

## 长江电力 (600900.SH)

## 25 年中期业绩快报点评: Q2 电量稳增, 度电盈利亦有提升

长江电力发布 2025 年中期业绩快报, 1H25 实现营业收入 365.87 亿元, 同比+5.02%; 归母净利润 129.84 亿元, 同比+14.22%。

□ 营收稳健, 业绩符合预期。上半年公司实现营业收入 365.87 亿元, 同比+5.02%; 归母净利润 129.84 亿元, 同比+14.22%; 基本每股收益 0.5307 元/股, 同比+14.22%, 业绩增长主要受益于上半年水电发电量同比增长。其中, 2Q25 实现营业收入 195.72 亿元, 同比+2.1%; 归母净利润 78.03 亿元, 同比+5.5%。

□ 乌东德来水偏丰, 三峡偏枯, 公司整体发电量稳定增长。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%。上半年公司实现发电量 1266.56 亿千瓦时, 同比+5.01%, 其中 2Q25 实现发电量 689.77 亿千瓦时, 同比+1.63%。分电站来看, 2Q25 三峡/葛洲坝/向家坝/溪洛渡/白鹤滩/乌东德分别实现发电量 194.51/46.84/85.5/147.63/131.16/84.13 亿千瓦时, 分别同比-12.4%/-9.1%/+7.9%/+9.8%/+16.2%/+7.0%, 除三峡、葛洲坝外, 公司其余电站电量均实现了较好增长。

□ Q2 度电盈利有所提升。测算公司 2Q25 度电收入为 0.284 元/千瓦时, 同比+0.001 元/千瓦时, 环比 1Q25 下降 0.011 元/千瓦时; 度电归母净利润 0.113 元/千瓦时, 同比+0.004 元/千瓦时, 环比 1Q25 增加 0.023 元/千瓦时。预计度电收入提升可能与电量结构变化有关, 高电价电站发电量占比提升, 以及六库联调等增发效益, 同时预计财务费用下降等因素也对度电盈利提升有所助力。

□ 扩机+铭牌调整带来主业增量。当前公司正在办理溪洛渡、向家坝电站装机容量调整核准审批程序, 同时积极推进向家坝、葛洲坝电站扩机纳规等工作。公司公告拟出资 266 亿建设葛洲坝航运扩能工程, 拆除既有三号船闸, 在左侧新建 2 线单级船闸, 并扩挖上下游引航道。项目建成后, 葛洲坝枢纽将形成 4 线船闸格局, 有望降低船舶通航需求对发电调度的制约, 同时也有利于推动实施葛洲坝电站扩机项目, 提升葛洲坝电站的发电能力。

□ 抽蓄+新能源协同发展带来新增长。抽蓄项目方面, 截至 2024 年底, 甘肃张掖项目取水获得行政许可, 湖南攸县项目完成股改并开工建设, 同时公司全面受托运维长龙山抽蓄, 管理抽蓄装机规模达到 210 万千瓦; 新能源方面, 金下基地建设有序推进, 公司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, 有望打开成长空间。

□ 盈利预测与估值。截至 2025 年 7 月 30 日, 十年期国债收益率为 1.72%, 按照公司分红不低于实现净利润 70%的承诺测算, 当前公司股价对应 2025 年股息率 3.44%, 与十年期国债收益率息差达到 1.72%, 充分彰显投资价值。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 346.38、356.23、363.00 亿元, 分别同比增长 7%、3%、2%, 当前股价对应 PE 分别为 20.3x、19.7x、19.3x, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 来水情况不及预期; 市场化电价机制建设不及预期; 装机改造建

## 增持 (维持)

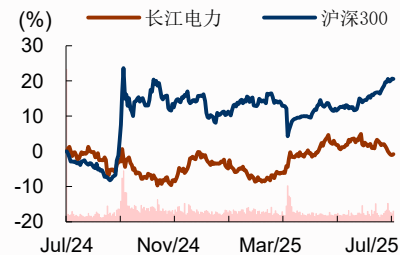
周期/环保及公用事业  
目标估值: NA  
当前股价: 28.7 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	24468
已上市流通股 (百万股)	24007
总市值 (十亿元)	702.2
流通市值 (十亿元)	689.0
每股净资产 (MRQ)	8.8
ROE (TTM)	15.6
资产负债率	59.6%
主要股东	中国长江三峡集团有限公司
主要股东持股比例	46.81%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	4	-2
相对表现	-12	-5	-24



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《长江电力 (600900) 24 年年报及 25 年一季报点评: 1Q25 来水稳增, 抽蓄+新能源蓄势待发》2025-05-07
- 《长江电力 (600900) 24 年业绩快报点评: 电量稳健增长, 业绩符合预期, 利率下行环境下凸显股息价值》2025-01-21
- 《长江电力 (600900): 来水偏丰体现增发效益, 抽蓄和新能源打开新增长空间》2024-10-31

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

设进度不及预期；用电需求不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	78112	84492	86199	86715	87488
同比增长	50%	8%	2%	1%	1%
营业利润(百万元)	33220	39645	42222	43378	44167
同比增长	23%	19%	6%	3%	2%
归母净利润(百万元)	27239	32496	34638	35623	36300
同比增长	28%	19%	7%	3%	2%
每股收益(元)	1.11	1.33	1.42	1.46	1.48
PE	25.8	21.6	20.3	19.7	19.3
PB	3.5	3.3	3.0	2.7	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	17695	17190	15790	15024	16433
现金	7778	6555	4950	4124	5441
交易性投资	21	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	8510	9327	9515	9572	9657
其它应收款	301	323	330	331	334
存货	587	642	646	646	648
其他	497	343	349	350	353
<b>非流动资产</b>	554248	548882	532348	516689	501850
长期股权投资	71684	73319	73319	73319	73319
固定资产	444899	430425	416582	403344	390684
无形资产商誉	25082	26831	24148	21733	19560
其他	12582	18307	18299	18293	18288
<b>资产总计</b>	<b>571943</b>	<b>566072</b>	<b>548138</b>	<b>531713</b>	<b>518283</b>
<b>流动负债</b>	143871	159556	114107	77170	42986
短期借款	53985	69692	71116	34180	0
应付账款	1336	1611	1622	1623	1625
预收账款	15	266	267	267	268
其他	88534	87987	41101	41100	41093
<b>长期负债</b>	215773	184560	184560	184560	184560
长期借款	186690	158588	158588	158588	158588
其他	29082	25972	25972	25972	25972
<b>负债合计</b>	<b>359644</b>	<b>344116</b>	<b>298667</b>	<b>261730</b>	<b>227546</b>
股本	24468	24468	24468	24468	24468
资本公积金	63491	63718	63718	63718	63718
留存收益	113371	122103	149155	169191	189460
少数股东权益	10969	11667	12130	12606	13091
归属于母公司所有者权益	201330	210288	237341	257377	277646
<b>负债及权益合计</b>	<b>571943</b>	<b>566072</b>	<b>548138</b>	<b>531713</b>	<b>518283</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	64719	59648	60824	60431	60150
净利润	27956	32930	35100	36099	36784
折旧摊销	19121	19675	21481	20607	19786
财务费用	12766	11307	10042	9799	9886
投资收益	(4750)	(5258)	(5580)	(6012)	(6212)
营运资金变动	9590	1031	(219)	(62)	(95)
其它	37	(38)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(12806)	(10775)	632	1064	1264
资本支出	(12233)	(14420)	(4947)	(4947)	(4947)
其他投资	(573)	3645	5580	6012	6212
<b>筹资活动现金流</b>	(54802)	(50194)	(63062)	(62322)	(60097)
借款变动	(29448)	(27703)	(45435)	(36936)	(34180)
普通股增加	1726	0	0	0	0
资本公积增加	6391	227	0	0	0
股利分配	(9097)	(7585)	(7585)	(15587)	(16030)
其他	(24375)	(15133)	(10042)	(9799)	(9886)
<b>现金净增加额</b>	<b>(2890)</b>	<b>(1320)</b>	<b>(1605)</b>	<b>(826)</b>	<b>1317</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	78112	84492	86199	86715	87488
营业成本	32943	34528	34757	34769	34826
营业税金及附加	1602	1968	2008	2020	2038
营业费用	192	188	192	193	195
管理费用	1363	1562	1594	1603	1618
研发费用	789	891	909	914	922
财务费用	12556	11131	10042	9799	9886
资产减值损失	(39)	(54)	(55)	(50)	(48)
公允价值变动收益	(163)	212	212	212	212
其他收益	5	7	4	0	0
投资收益	4750	5258	5364	5800	6000
<b>营业利润</b>	33220	39645	42222	43378	44167
营业外收入	81	5	5	50	50
营业外支出	888	788	804	827	806
<b>利润总额</b>	32413	38862	41423	42602	43411
所得税	4457	5932	6323	6503	6627
少数股东损益	717	434	463	476	485
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27239</b>	<b>32496</b>	<b>34638</b>	<b>35623</b>	<b>36300</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	50%	8%	2%	1%	1%
营业利润	23%	19%	6%	3%	2%
归母净利润	28%	19%	7%	3%	2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	57.8%	59.1%	59.7%	59.9%	60.2%
净利率	34.9%	38.5%	40.2%	41.1%	41.5%
ROE	14.1%	15.8%	15.5%	14.4%	13.6%
ROIC	10.0%	8.4%	9.1%	9.6%	10.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.9%	60.8%	54.5%	49.2%	43.9%
净负债比率	50.5%	48.6%	41.9%	36.3%	30.6%
流动比率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	63.4	56.2	54.0	53.8	53.8
应收账款周转率	12.1	9.5	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	28.9	23.4	21.5	21.4	21.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.11	1.33	1.42	1.46	1.48
每股经营净现金	2.65	2.44	2.49	2.47	2.46
每股净资产	8.23	8.59	9.70	10.52	11.35
每股股利	0.31	0.31	0.64	0.66	0.67
<b>估值比率</b>					
PE	25.8	21.6	20.3	19.7	19.3
PB	3.5	3.3	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.8	14.5	13.8	13.8	13.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。