

长江电力（600900.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	28.15
总市值	6887.80 亿
PE-TTM	20.15
PB-MRQ	3.34

估值结果

	价值	7371 亿
DDM 估值	上行空间	7.0%
	状态	合理估值
	价值	7201 亿
动态估值	上行空间	4.5%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★★
护城河	★★★★★

核心评级结论

长江电力是三峡集团旗下大型水电经营主体，为全球最大的水电上市公司。

公司成长空间中等，主要系我国水电开发已经进入末期，且长江电力未来不存在新建水电产能规划，但公司未来成长的确定性极高。公司盈利趋势稳健，主要系公司作为水电龙头企业，上网电价较为稳定，且六库联调之后能够平滑上游来水对公司的业绩影响，整体盈利能力波动不大。公司产业格局非常好，主要系我国水电行业主要为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系。公司护城河极深，主要系公司旗下水电站主要分布在长江的中上游，具有天然的资源垄断属性，且随着我国水电资源开发进入末期，公司现有的水电资产具有稀缺性，形成独特的资源垄断护城河。

基于我们对公司未来不存在新建产能，发电量小幅提升，上网电价保持稳定且不存在大型资产注入的合理假设，公司现在处于估值合理状态。

我们区别于市场的观点

长江电力作为典型的类债价值资产，市场上很多投资者把长江电力的股价和国债走势关联，而忽略长江电力的成长性，但我们认为公司未来依旧存在业绩提升空间，随着公司折旧减少、市场利率下行、叠加公司通过长期股权投资参股其他水电公司，公司业绩依旧能够保持小个位数增长，此外公司积极布局抽水蓄能、国际配电业务，未来将持续为公司提供业绩动能。

风险提示

2023年乌东德、白鹤滩水电站注入之后，公司市场化交易电量占比明显提升，或有可能加大公司上网电价波动风险；其次若未来国家水电政策调整，公司电价或出现超预期波动风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	4
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比 4

图2：预测2025年毛利占比 4

图3：近年公司盈利能力趋势图 5

图4：近年公司历史成长能力趋势图 5

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 6

图6：近年股东回报能力趋势图 6

表1：护城河详解表 7

表2：公司整体业绩预测 8

表3：公司分业务业绩预测 9

表4：公司整体及分业务动态估值 9

表5：公司整体及分业务DDM估值 9

1. 基本信息

公司以大型水电运营为主要业务，为全球最大的水电上市公司，目前水电总装机容量7179.5万千瓦，其中，国内水电装机7169.5万千瓦，占全国水电装机的16.45%，运营管理乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝等六座水电站，为社会持续提供优质、稳定、可靠的清洁能源。

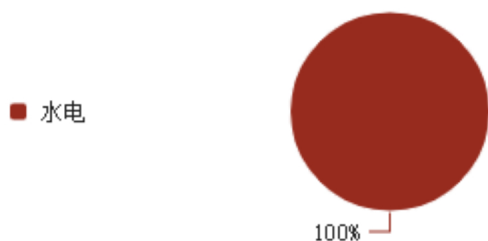
2. 业务介绍

对于长江电力公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

水电：

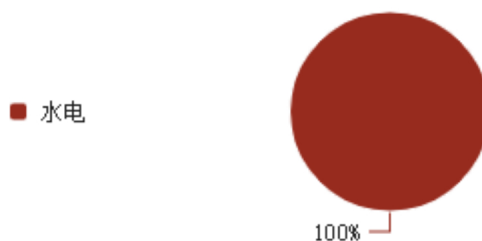
公司主要从事水力发电业务，水电具有可再生、无污染、技术成熟、调峰能力强等特点，在国家碳达峰、碳中和战略背景下，水电的清洁能源优势日益凸显。我们对该业务的市场界定为中国境内水电行业，截至2024年底我国水电总装机规模为4.36亿千瓦。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

长江电力作为典型的水电企业，公司具有重资产、轻运营属性，主要系水电站前期建设需要大额的资本支出，但正式投产运营之后，营业成本中约60%为折旧成本，因此整体运营成本较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

水电行业属于典型的重资产行业，前期资本投入巨大，单位千瓦建造成本在1万元左右，资产周转率较低，2024年公司固定资产周转率仅为0.19次，但水电运营成本较低，营业成本中70%为折旧成本，2024年毛利率高达59%，净利率39%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

水电行业属于成熟性行业，相对来说技术相对成熟，且公司未来不存在新建水电站产能，因此研发支出较少，2024年公司研发支出占收入比例仅为1.05%，研发强度较低。

3.3 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

长江电力作为比较存粹的水电企业，截至2024年底，公司在职员工约为7937人，人均创收1065万元，人员薪酬成本占营业收入比例较小，人力资源密集度非常低。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司下游客户为国家电网和南方电网，2024年前五名客户销售额775亿元，占境内年度销售总额93.43%，客户集中度较高，但客户对公司产品价格相对不敏感，公司上网电价更多是政府定价，市场化电量占比虽然有所提升，但对电价影响较为有限。

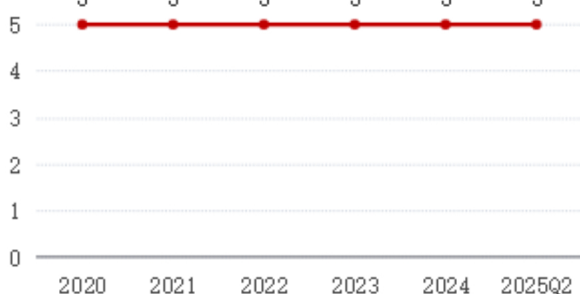
4. 历史经营绩效

长江电力盈利能力较高，且成长能力星级最近两年存在明显提升，业务控制力较高，非常重视股东回报，整体经营业绩非常好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力星级极好，多年来维持在5星水平，主要系公司业绩稳健，且公司核心盈利指标净利率、净资产收益率均保持在市场较高水平，主要系公司为资源垄断型企业，旗下水电站盈利能力相对较强。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级持续提升，主要系2021年开始由于极端干旱天气负面影响，长江中上游来水偏枯，导致公司发电量下滑、业绩承压，2022年公司归母净利润同比下滑约18%，但2023年开始随着乌东德水电站、白鹤滩水电站的注入，叠加来水向好，公司业绩大幅上涨。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



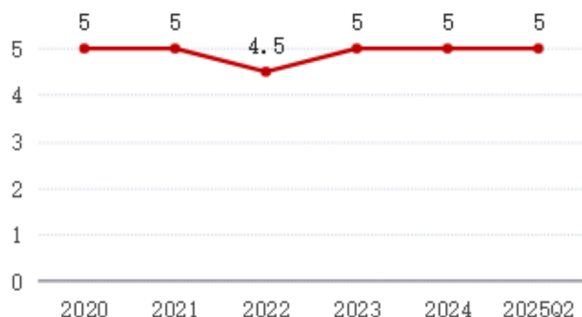
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力星级较高，主要系公司成本中超过70%为折旧成本，不产生现金流的实际流出，因此公司经营性现金流极好，且公司几乎不存在上游，下游主要为电网企业，不会拖欠公司电费，因此公司在产业链中话语权较高，不存在被上下游大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历年来非常重视股东回报，多年来公司分红率维持在70%的高水平，股息率常年大于3%，主要系长江电力未来大额资产开支较少，公司自由现金流极好，能够保证较高的分红水平。

5. 四维评级

公司成长空间不高，但公司盈利趋势稳健，产业格局极好，具有极深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司水电业务未来不存在新建产能，因此公司整体成长星级不高。

水电(3星)：

根据中国水电发展远景规划，到2030年我国水电装机容量将达到5.2亿千瓦，其中，常规水电4.2亿千瓦，抽水蓄能1亿千瓦，以此测算2023年-2030年水电行业复合增速大约是1.8%，可见水电属于典型的成熟行业。虽然长江电力未来不存在新建水电产能，未来收入增速在0%-5%区间，但公司收入确定性极高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司业绩主要受来水波动影响，上网电价稳定，因此公司盈利趋势稳健。

水电(3星)：

长江电力作为水电龙头企业，公司发电量主要受来水波动影响，六库联调能够平滑上游来水对发电量影响，且公司上网电价较为稳定，虽然乌白水电站注入之后，电力市场化交易比例提升，但整体电价波动不大，因此整体盈利相对稳健，盈利趋势相对较好。

5.3 产业格局

★★★★★

水电行业为典型的资源垄断行业，且行业内几乎不存在内部竞争，产业格局极好。

水电(5星)：

我国水电行业主要系为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，竞争格局属于典型的寡头垄断，且公司水电装机规模市占率排名第一，明显领先于排名第二的华能水电，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系，因此公司产业格局非常好。

5.4 护城河

★★★★★

公司旗下水电站主要分布在长江中上游，具有天然的资源垄断属性。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
水电	(4.5星) 长江电力作为水电行业龙头企业，2024年经壹评级调整后公司净资产收益率超过15%，具有明显的超额收益，公司作为水电行业龙头，业务控制力星级较高，主要系公司具有明显的资源垄断优势。	(5星) 公司旗下水电站主要分布长江中上游，护城河为资源垄断优势，且随着我国水电资源开发进入末期，公司现有水电站具有一定的资源稀缺性，未来公司护城河被侵蚀的可能性极低，护城河持续性较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对长江电力采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值处于合理区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为水电，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 发电量：考虑到公司未来六库联调优势以及公司现有水电站机组存在扩容预期，我们假设未来公司发电量增速维持在低个位数；
- 2) 上网电价：公司上网电价基本保持稳健，受市场化交易影响，2025年公司上网电价或有小幅下滑，我们假设未来公司上网电价保持稳定；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到公司营业成本中约60%为折旧成本，随着折旧到期，公司成本小幅走低，从而导致毛利率小幅提升；
- 2) 费用率：公司费用端主要为财务费用，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，公司有息负债率小幅降低；
- 3) 投资收益：公司长期股权投资大部分为水电相关企业，盈利稳健，假设公司投资收益每年保持2%的增长率；

资产负债假设：

- 1) 水电属于重资产行业，公司长期资产未来会随着折旧而减少，从而提升公司资产周转率；
- 2) 考虑到公司整体盈利非常稳健，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

长江电力	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	520.6	781.1	844.9	866.0	886.4	907.4	921.0	935.0
归母净利润(亿)	213.1	272.3	325.0	339.7	351.6	364.0	373.5	383.7
归母净利润增速(%)	-18.9	27.8	19.3	4.5	3.5	3.5	2.6	2.7
经营性净利润(亿)	177.0	234.7	276.7	293.6	304.8	316.5	325.3	334.7
经营性净利润增速(%)	-18.3	32.6	17.9	6.1	3.8	3.8	2.8	2.9
经营性归母净利润(亿)	174.2	228.6	273.1	288.6	299.7	311.1	319.8	329.0
经营性归母净利润增速(%)	-18.9	31.2	19.4	5.7	3.8	3.8	2.8	2.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

水电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	520.6	781.1	844.9	866.0	886.4	907.4	921.0	935.0
收入增速(%)	-6.4	50.0	8.2	2.5	2.4	2.4	1.5	1.5
经营性净利润(亿)	177.0	234.7	276.7	293.6	304.8	316.5	325.3	334.7
经营性净利率(%)	34.0	30.0	32.8	33.9	34.4	34.9	35.3	35.8
经营性净利润增速(%)	-18.3	32.6	17.9	6.1	3.8	3.8	2.8	2.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
水电	1.1%	中低	非常好	强	6.0%	19.97	331.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
水电(亿)	1382.0	5244.4	6626.4	-	113.0	688.0	7201.4
公司整体测算(亿)	1382.0	5244.4	6626.4	-	113.0	688.0	7201.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
水电(亿)	3616.5	3182.2	6798.7	-	116.0	688.0	7370.7
公司整体测算(亿)	3616.5	3182.2	6798.7	-	116.0	688.0	7370.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性



公司整体估值确定性较高，主要系水电属于成熟型行业，公司未来不存在新建产能，收入的可预测性较高，且公司成本相对固定，因此公司盈利能力非常稳健，利润角度可见性也非常高。此外公司每个季度公布发电量数据，国家能源局每月发布水电行业发电量数据，对预测公司业绩均具有参考性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。