819	76319	77819
管理费用	1562	1572	1588	1585	投资性房地产	106	106	106	106
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	430425	417483	404730	392762
研发费用	891	896	906	904	无形资产	25459	25459	25459	25459
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	1153	1153	1153	1153
财务费用	11131	9844	8775	7896	递延所得税资产	655	649	649	649
%营业收入	13%	12%	10%	9%	其他非流动资产	17765	17849	17849	17849
加: 资产减值损失	-14	0	0	0	资产总计	566072	555877	545239	535466
信用减值损失	-32	0	0	0	短期贷款	69692	58192	49192	44692
公允价值变动收益	212	0	0	0	应付款项	1611	1655	1624	1613
投资收益	5258	5525	5670	5744	预收账款	0	0	0	0
营业利润	39645	40577	43312	44364	应付职工薪酬	406	417	409	406
%营业收入	47%	48%	50%	52%	应交税费	2857	2874	2904	2899
营业外收支	-783	-700	-700	-700	其他流动负债	84990	85957	85280	85017
利润总额	38862	39877	42612	43664	流动负债合计	159556	149095	139410	134627
%营业收入	46%	47%	50%	51%	长期借款	158588	144596	130794	117775
所得税费用	5932	5981	6392	7095	应付债券	21741	21741	21741	21741
净利润	32930	33895	36220	36569	递延所得税负债	3492	3611	3611	3611
归属于母公司所有者的净利润	32496	33387	35677	36020	其他非流动负债	739	702	702	702
少数股东损益	434	508	543	549	负债合计	344116	319745	296257	278456
EPS (元)	1.33	1.36	1.46	1.47	归属于母公司所有者权益	210288	223957	236263	243742
					少数股东权益	11667	12176	12719	13268
现金流量表 (百万元)					股东权益	221956	236133	248982	257010
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	566072	555877	545239	535466
经营活动现金流净额	59648	60070	59149	58281					
取得投资收益收回现金	2548	5525	5670	5744	基本指标				
长期股权投资	-1635	-1500	-1500	-1500		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-14411	-7698	-7700	-7700	每股收益	1.33	1.36	1.46	1.47
其他	2722	-85	0	0	每股经营现金流	2.44	2.46	2.42	2.38
投资活动现金流净额	-10775	-3759	-3530	-3456	市盈率	22.18	21.59	20.20	20.01
债券融资	-4095	0	0	0	市净率	3.43	3.22	3.05	2.96
股权融资	147	0	0	0	EV/EBITDA	15.54	14.14	13.52	13.38
银行贷款增加(减少)	-12712	-25492	-22803	-17518	总资产收益率	5.7%	6.0%	6.5%	6.7%
筹资成本	-31633	-30036	-32291	-36588	净资产收益率	15.5%	14.9%	15.1%	14.8%
其他	-1900	309	0	0	净利率	38.5%	39.3%	41.5%	42.0%
筹资活动现金流净额	-50194	-55220	-55094	-54106	资产负债率	60.8%	57.5%	54.3%	52.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1320	1092	524	719	总资产周转率	0.15	0.15	0.16	0.16

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 / (430023)

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情形范围内，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。