

公司研究 | 点评报告 | 长江电力（600900.SH）

优化调度电量韧性增长, 水电巨擘彰显稳健价值

报告要点

公司二季度境内水电完成发电量 689.77 亿千瓦时, 同比增长 1.63%, 上半年完成发电量 1266.56 亿千瓦时, 同比增加 5.01%。分电站来看, 上游四座高电价电站的发电量延续较强表现, 下游三峡和葛洲坝两座电站电量明显下降, 电量结构的优化预计将对公司营收及综合电价表现形成重要支撑。整体来看, 虽然外送电价有所调整, 但在电量的延续稳步增长、高电价电站增速更高的带动下, 公司二季度业绩展望稳健。

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)

2025-07-11

优化调度电量韧性增长，水电巨擘彰显稳健价值

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年半年度发电量完成情况公告：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，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%。

事件评论

- 优化调度电量稳增，二季度业绩展望稳健。** 二季度公司梯级电站来水转弱，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%。与一季度乌东德及三峡水库来水分别偏丰 12.50%及 11.56%相比，二季度公司流域来水表现转弱，且上下游电站来水表现分化明显。公司二季度水电完成发电量 689.77 亿千瓦时，同比增长 1.63%。分电站来看，二季度乌东德电站完成发电量 84.13 亿千瓦时，同比增长 7.00%；白鹤滩电站完成发电量 131.16 亿千瓦时，同比增长 16.24%；溪洛渡电站完成发电量 147.63 亿千瓦时，同比增长 9.78%；向家坝电站完成发电量 85.50 亿千瓦时，同比增长 7.86%；三峡电站完成发电量 194.51 亿千瓦时，同比减少 12.37%；葛洲坝电站完成发电量 46.84 亿千瓦时，同比减少 9.12%。上游四座高电价电站的发电量延续较强表现，下游三峡和葛洲坝两座电站电量明显下降，电量结构的优化预计将对公司营收及综合电价表现形成重要支撑。同时，公司参股水电公司仍有望贡献稳健的业绩支撑。整体来看，虽然外送电价有所调整，但在电量的延续增长、高电价电站增速更高的带动下，公司二季度业绩展望稳健。
- 短期电价波动影响有限，市场化长期仍有利好。** 由于公司乌白电站外送电价定价机制为参考落地省份市场化交易电价倒推的机制，虽然 2025 年由于江浙火电年度长协电价波动影响，其上网电价或也存在一定调整，但水电上网电价与火电市场电价波动幅度并非等额传导，且在全年来水修复预期下将会有效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，从水库蓄水来看，截至 7 月 8 日，白鹤滩上游水位 789 米，同比提升 6 米；截至 7 月 9 日，向家坝上游水位 373 米，同比持平；溪洛渡上游水位 560 米，同比降低 2 米；三峡水库上游水位 155 米，同比降低 5 米。白鹤滩等上游水库的丰沛蓄水将为后续的水电出力提供有力保障。
- 股息利差仍处高位，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。截至 7 月 9 日，按上年实际分红总额测算，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 98%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。
- 投资建议：** 根据最新经营数据，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.39 元、1.47 元和 1.48 元，对应 PE 分别为 21.64 倍、20.40 倍和 20.21 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)	29.98
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)	32.28/26.78

注：股价为 2025 年 7 月 9 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《来水改善业绩拔群，水电真龙诠释价值》2025-05-08
- 《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


 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	85287	85930	85764	货币资金	6555	7807	8290	9067
营业成本	34528	35150	34496	34244	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	49964	50136	51434	51520	应收账款	9327	9414	9485	9467
%营业收入	59%	59%	60%	60%	存货	642	654	641	637
营业税金及附加	1968	1987	2002	1998	预付账款	87	89	87	87
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	579	582	584	584
销售费用	188	190	191	191	流动资产合计	17190	18546	19088	19841
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	73319	74819	76319	77819
管理费用	1562	1577	1589	1586	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	899	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	8772	7893	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	556064	545354	535638
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	1640	1610	1598
投资收益	5258	5544	5671	5746	预收账款	0	0	0	0
营业利润	39645	41190	43653	44701	应付职工薪酬	406	413	405	402
%营业收入	47%	48%	51%	52%	应交税费	2857	2884	2905	2900
营业外收支	-783	-700	-700	-700	其他流动负债	84990	85631	84961	84701
利润总额	38862	40490	42953	44001	流动负债合计	159556	148760	139074	134294
%营业收入	46%	47%	50%	51%	长期借款	158588	144596	130794	117775
所得税费用	5932	6073	6443	7150	应付债券	21741	21741	21741	21741
净利润	32930	34416	36510	36851	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	33900	35962	36298	其他非流动负债	739	702	702	702
少数股东损益	434	516	548	553	负债合计	344116	319410	295920	278123
EPS (元)	1.33	1.39	1.47	1.48	归属于母公司所有者权益	210288	224470	236702	244231
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	11667	12184	12731	13284
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	221956	236654	249434	257515
经营活动现金流净额	59648	60211	59465	58565	负债及股东权益	566072	556064	545354	535638
取得投资收益收回现金	2548	5544	5671	5746	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	1.39	1.47	1.48
其他	2722	-85	0	0	每股经营现金流	2.44	2.46	2.43	2.39
投资活动现金流净额	-10775	-3740	-3529	-3454	市盈率	22.57	21.64	20.40	20.21
债券融资	-4095	0	0	0	市净率	3.49	3.27	3.10	3.00
股权融资	147	0	0	0	EV/EBITDA	15.74	14.20	13.63	13.49
银行贷款增加 (减少)	-12712	-25492	-22803	-17518	总资产收益率	5.7%	6.1%	6.6%	6.8%
筹资成本	-31633	-30036	-32650	-36816	净资产收益率	15.5%	15.1%	15.2%	14.9%
其他	-1900	309	0	0	净利率	38.5%	39.7%	41.9%	42.3%
筹资活动现金流净额	-50194	-55220	-55453	-54335	资产负债率	60.8%	57.4%	54.3%	51.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1320	1252	483	776	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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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。