

## 公司研究 | 点评报告 | 长江电力 (600900.SH)

# 来水改善护航全年业绩, 利差高位彰显投资价值

### 报告要点

得益于下游电站来水偏丰, 2025 年公司发电量同比增长 3.82%, 其中四季度发电量同比增长 19.93%。整体而言, 四季度电量实现高速增长, 单季业绩展望积极; 全年来看, 公司发电量实现稳健增长, 同时考虑来水改善的背景下, 公司参股投资收益同样有望贡献业绩增量, 公司全年业绩有望实现稳健增长。截至 1 月 5 日, 长江电力的预期股息率与十年期国债到期收益率之差达到 2023 年以来的 97% 分位数, 若按照预期的“十五五”初期 2026-2027 年预期平均业绩测算, 公司股息率将达到 3.73%, 我们坚定看好公司作为稳健红利典范的长期投资价值。

### 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



张子淳

长江电力 (600900.SH)

2026-01-07

# 来水改善护航全年业绩，利差高位彰显投资价值

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 年发电量完成情况公告：2025 年，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 3071.94 亿千瓦时，较上年同期增长 3.82%。其中，第四季度公司境内所属六座梯级电站总发电量约 720.68 亿千瓦时，较上年同期增长 19.93%。

## 事件评论

- 四季度下游来水转丰，全年业绩展望稳健。**2025 年，乌东德水库来水总量约 1051.35 亿立方米，较上年同期偏枯 6.44%；三峡水库来水总量约 3962.68 亿立方米，较上年同期偏丰 5.93%。得益于下游电站来水偏丰，2025 年公司完成发电量 3071.94 亿千瓦时，同比增长 3.82%，圆满完成年初 3000 亿千瓦时的发电量目标，且超额完成 2.40%。其中，四季度乌东德水库来水总量同比偏枯 7.96%，三峡水库来水同比偏丰 59.69%，受此影响，四季度公司完成发电量 720.68 亿千瓦时，同比增长 19.93%。从电量结构上来看，乌东德/白鹤滩/溪洛渡/向家坝/三峡/葛洲坝电站四季度发电量分别同比-14.16%/-5.5%/+6.81%/+6.35%/+78.78%/+38.15%，上下游电站来水表现分化明显。整体而言，得益于下游的丰沛来水，四季度电量实现高速增长，单季业绩展望积极。全年来看，公司发电量实现稳健增长，同时考虑来水改善的背景下，公司参股投资收益同样有望贡献业绩增量，公司全年业绩有望实现稳健增长。
- 蓄能高位，有望保障后续电量表现。**2025 年四季度以来，随着秋汛的开启主要流域来水明显转丰，从水库蓄水来看，截至 12 月 31 日，向家坝/溪洛渡/乌东德/三峡水库上游水位分别为 379 米/599 米/974 米/171 米，同比分别+4 米/+3 米/+2 米/+2.5 米，主要水库的丰沛蓄水将为后续公司电量表现提供有力支撑。
- 延续高额分红承诺，红利典范长期看好。**2025 年 8 月 14 日，公司披露 2026-2030 年股东分红回报规划的公告：2026 年至 2030 年每年度的利润分配按不低于当年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。本次分红承诺恰逢上一轮分红承诺到期，延续高比例的分红承诺彰显出上市公司对于股东回报的高度重视。此外，2025 年 8 月 22 日三峡集团披露发布表示将在未来一年内进行不低于 40 亿不高于 80 亿元的增持计划，彰显出对公司长期发展的信心和中小股东的重视。截至 1 月 5 日，长江电力的预期股息率与十年期国债到期收益率之差达到 2023 年以来的 97% 分位数，从息差维度公司投资价值进入到极高的水平。若按照“十五五”初期 2026-2027 年预期平均业绩测算，公司股息率将达到 3.73%，我们坚定看好公司作为稳健红利典范的长期投资价值。
- 投资建议与估值：**根据最新经营数据，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年对应 EPS 分别为 1.41 元、1.44 元和 1.47 元，对应 PE 分别为 19.33 倍、18.95 倍和 18.58 倍。维持“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)	27.28
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)	9.04
近12月最高/最低价(元)	31.19/26.98

注：股价为 2026 年 1 月 5 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《来水扰动短期经营，秋汛护航全年业绩》2025-11-07
- 《短期压力不改全年预期，波动环境更显防御价值》2025-10-14
- 《单季业绩韧性增长，红利典范彰显价值》2025-09-05


 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
<b>营业总收入</b>	<b>84492</b>	<b>86155</b>	<b>85330</b>	<b>85330</b>	货币资金	6555	8002	8132	8343
营业成本	34528	34821	34167	33930	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>49964</b>	<b>51334</b>	<b>51163</b>	<b>51399</b>	应收账款	9327	9510	9419	9419
%营业收入	59%	60%	60%	60%	存货	642	647	635	631
营业税金及附加	1968	2007	1988	1988	预付账款	87	88	86	86
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	579	585	582	582
销售费用	188	207	205	205	<b>流动资产合计</b>	<b>17190</b>	<b>18832</b>	<b>18854</b>	<b>19061</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	73319	74819	76319	77819
管理费用	1562	1723	1707	1707	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	415483	403230	391762
研发费用	891	1034	1024	1024	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	9607	8781	8098	递延所得税资产	655	605	605	605
%营业收入	13%	11%	10%	9%	其他非流动资产	17765	21615	25115	28615
加: 资产减值损失	-14	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>566072</b>	<b>558073</b>	<b>550842</b>	<b>544580</b>
信用减值损失	-32	0	0	0	短期贷款	69692	58192	51192	47192
公允价值变动收益	212	0	0	0	应付款项	1611	1625	1595	1584
投资收益	5258	5342	5461	5632	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>39645</b>	<b>42105</b>	<b>42931</b>	<b>44021</b>	应付职工薪酬	406	409	402	399
%营业收入	47%	49%	50%	52%	应交税费	2857	2913	2885	2885
营业外收支	-783	-700	-700	-700	其他流动负债	84990	85296	84621	84378
<b>利润总额</b>	<b>38862</b>	<b>41405</b>	<b>42231</b>	<b>43321</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>159556</b>	<b>148435</b>	<b>140694</b>	<b>136438</b>
%营业收入	46%	48%	49%	51%	长期借款	158588	145646	134644	124425
所得税费用	5932	6418	6546	6931	应付债券	21741	21741	21741	21741
净利润	32930	34987	35685	36390	递延所得税负债	3492	3818	3818	3818
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>32496</b>	<b>34532</b>	<b>35221</b>	<b>35917</b>	其他非流动负债	739	691	691	691
少数股东损益	434	455	464	473	<b>负债合计</b>	<b>344116</b>	<b>320331</b>	<b>301587</b>	<b>287113</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.33</b>	<b>1.41</b>	<b>1.44</b>	<b>1.47</b>	归属于母公司所有者权益	210288	225619	236668	244408
					少数股东权益	11667	12122	12586	13059
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>221956</b>	<b>237741</b>	<b>249254</b>	<b>257467</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>566072</b>	<b>558073</b>	<b>550842</b>	<b>544580</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>59648</b>	<b>60684</b>	<b>58977</b>	<b>58423</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	2548	5342	5461	5632		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-1635	-1500	-1500	-1500	每股收益	1.33	1.41	1.44	1.47
资本性支出	-14411	-9221	-11700	-11700	每股经营现金流	2.44	2.48	2.41	2.39
其他	2722	-332	0	0	市盈率	20.54	19.33	18.95	18.58
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10775</b>	<b>-5711</b>	<b>-7739</b>	<b>-7568</b>	市净率	3.17	2.96	2.82	2.73
债券融资	-4095	0	0	0	EV/EBITDA	14.72	13.14	12.92	12.79
股权融资	147	265	0	0	总资产收益率	5.7%	6.2%	6.4%	6.6%
银行贷款增加(减少)	-12712	-24442	-18003	-14218	净资产收益率	15.5%	15.3%	14.9%	14.7%
筹资成本	-31633	-29899	-33105	-36425	净利率	38.5%	40.1%	41.3%	42.1%
其他	-1900	549	0	0	资产负债率	60.8%	57.4%	54.8%	52.7%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-50194</b>	<b>-53526</b>	<b>-51108</b>	<b>-50643</b>	总资产周转率	0.15	0.15	0.15	0.16
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-1320</b>	<b>1446</b>	<b>130</b>	<b>211</b>					

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。