

长江电力 (600900.SH)

电量提升费用下降, 高分红配置价值突出

核心观点:

- **电量增长、费用下降, 2025 年公司业绩同比+5.14%。**公司发布 2025 年业绩快报, 2025 年公司预计实现营业收入 858.82 亿元 (同比+1.65%), 归母净利润 341.67 亿元 (同比+5.14%), 扣非归母净利润 331.24 亿元 (同比+1.90%), 其中 Q4 实现营业收入 201.41 亿元 (同比+10.9%), 归母净利润 59.74 亿元 (同比+33.6%), 2025 年发电量增长 3.82% 带动收入增长, 公司持续置换高利率贷款, 财务费用下降带动利润增长。公司拟实施中期分红, 分红总额 51.38 亿元。
- **Q4 来水好转电量恢复正增长, 电量结构变化电价小幅下滑。**根据经营公告, 2025 年乌东德水库来水同比偏枯 6.44%, 三峡水库来水同比偏丰 5.93%, 2025 年公司完成发电量 3071.94 亿千瓦时 (同比+3.82%), 其中 Q4 发电量 720.68 亿千瓦时 (同比+19.9%)。由于电价相对较低的三峡和葛洲坝电量增幅较大, 导致平均电价略微下滑, 这一点在 Q4 更加明显。公司超额完成年初制定的电量目标, 因此 12 月放水节奏放缓, 各电站蓄水同比偏高, 测算年末公司蓄能同比偏高 33 亿千瓦时, 保障枯水期发电量, 也为 2026 年电量增长留出空间。
- **盈利稳定高分红, 公用事业标杆走向 DDM 之路。**公司六库联调稳定电量波动, 电价稳定性也显著优于同业, 公司电站推进扩机增容和抽蓄建设, 接管长龙山抽蓄电站、多个抽蓄项目开工建设, 折旧、财务费用下降释放利润, 水电龙头仍有成长空间。以 2025 年业绩、70% 分红率和最新收盘价计算, 公司股息率 3.65%, 息差远高于历史均值, 估值性价比高, 看好公司作为稳定分红标杆的配置价值。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25~27 年归母净利润分别为 342.353、367 亿元, 最新收盘价对应 PE 分别为 19.2/18.6/17.9 倍。公司盈利稳定承诺高分红。作为水电龙头, 参考同业公司给予公司 26 年 25 倍 PE 估值, 对应 36.05 元/股合理价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动; 上网电价调整风险; 投资收益不及预期风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78,112	84,492	85,882	86,497	88,008
增长率 (%)	50.0%	8.2%	1.6%	0.7%	1.7%
EBITDA	60,441	65,141	66,908	67,539	68,474
归母净利润	27,239	32,496	34,167	35,288	36,688
增长率 (%)	27.8%	19.3%	5.1%	3.3%	4.0%
EPS (元/股)	1.11	1.33	1.40	1.44	1.50
市盈率 (P/E)	21.0	22.2	19.2	18.6	17.9
ROE (%)	13.5%	15.5%	15.5%	15.2%	15.1%
EV/EBITDA	13.7	14.8	13.2	12.9	12.6

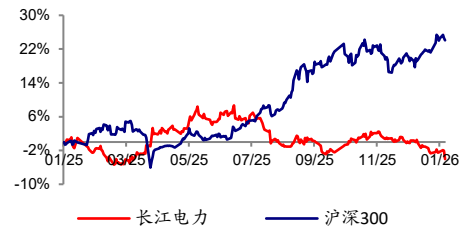
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	26.81 元
合理价值	36.05 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-14

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

郝兆升



SAC 执证号: S0260524070001



0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

请注意, 郝兆升并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 长江电力 (600900.SH): 盈利稳定高分红, Q4 电量有望高增 2025-11-05
- 长江电力 (600900.SH): 电量增长费用下降, 高分红+股东增持彰显信心 2025-09-05
- 长江电力 (600900.SH): 十五五延续 70% 分红承诺, 看好长期配置价值 2025-08-18

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	17,695	17,190	18,405	18,750	18,758
货币资金	7,778	6,555	7,585	7,852	7,673
应收及预付	8,599	9,414	9,624	9,693	9,862
存货	587	642	611	610	618
其他	731	579	585	595	605
非流动资产总额	554,248	548,882	543,780	542,141	540,449
长期股权投资	71,684	73,319	75,319	77,319	79,319
固定资产	444,899	430,425	411,198	391,939	372,647
在建工程	4,760	9,063	18,063	30,563	43,063
使用权资产	726	754	774	794	814
无形资产	23,782	25,459	27,199	28,919	30,619
其他	8,397	9,863	11,227	12,607	13,987
资产总额	571,943	566,072	562,185	560,891	559,207
流动负债总额	143,871	159,556	150,322	147,247	143,344
短期借款	53,985	69,692	62,567	61,511	59,603
应付及预收	1,351	1,877	1,788	1,790	1,814
其他	88,534	87,987	85,967	83,947	81,927
非流动负债总额	215,773	184,560	179,069	169,579	160,089
长期借款	186,690	158,588	155,588	148,588	141,588
应付债券	25,836	21,741	18,741	15,741	12,741
其他	3,247	4,231	4,740	5,250	5,760
负债总额	359,644	344,116	329,391	316,826	303,433
股本	24,468	24,468	24,468	24,468	24,468
其他	176,862	185,820	196,208	207,014	218,241
归母权益合计	201,330	210,288	220,676	231,482	242,709
少数股东权益	10,969	11,667	12,118	12,582	13,066
负债和股东权益	571,943	566,072	562,185	560,891	559,207

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78,112	84,492	85,882	86,497	88,008
营业成本	32,943	34,528	32,804	32,792	33,216
营业税金及附加	1,602	1,968	3,951	3,979	4,048
销售费用	192	188	172	173	176
管理费用	1,363	1,562	1,589	1,600	1,672
研发费用	789	891	945	951	1,012
财务费用	12,556	11,131	9,726	8,748	8,020
资产信用减值损失	-45	-47	-10	-10	-10
公允价值变动收益	-163	212	100	100	100
投资收益	4,750	5,258	5,380	5,215	5,299
营业利润	33,220	39,645	42,183	43,575	45,270
营业外收支	-807	-783	-859	-860	-860
利润总额	32,413	38,862	41,324	42,715	44,410
所得税费用	4,457	5,932	6,707	6,963	7,239
合并净利润	27,956	34,617	35,752	37,171	37,171
少数股东损益	717	434	450	465	483
归母净利润	27,239	32,496	34,167	35,288	36,688
EPS (元/股)	1.11	1.33	1.40	1.44	1.50

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	64,719	59,648	58,243	59,102	59,726
合并净利润	27,956	32,930	34,617	35,752	37,171
折旧摊销	19,213	19,780	20,477	20,529	20,582
营运资金变动	9,293	1,076	-294	-97	-183
其他	0	0	96	90	90
投资活动现金流净额	-12,806	-10,775	-9,749	-13,477	-13,393
资本性开支	-12,226	-14,411	-12,001	-15,520	-15,520
投资	-2,134	2,189	-2,984	-2,980	-2,980
其他	1,554	1,446	5,235	5,023	5,107
融资活动现金流净额	-54,802	-50,194	-47,437	-45,378	-46,532
股本融资	16,445	147	0	0	0
债权融资	29,545	-15,222	-15,125	-13,056	-13,908
股利分配与偿付利息	-35,672	-31,633	-32,438	-32,532	-32,835
其他	-65,120	-3,485	126	210	210
现金净增加额	-2,862	-1,303	1,077	267	-179
期初现金余额	10,628	7,812	6,508	7,585	7,852
期末现金余额	7,766	6,508	7,585	7,852	7,673

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	50.0%	8.2%	1.6%	0.7%	1.7%
营业利润增长率	23.3%	19.3%	6.4%	3.3%	3.9%
归母净利增长率	27.8%	19.3%	5.1%	3.3%	4.0%
获利能力					
毛利率	57.8%	59.1%	61.8%	62.1%	62.3%
净利率	35.8%	39.0%	40.3%	41.3%	42.2%
ROE	13.5%	15.5%	15.5%	15.2%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	60.8%	58.6%	56.5%	54.3%
有息负债率	46.6%	44.2%	42.1%	40.3%	38.3%
流动比率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
利息保障倍数	3.2	4.0	5.4	6.0	6.7
营运能力					
应收账款周转率	6.6	9.5	9.0	9.0	9.0
存货周转率	56.2	53.8	53.7	53.7	53.7
应付账款周转率	25.4	21.4	21.4	21.4	21.4
每股指标					
每股收益	1.11	1.33	1.40	1.44	1.50
每股净资产	8.23	8.59	9.02	9.46	9.92
每股经营现金流	2.65	2.44	2.38	2.42	2.44
估值比率					
PE	21.0	22.2	19.2	18.6	17.9
PB	2.8	3.4	3.0	2.8	2.7
EV/EBITDA	13.7	14.8	13.2	12.9	12.6

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 陈 龙：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。