

长江电力 (600900.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

价稳量增、成本优化，长期价值标杆

业绩简评

8 月 29 日公司发布 25 年半年报，1H25 实现营收 367.0 亿元，同比+5.3%；实现归母净利润 130.6 亿元，同比+14.9%。2Q25 实现营收 196.8 亿元，同比+2.7%；实现归母净利润 78.8 亿元，同比+6.5%。

经营分析

1H25 发电量同比+5.0%，2Q25 来水转枯致季度增速放缓。上半年，公司六座梯级电站累计完成发电量 1266.6 亿千瓦时，同比+5.0%。发电量增速“前高后低”，1Q25 乌东德、三峡水库来水分别同比偏丰 12.5%和 11.6%，公司科学调度、充分消纳来水，完成发电量 576.79 亿千瓦时，同比+9.4%；2Q25 长江中下游流域来水偏枯，对下游电站发电量形成压制，三峡、葛洲坝电站发电量同比分别-12.4%/-9.1%；但上游来水保持同比偏丰，溪向、乌白电站 2Q25 发电量均实现正增长。公司 2Q25 完成发电量 689.8 亿千瓦时，增速放缓至+1.6%。

电价总体平稳，折旧费用下行带动毛利率提升至 56.1%。1H25 公司实现营收同比+5.3%，增速略高于发电量增幅，说明平均上网电价总体稳定。1H25 折旧费用约 95.4 亿元，同比减少约 2 亿元，降幅约 2.0%。电价总体平稳而成本下降，叠加发电量同比微增摊薄固定成本，推动公司销售毛利率同比提升约 3.7pcts 至 56.1%。

带息负债规模下降，投资性现金流支出增加。1H25 公司带息负债总规模约 2948.6 亿，同比减少约 103.7 亿元。得益于带息负债规模下降和融资利率下行，同期公司财务费用同比减少约 7.8 亿元。此外，1H25 公司投资性现金流净流出额同比增加约 16.8 亿元，主因报告期内公司张掖、攸县广寒坪、重庆菜籽坝和河南后寺河等抽水蓄能工程项目投资额增加。未来公司出资建设葛洲坝航运扩能工程，可研估算出资金额约 266 亿，亦将增加投资性现金流流出。

发布十五五分红规划和股东增持计划，维护红利典范。日前，公司发布十五五分红规划，承诺 2026~2030 年按照不低于合并报表中归属于母公司股东的净利润的 70%进行现金分红，分红比例与十四五持平。另外还发布了股东增持计划，计划未来 12 个月增持 40~80 亿元公司股份，彰显集团对上市公司资产价值的信心。

盈利预测、估值与评

预计公司 2025~2027 年分别实现归母净利润 332.5/359.7/380.9 亿元，EPS 分别为 1.36/1.47/1.56 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 21 倍、19 倍和 18 倍，维持“买入”评级

风险提示

来水不及预期；电价不及预期；新业务拓展不及预期风险等。

公共事业与环保组

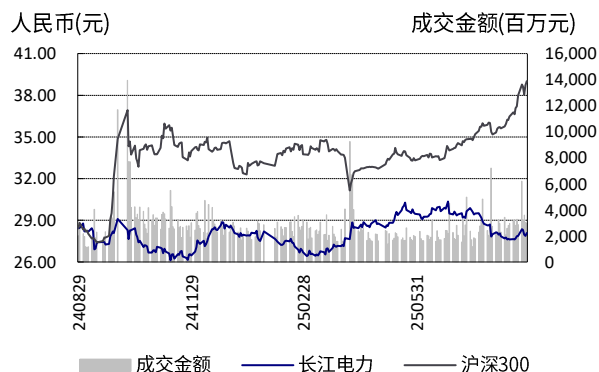
分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：28.09 元

相关报告：

- 《长江电力公司点评：来水丰电量增，1Q25 电价下降仍增利》，2025.5.1
- 《长江电力公司点评：Q3 来水改善量价齐升，业绩高增》，2024.10.31
- 《长江电力公司点评：2Q24 来水改善，业绩同比高增》，2024.9.1



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	78,112	84,492	82,489	84,830	87,297
营业收入增长率	50.04%	8.17%	-2.37%	2.84%	2.91%
归母净利润(百万元)	27,239	32,496	33,249	35,971	38,087
归母净利润增长率	27.83%	19.30%	2.32%	8.18%	5.88%
摊薄每股收益(元)	1.113	1.328	1.359	1.470	1.557
每股经营性现金流净额	2.65	2.44	2.02	2.38	2.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.53%	15.45%	15.07%	15.55%	15.69%
P/E	20.97	22.25	20.67	19.11	18.05
P/B	2.84	3.44	3.12	2.97	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	52,060	78,112	84,492	82,489	84,830	87,297
增长率		50.0%	8.2%	-2.4%	2.8%	2.9%
主营业务成本	-22,233	-32,943	-34,528	-34,623	-34,935	-35,310
%销售收入	42.7%	42.2%	40.9%	42.0%	41.2%	40.4%
毛利	29,828	45,169	49,964	47,866	49,895	51,987
%销售收入	57.3%	57.8%	59.1%	58.0%	58.8%	59.6%
营业税金及附加	-1,072	-1,602	-1,968	-1,897	-1,951	-2,008
%销售收入	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
销售费用	-165	-192	-188	-243	-250	-258
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,360	-1,363	-1,562	-1,650	-1,697	-1,746
%销售收入	2.6%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-90	-789	-891	-907	-933	-960
%销售收入	0.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	27,141	41,223	45,354	43,168	45,064	47,016
%销售收入	52.1%	52.8%	53.7%	52.3%	53.1%	53.9%
财务费用	-4,092	-12,556	-11,131	-7,479	-6,155	-5,547
%销售收入	7.9%	16.1%	13.2%	9.1%	7.3%	6.4%
资产减值损失	-278	-45	-47	0	0	0
公允价值变动收益	-385	-163	212	-221	0	0
投资收益	4,600	4,750	5,258	5,310	5,400	5,400
%税前利润	17.5%	14.7%	13.5%	13.3%	12.4%	11.7%
营业利润	26,936	33,220	39,645	40,788	44,318	46,879
营业利润率	51.7%	42.5%	46.9%	49.4%	52.2%	53.7%
营业外收支	-623	-807	-783	-800	-800	-800
税前利润	26,313	32,413	38,862	39,988	43,518	46,079
利润率	50.5%	41.5%	46.0%	48.5%	51.3%	52.8%
所得税	-4,664	-4,457	-5,932	-6,198	-6,963	-7,373
所得税率	17.7%	13.7%	15.3%	15.5%	16.0%	16.0%
净利润	21,649	27,956	32,930	33,790	36,555	38,706
少数股东损益	340	717	434	541	585	619
归属于母公司的净利润	21,309	27,239	32,496	33,249	35,971	38,087
净利率	40.9%	34.9%	38.5%	40.3%	42.4%	43.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	21,649	27,956	32,930	33,790	36,555	38,706
少数股东损益	340	717	434	541	585	619
非现金支出	11,395	19,258	19,827	19,294	19,675	20,101
非经营收益	-47	8,233	5,821	3,455	1,741	1,138
营运资金变动	-2,084	9,271	1,071	-7,028	370	269
经营活动现金净流	30,913	64,719	59,648	49,511	58,342	60,215
资本开支	-4,834	-12,226	-14,411	-12,990	-14,805	-13,605
投资	-1,032	-2,736	1,087	-611	-1,500	-1,500
其他	1,773	2,156	2,548	5,310	5,400	5,400
投资活动现金净流	-4,093	-12,806	-10,775	-8,291	-10,905	-9,705
股权募资	27	16,445	147	0	0	0
债权募资	7,077	29,545	-15,222	-6,282	-15,454	-17,806
其他	-34,689	-100,792	-35,119	-30,823	-31,526	-32,404
筹资活动现金净流	-27,584	-54,802	-50,194	-37,104	-46,979	-50,210
现金净流量	-623	-2,862	-1,303	4,116	458	300

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,302	7,778	6,555	10,508	10,840	11,039
应收款项	5,231	8,812	9,650	9,379	9,645	9,926
存货	453	587	642	664	670	677
其他流动资产	316	518	343	325	326	326
流动资产	15,302	17,695	17,190	20,876	21,480	21,968
%总资产	4.7%	3.1%	3.0%	3.7%	3.8%	4.0%
长期投资	73,225	77,774	80,256	80,872	82,372	83,872
固定资产	214,222	449,659	439,488	430,373	422,884	413,778
%总资产	65.5%	78.6%	77.6%	76.4%	75.5%	74.6%
无形资产	23,345	25,121	26,871	28,744	30,612	32,472
非流动资产	311,966	554,248	548,882	542,424	538,288	532,527
%总资产	95.3%	96.9%	97.0%	96.3%	96.2%	96.0%
资产总计	327,268	571,943	566,072	563,300	559,768	554,496
短期借款	34,949	102,034	116,551	128,255	122,801	112,995
应付款项	12,093	37,224	37,067	31,287	31,613	31,994
其他流动负债	5,417	4,613	5,938	4,453	4,768	4,941
流动负债	52,458	143,871	159,556	163,995	159,182	149,931
长期贷款	38,618	186,690	158,588	138,588	128,588	120,588
其他长期负债	40,438	29,082	25,972	27,941	27,847	27,780
负债	131,514	359,644	344,116	330,524	315,617	298,299
普通股股东权益	185,488	201,330	210,288	220,567	231,358	242,784
其中：股本	22,742	24,468	24,468	24,468	24,468	24,468
未分配利润	79,541	86,400	93,812	103,786	114,578	126,004
少数股东权益	10,266	10,969	11,667	12,208	12,793	13,412
负债股东权益合计	327,268	571,943	566,072	563,300	559,768	554,496

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.937	1.113	1.328	1.359	1.470	1.557
每股净资产	8.156	8.228	8.594	9.014	9.455	9.922
每股经营现金净流	1.359	2.645	2.438	2.023	2.384	2.461
每股股利	0.680	0.700	0.815	0.951	1.029	1.090
回报率						
净资产收益率	11.49%	13.53%	15.45%	15.07%	15.55%	15.69%
总资产收益率	6.51%	4.76%	5.74%	5.90%	6.43%	6.87%
投入资本收益率						
增长率						
主营业务收入增长率	-6.44%	50.04%	8.17%	-2.37%	2.84%	2.91%
EBIT 增长率	-14.71%	51.89%	10.02%	-4.82%	4.39%	4.33%
净利润增长率	-18.89%	27.83%	19.30%	2.32%	8.18%	5.88%
总资产增长率	-0.39%	74.76%	-1.03%	-0.49%	-0.63%	-0.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.6	30.2	38.5	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	7.6	5.8	6.5	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	13.3	12.4	15.4	14.0	14.0	14.0
固定资产周转天数	1,481.8	2,078.9	1,859.4	1,855.4	1,759.0	1,667.9
偿债能力						
净负债/股东权益	52.05%	144.49%	130.80%	120.33%	108.25%	96.14%
EBIT 利息保障倍数	6.6	3.3	4.1	5.8	7.3	8.5
资产负债率	40.19%	62.88%	60.79%	58.68%	56.38%	53.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	14	30	44	95
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.09	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-31	买入	21.97	N/A
2	2023-10-31	买入	22.45	N/A
3	2024-04-30	买入	25.48	N/A
4	2024-09-01	买入	29.38	N/A
5	2024-10-31	买入	27.71	N/A
6	2025-05-01	买入	29.50	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806