长江电力（600900.SH）

优于大市

来水偏枯拖累三季度业绩，三峡水库完成2026年度蓄水任务

核心观点

三季度来水偏枯拖累业绩表现，发电量下降导致盈利能力承压。2026年前三季度，公司实现营业收入630.56亿元，同比下降4.08%；归母净利润263.44亿元，同比下降6.56%。单三季度实现营业收入251.27亿元，同比下降13.49%；归母净利润115.88亿元，同比下降23.44%；扣非归母净利润120.69亿元，同比下降19.62%。整体来看，公司三季度业绩下滑主要受来水波动影响，但前三季度归母净利润降幅仍控制在个位数，整体盈利表现保持稳健。

财务费用持续下降有效对冲经营压力，现金流表现保持稳健。费用方面，公司前三季度财务费用61.49亿元，同比下降14.13%，减少10.12亿元，其中单Q3财务费用19.48亿元，同比减少3.50亿元，持续优化的融资成本有效对冲部分经营压力；同期管理费用基本持平，研发费用同比增长31.25%至5.40亿元。投资收益方面，前三季度实现投资收益39.67亿元，同比下降6.36%；此外，单Q3公允价值变动损失5.93亿元，而上年同期为收益1.55亿元，对当期表观利润形成额外拖累。现金流方面，前三季度经营活动现金流净额达到403.43亿元，同比仅下降5.95%，降幅小于归母净利润降幅，为后续债务偿还及股东分红提供了有力支撑。

三季度来水由丰转枯，六库发电量同比下滑，三峡电站降幅尤为明显。2026年前三季度，乌东德、三峡水库累计来水量分别为757.36、3018.07亿立方米，同比分别偏枯9.29%、偏丰0.98%。根据公司半年报及三季度发电量公告测算，2026Q3乌东德、三峡水库来水量分别为425.40、1273.17亿立方米，同比分别下降约2.3%、22.1%，其中三峡水库来水由上半年的同比增长28.74%转为明显偏枯。受来水减少及上年同期高基数影响，2026Q3公司境内六座梯级电站合计发电923.14亿千瓦时，同比下降14.89%。分电站来看，乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝电站发电量同比分别下降10.46%、8.45%、3.18%、5.97%；三峡、葛洲坝电站发电量分别为253.19、53.56亿千瓦时，同比分别下降29.23%、17.04%。

风险提示：来水不及预期，电价大幅下降，政策变化，抽水蓄能等项目进展不及预期。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到来水的不确定性和部分电量参与市场化交易可能压制综合电价的因素，我们小幅下调盈利预测，预计2026-2028年归母净利润为326.70/368.46/376.23亿元（2026-2028年原值为358.42/370.15/374.72亿元），同比增速-5.3/12.8/2.1%，当前股价对应PE=22/20/19x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	84,492	86,242	84,812	91,187	93,493
(+/-%)	8.2%	2.1%	-1.7%	7.5%	2.5%
归母净利润(百万元)	32496	34503	32670	36846	37623
(+/-%)	19.3%	6.2%	-5.3%	12.8%	2.1%
每股收益（元）	1.33	1.41	1.34	1.51	1.54
EBIT Margin	53.7%	54.3%	56.3%	57.7%	57.9%
净资产收益率（ROE）	15.5%	15.6%	14.1%	15.2%	14.6%
市盈率（PE）	22.5	21.2	22.4	19.9	19.5
EV/EBITDA	16.5	16.0	15.5	14.4	14.1
市净率（PB）	3.48	3.31	3.17	3.02	2.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰
021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：刘汉轩
010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

证券分析师：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.91元
总市值/流通市值	731844/731844百万元
52周最高价/最低价	30.10/25.38元
近3个月日均成交额	2972.01百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《长江电力（600900.SH）-发电量、业绩稳健增长，股息率3.7%+红利价值凸显》——2026-05-17

《长江电力（600900.SH）-发电量稳增财务费用下降，控股股东增持&新股东回报规划夯实信心》——2025-09-07

《长江电力（600900.SH）-业绩稳增分红创历史新高，水电龙头红利价值凸显》——2025-05-11

《长江电力（600900.SH）-首次中期分红彰显价值，水电龙头三季度业绩高增》——2024-12-27

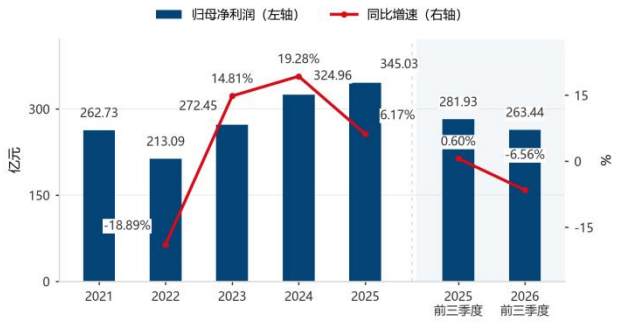
三季度来水偏枯拖累业绩表现，发电量下降导致盈利能力承压。2026 年前三季度，公司实现营业收入 630.56 亿元，同比下降 4.08%；归母净利润 263.44 亿元，同比下降 6.56%。单三季度实现营业收入 251.27 亿元，同比下降 13.49%；归母净利润 115.88 亿元，同比下降 23.44%；扣非归母净利润 120.69 亿元，同比下降 19.62%。整体来看，公司三季度业绩下滑主要受来水波动影响，但前三季度归母净利润降幅仍控制在个位数，整体盈利表现保持稳健。

图1：长江电力营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

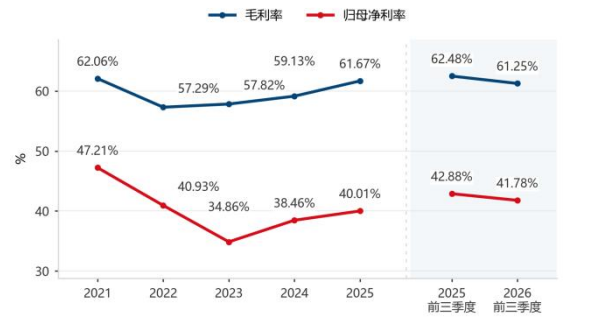
图2：长江电力归母净利润及增速情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务费用持续下降有效对冲经营压力，现金流表现保持稳健。费用方面，公司前三季度财务费用 61.49 亿元，同比下降 14.13%，减少 10.12 亿元，其中单 Q3 财务费用 19.48 亿元，同比减少 3.50 亿元，持续优化的融资成本有效对冲部分经营压力；同期管理费用基本持平，研发费用同比增长 31.25%至 5.40 亿元。投资收益方面，前三季度实现投资收益 39.67 亿元，同比下降 6.36%；此外，单 Q3 公允价值变动损失 5.93 亿元，而上年同期为收益 1.55 亿元，对当期表观利润形成额外拖累。现金流方面，前三季度经营活动现金流净额达到 403.43 亿元，同比仅下降 5.95%，降幅小于归母净利润降幅，为后续债务偿还及股东分红提供了有力支撑。

图3：长江电力销售毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：长江电力 OCF、CAPEX、FCFF 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度来水由丰转枯，六库发电量同比下滑，三峡电站降幅尤为明显。2026 年前三季度，乌东德、三峡水库累计来水量分别为 757.36、3018.07 亿立方米，同比分别偏枯 9.29%、偏丰 0.98%。根据公司半年报及三季度发电量公告测算，2026Q3 乌东德、三峡水库来水量分别为 425.40、1273.17 亿立方米，同比分别下降约 2.3%、22.1%，其中三峡水库来水由上半年的同比增长 28.74%转为明显偏枯。受来水减

少及上年同期高基数影响，2026Q3 公司境内六座梯级电站合计发电 923.14 亿千瓦时，同比下降 14.89%。分电站来看，乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝电站发电量同比分别下降 10.46%、8.45%、3.18%、5.97%；三峡、葛洲坝电站发电量分别为 253.19、53.56 亿千瓦时，同比分别下降 29.23%、17.04%。

表1：长江电力 2026 年第三季度及前三季度各梯级电站发电量完成情况

电站名称	2026Q3 发电量	同比	2026Q1-Q3 发电量	同比
乌东德	131.52	-10.46%	256.03	-13.64%
白鹤滩	194.21	-8.45%	438.13	-6.59%
溪洛渡	187.86	-3.18%	454.89	-3.96%
向家坝	102.81	-5.97%	252.89	-4.65%
三峡	253.19	-29.23%	703.92	+0.53%
葛洲坝	53.56	-17.04%	144.71	-1.32%
合计	923.14	-14.89%	2,250.58	-4.28%

资料来源：长江电力《2026 年三季度发电量完成情况公告》，国信证券经济研究所整理

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到来水的不确定性和部分电量参与市场化交易可能压制综合电价的因素，我们小幅下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 326.70/368.46/376.23 亿元（2026-2028 年原值为 358.42/370.15/374.72 亿元），同比增速-5.3/12.8/2.1%，当前股价对应 PE=22/20/19x，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

公司简称	代码	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	
长江电力	600900.SH	29.83	7318	1.41	1.34	1.51	1.54	21.15	22.34	19.81	19.40	15.99	-4.21	优于大市
可比公司														
华能水电	600025.SH	10.99	2044	0.45	0.47	0.50	0.52	24.42	23.16	21.96	21.02	10.93	4.24	无
川投能源	600674.SH	17.63	865	0.98	1.03	1.11	1.16	18.08	17.09	15.90	15.25	10.93	2.98	无
国投电力	600886.SH	15.72	1266	0.92	0.92	1.00	1.05	17.15	17.10	15.76	14.99	10.98	58.05	无
均值									**32**	**27**	**23**			

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理注：可比公司取自 Wind 一致预期（股价数据更新至 2026.11.6）

风险提示：来水不及预期，电价大幅下降，政策变化，抽水蓄能等项目进展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6555	4586	9000	6714	6714
应收款项	9494	7454	8766	9425	9663
存货净额	642	837	900	911	1043
其他流动资产	498	912	897	822	940
流动资产合计	**17190**	**13788**	**19563**	**17872**	**18360**
固定资产	439528	432563	431219	431052	432143
无形资产及其他	25459	25025	26024	27023	28022
投资性房地产	10576	12895	12895	12895	12895
长期股权投资	73319	74936	78936	82936	86936
资产总计	**566072**	**559208**	**568638**	**571778**	**578356**
短期借款及交易性金融负债	116551	85386	132615	134592	163396
应付款项	1611	1469	1581	1791	1900
其他流动负债	41394	32085	34247	54003	46418
流动负债合计	**159556**	**118940**	**168444**	**190386**	**211714**
长期借款及应付债券	180329	202092	152092	122092	92092
其他长期负债	4231	4816	4816	4816	4816
长期负债合计	**184560**	**206908**	**156908**	**126908**	**96908**
负债合计	**344116**	**325848**	**325352**	**317294**	**308622**
少数股东权益	11667	12023	12148	12292	12493
股东权益	210288	221338	231139	242193	257242
负债和股东权益总计	**566072**	**559208**	**568638**	**571778**	**578356**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.33	1.41	1.34	1.51	1.54
每股红利	0.94	1.00	0.93	1.05	0.92
每股净资产	8.59	9.05	9.45	9.90	10.51
ROIC	9%	9%	9%	9%	9%
ROE	15%	16%	14%	15%	15%
毛利率	59%	62%	59%	60%	60%
EBIT Margin	54%	54%	56%	58%	58%
EBITDA Margin	77%	77%	81%	80%	79%
收入增长	8%	2%	-2%	8%	3%
净利润增长率	19%	6%	-5%	13%	2%
资产负债率	63%	60%	59%	58%	56%
股息率	3%	3%	3%	4%	3%
P/E	22.5	21.2	22.4	19.9	19.5
P/B	3.5	3.3	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	16.5	16.0	15.5	14.4	14.1

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**84492**	**86242**	**84812**	**91187**	**93493**
营业成本	34528	33058	35020	36241	37161
营业税金及附加	1968	3319	3264	3509	3598
销售费用	188	234	230	248	254
管理费用	1562	1617	1591	1733	1776
研发费用	891	1167	1148	1234	1265
财务费用	11131	9371	8638	7832	7190
投资收益	5258	4959	4800	5000	5400
资产减值及公允价值变动	198	172	185	185	181
其他收入	(924)	(1174)	(1157)	(1248)	(1275)
营业利润	39645	42599	39897	45562	47819
营业外净收支	(783)	(860)	(817)	(820)	(832)
利润总额	**38862**	**41740**	**39081**	**44742**	**46988**
所得税费用	5932	6791	5993	7417	8862
少数股东损益	434	446	418	479	503
归属于母公司净利润	**32496**	**34503**	**32670**	**36846**	**37623**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	32496	34503	32670	36846	37623
资产减值准备	(403)	25	2	2	1
折旧摊销	19675	19415	20678	20419	19671
公允价值变动损失	(403)	25	2	2	1
财务费用	11131	9371	8638	7832	7190
营运资本变动	453	(8017)	913	19372	(7964)
其它	7830	14612	3962	2974	1990
经营活动现金流	**59648**	**60563**	**58227**	**79614**	**51321**
资本开支	(14420)	(18488)	(20335)	(21253)	(21762)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**(10775)**	**(18215)**	**(24335)**	**(25253)**	**(25762)**
权益性融资	147	178	0	0	0
负债净变化	(28102)	13722	(50000)	(30000)	(30000)
支付股利、利息	(23000)	(24468)	(22869)	(25792)	(22574)
其它融资现金流	9746	(37989)	47230	1977	28804
融资活动现金流	**(50194)**	**(44344)**	**(29478)**	**(56648)**	**(25559)**
现金净变动	**(1223)**	**(1969)**	**4414**	**(2286)**	**0**
货币资金的期初余额	7778	6555	4586	9000	6714
货币资金的期末余额	6555	4586	9000	6714	6714
企业自由现金流	44145	32152	41658	62397	33904
权益自由现金流	25789	7885	31574	27839	26874

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032