

➤ **事件概述:** 5月15日，国家发改委印发《关于白鹤滩~江苏、白鹤滩~浙江特高压直流工程和白鹤滩水电站配套送出工程临时输电价格的通知》(发改价格〔2023〕404号)。

➤ **白鹤滩外送输配电价正式确认:** 根据文件公示，白鹤滩~江苏、白鹤滩~浙江±800千伏特高压直流工程临时输电价格分别为8.36、8.14分/千瓦时(含税，含输电环节线损，线损率6%)，已投产白鹤滩水电站配套送出工程临时输电价格为0.85分/千瓦时(含税，不计线损)。5月8日公司业绩发布会已经明确白鹤滩外送江苏、浙江的特高压输配电价及发电侧上网电价，但当时并未明确省内过网费(即配套送出工程输电价)以及是否追溯调整。《通知》明确四川省内过网费为0.85分/千瓦时，与我们之前在公司深度报告《4+2+N=?》中假设的1.5分/千瓦时相比，下降0.65分/千瓦时。考虑到每年白鹤滩外送江、浙计划电量均超240亿度，合计近500亿度电可增加营收约2.9亿营收、考虑到所得税三免三减半政策，可增加净利约2.5-2.9亿元。

➤ **发改委明确特高压输电价格自并网起结算:** 目前白鹤滩上网电价仍按临时电价结算，与外送江、浙上网电价之间有约8分/千瓦时的价差。404号文明确“白鹤滩水电站工程并网发电至本通知执行之日期间输送电量，白鹤滩~江苏、白鹤滩~浙江±800千伏特高压直流工程输电价格按上述核定价格执行，四川省内输电价格按我委协调明确的过渡期(2021年)水平执行”。预计四川省内电量及市场化结算给云南电量部分或不追溯调整；送浙特高压是在2022年底投运，输电电量较少；关键在于2022年5月投运的送苏特高压。根据《江苏广电》新闻报道，截至2023年1月17日，白鹤滩累计送江苏电量103.4亿千瓦时；考虑到白鹤滩1Q23发电量136亿千瓦时，假设截至404号文正式开始执行的5月1日，白鹤滩累计送苏电量为150亿千瓦时，则测算追溯电费理论上可增加约10.6亿元营收、约9.3-10.6亿元净利润。

➤ **投资建议:** 白鹤滩外送输配电价正式核准，中间环节降价带来上网电价提升，有望进一步增厚业绩。根据电价变化调整对公司盈利预测，预计23/24/25年EPS分别为1.46/1.47/1.48元(前值1.45/1.46/1.48元)，对应5月15日收盘价PE分别为15.8/15.7/15.5倍。参考公司历史估值及新业务发展潜力，给予公司23年20.0倍PE估值，目标价29.20元/股，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 流域来水偏枯；2) 需求下滑压制电量消纳；3) 市场交易电价波动；4) 财税等政策调整。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**23.00元**
**目标价:**
**29.20元**

**分析师 严家源**

执业证书: S0100521100007

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

**研究助理 赵国利**

执业证书: S0100122070006

邮箱: zhaoguoli@mszq.com

**相关研究**

- 1.长江电力(600900.SH) 2022年年报及2023年一季报点评: 业绩、分红双超预期, 白鹤初啼、亮翅在即-2023/04/28
- 2.长江电力(600900.SH) 事件点评: 电量开门红, 乌白“临门一脚”-2023/03/22
- 3.长江电力(600900.SH) 2022年业绩快报点评: 业绩短期遇“劫”, 乌白收官, 风光抽蓄破局-2023/01/31
- 4.长江电力(600900.SH) 2022年三季报点评: 量缩价增, 风光抽蓄方向渐明-2022/10/30
- 5.长江电力(600900.SH) 2022年半年报点评: 投资收益下降, 乌白进入收官阶段-2022/08/31

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	52060	86318	86764	87230
增长率(%)	-6.4	65.8	0.5	0.5
归属母公司股东净利润(百万元)	21309	35620	35906	36237
增长率(%)	-18.9	67.2	0.8	0.9
每股收益(元)	0.87	1.46	1.47	1.48
PE	26.4	15.8	15.7	15.5
PB	3.0	2.8	2.7	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测;

注: 股价为2023年05月15日收盘价。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	52060	86318	86764	87230
营业成本	22233	34982	35293	35620
营业税金及附加	1072	1726	1735	1745
销售费用	165	259	260	262
管理费用	1360	2158	2169	2181
研发费用	90	129	130	131
EBIT	27141	47063	47176	47293
财务费用	4092	10164	10945	10678
资产减值损失	-268	-100	-100	-100
投资收益	4600	5000	6000	6000
<b>营业利润</b>	<b>26936</b>	<b>41806</b>	<b>42139</b>	<b>42522</b>
营业外收支	-623	-450	-450	-450
<b>利润总额</b>	<b>26313</b>	<b>41356</b>	<b>41689</b>	<b>42072</b>
所得税	4664	5376	5420	5469
净利润	21649	35980	36269	36603
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>21309</b>	<b>35620</b>	<b>35906</b>	<b>36237</b>
EBITDA	38257	69346	69459	69575

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9302	10297	29953	54442
应收账款及票据	4397	18931	19029	19131
预付款项	66	105	106	107
存货	453	767	774	781
其他流动资产	1084	1262	1266	1270
<b>流动资产合计</b>	<b>15302</b>	<b>31362</b>	<b>51127</b>	<b>75731</b>
长期股权投资	67166	73166	79166	85166
固定资产	211351	466698	445586	424474
无形资产	22113	22113	22113	22113
<b>非流动资产合计</b>	<b>311966</b>	<b>573113</b>	<b>557800</b>	<b>542488</b>
<b>资产合计</b>	<b>327268</b>	<b>604474</b>	<b>608927</b>	<b>618218</b>
短期借款	26752	73841	76841	79841
应付账款及票据	942	1169	1180	1191
其他流动负债	24764	80624	80922	81235
<b>流动负债合计</b>	<b>52458</b>	<b>155634</b>	<b>158942</b>	<b>162266</b>
长期借款	38618	195407	179407	174407
其他长期负债	40438	43438	47448	44948
<b>非流动负债合计</b>	<b>79056</b>	<b>238845</b>	<b>226855</b>	<b>219355</b>
<b>负债合计</b>	<b>131514</b>	<b>394479</b>	<b>385797</b>	<b>381621</b>
股本	22742	24468	24468	24468
少数股东权益	10266	10626	10988	11354
<b>股东权益合计</b>	<b>195754</b>	<b>209995</b>	<b>223129</b>	<b>236597</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>327268</b>	<b>604474</b>	<b>608927</b>	<b>618218</b>

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-6.44	65.80	0.52	0.54
EBIT 增长率	-14.79	73.40	0.24	0.25
净利润增长率	-18.89	67.16	0.80	0.92
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	57.29	59.47	59.32	59.17
净利润率	41.58	41.68	41.80	41.96
总资产收益率 ROA	6.51	5.89	5.90	5.86
净资产收益率 ROE	11.49	17.87	16.93	16.09
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.29	0.20	0.32	0.47
速动比率	0.28	0.20	0.32	0.46
现金比率	0.18	0.07	0.19	0.34
资产负债率 (%)	40.19	65.26	63.36	61.73
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	30.82	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	7.44	8.00	8.00	8.00
总资产周转率	0.16	0.14	0.14	0.14
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.87	1.46	1.47	1.48
每股净资产	7.58	8.15	8.67	9.21
每股经营现金流	1.26	2.80	2.69	2.69
每股股利	0.85	0.90	0.95	1.00
<b>估值分析</b>				
PE	26.4	15.8	15.7	15.5
PB	3.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	17.39	12.91	12.48	12.04
股息收益率 (%)	3.71	3.91	4.13	4.35

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	21649	35980	36269	36603
折旧和摊销	11116	22283	22283	22283
营运资金变动	-2084	6441	199	210
<b>经营活动现金流</b>	<b>30913</b>	<b>68605</b>	<b>65724</b>	<b>65754</b>
资本开支	-4834	-277881	-1422	-1422
投资	-1032	-5990	-5990	-5990
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4093</b>	<b>-268352</b>	<b>-1412</b>	<b>-1412</b>
股权募资	27	1726	0	0
债务募资	7077	230940	-8990	-4500
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-27584</b>	<b>200741</b>	<b>-44656</b>	<b>-39852</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-623</b>	<b>995</b>	<b>19656</b>	<b>24490</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026