

# 长江电力（600900）

## 2025H1 电量稳增，国债收益率下行红利标杆空间打开

买入（维持）

2025年07月11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

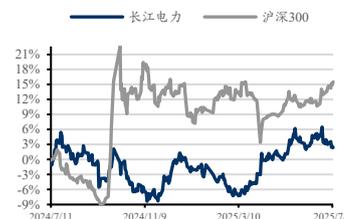
执业证书：S0600524090002  
guy@dwzq.com.cn

| 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）  | 26.85  | 22.51  | 20.89  | 19.93  | 19.73  |

### 投资要点

- **事件：**2025/7/10，公司发布2025年半年度发电量完成情况公告。
- **2025H1 发电量稳增，乌东德来水偏丰、三峡来水偏枯：**2025年上半年，乌东德水库来水总量约399.64亿立方米，较上年同期偏丰9.01%；三峡水库来水总量约1355.32亿立方米，较上年同期偏枯8.39%。**2025年上半年，公司境内所属六座梯级电站总发电量约1266.56亿千瓦时，较上年同期增加5.01%；**其中乌东德电站同比+8.25%至149.58亿千瓦时、白鹤滩电站同比+16.66%至256.90亿千瓦时、溪洛渡电站同比+9.15%至279.65亿千瓦时、向家坝电站同比+8.55%至155.90亿千瓦时、三峡电站同比-5.43%至342.44亿千瓦时、葛洲坝电站同比-4.38%至82.08亿千瓦时。**第二季度公司境内所属六座梯级电站总发电量约689.77亿千瓦时，较上年同期增加1.63%；**其中乌东德电站同比+7.00%至84.13亿千瓦时、白鹤滩电站同比+16.24%至131.16亿千瓦时、溪洛渡电站同比+9.78%至147.63亿千瓦时、向家坝电站同比+7.86%至85.50亿千瓦时、三峡电站同比-12.37%至194.51亿千瓦时、葛洲坝电站同比-9.12%至46.84亿千瓦时。
- **十年期国债收益率下行，红利标杆长江电力空间打开。**2024年十年期国债收益率平均值为2.21%，12月中央经济工作会议将货币政策基调从“稳健”调整为“适度宽松”，截至2025/7/9，十年期国债收益率已下降至1.64%。我们观察红利标杆资产长江电力预期股息率与十年期国债收益率平均息差，2016-2024年平均息差为1.00%，截至2025/7/10，按照分红比例不低于70%的承诺，当前股价对应2025年股息率3.35%，与十年期国债收益率息差达到1.71%，考虑息差回归，红利标杆长江电力空间打开。
- **盈利预测与投资评级：**公司2025年力争实现3000亿千瓦时发电量，我们维持2025-2027年对公司归母净利润的预测350.28/367.15/370.87亿元，同比增长7.8%/4.8%/1.0%；对应当前PE 20.9/19.9/19.7倍（估值日2025/7/10），按照2025年分红比例70%计算，对应股息率3.35%（估值日2025/7/10），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)      | 29.90       |
| 一年最低/最高价    | 26.78/32.28 |
| 市净率(倍)      | 3.39        |
| 流通A股市值(百万元) | 717,816.97  |
| 总市值(百万元)    | 731,599.71  |

### 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): 2024年报&2025一季报点评: 发电量稳增，财务费用持续改善》

2025-05-01

《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         |
| <b>流动资产</b>      | <b>17,190</b>  | <b>85,936</b>  | <b>119,733</b> | <b>150,989</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>84,492</b> | <b>86,519</b> | <b>87,067</b> | <b>87,633</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 6,555          | 71,945         | 107,884        | 138,683        | 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         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>548,882</b> | <b>540,676</b> | <b>525,826</b> | <b>507,791</b> | 财务费用            | 11,131        | 10,632        | 9,968         | 9,617         |
| 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        | 423,691        | 408,699        | 389,902        | 投资净收益           | 5,258         | 5,018         | 4,927         | 5,084         |
| 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         | 25,459         | 25,459         | 25,459         | 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             | <b>营业利润</b>     | <b>39,645</b> | <b>42,823</b> | <b>45,127</b> | <b>45,813</b> |
| 其他非流动资产          | 8,670          | 8,852          | 8,852          | 8,852          | 营业外净收支          | (783)         | (336)         | (635)         | (640)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>566,072</b> | <b>626,612</b> | <b>645,559</b> | <b>658,780</b> | <b>利润总额</b>     | <b>38,862</b> | <b>42,487</b> | <b>44,492</b> | <b>45,173</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>159,556</b> | <b>225,424</b> | <b>244,874</b> | <b>263,512</b> | 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        | <b>净利润</b>      | <b>32,930</b> | <b>36,159</b> | <b>37,596</b> | <b>37,946</b> |
| 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            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>32,496</b> | <b>35,028</b> | <b>36,715</b> | <b>37,087</b> |
| 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        | 54,460        | 54,790        |
| 长期借款             | 158,588        | 143,588        | 133,588        | 118,588        | EBITDA          | 65,094        | 79,792        | 82,365        | 83,655        |
| 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          |
| <b>负债合计</b>      | <b>344,116</b> | <b>393,035</b> | <b>400,456</b> | <b>402,064</b> | 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        | 220,778        | 231,424        | 242,178        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 11,667         | 12,799         | 13,680         | 14,538         |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>221,956</b> | <b>233,576</b> | <b>245,103</b> | <b>256,716</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>566,072</b> | <b>626,612</b> | <b>645,559</b> | <b>658,780</b> |                 |               |               |               |               |

| 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   | 64,633   | 72,879   | 72,856   | 每股净资产(元)       | 8.59   | 9.02   | 9.46   | 9.90   |
| 投资活动现金流    | (10,775) | (13,812) | (8,771)  | (6,398)  | 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) | 14,582   | (28,170) | (35,660) | ROIC(%)        | 7.33   | 8.22   | 7.79   | 7.57   |
| 现金净增加额     | (1,303)  | 65,390   | 35,939   | 30,799   | ROE-摊薄(%)      | 15.45  | 15.87  | 15.86  | 15.31  |
| 折旧和摊销      | 19,780   | 26,673   | 27,905   | 28,865   | 资产负债率(%)       | 60.79  | 62.72  | 62.03  | 61.03  |
| 资本开支       | (14,411) | (16,636) | (11,692) | (9,482)  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 22.51  | 20.89  | 19.93  | 19.73  |
| 营运资本变动     | 1,071    | (4,389)  | 886      | (337)    | P/B(现价)        | 3.48   | 3.31   | 3.16   | 3.02   |

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>