

来水偏枯拖累业绩，乌白电站注入驱动公司迈上新台阶

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报，全年实现营收521亿元，同比减少6.4%；实现归母净利润213亿元，同比减少18.9%。
- **2022年来水偏枯水电受限，归母净利润同比减少18.9%。** 受2022年长江年度来水严重偏枯、上游新建电站蓄水等因素的影响，2022年业绩承压，公司全年实现营收521亿元，同比减少6.4%；实现归母净利润213亿元，同比减少18.9%。2022Q4实现营收108亿元，同比减少29.0%，环比减少32.1%；实现归母净利润23.7亿元，同比减少64.7%，环比减少69.1%。2022年全年累计发电量约1856亿千瓦时，同比减少10.9%。
- **“乌白”水电站注入带动总装机容量跨越式发展，六库联调提升公司全流域调度能力。** 据公司2023年1月发布的公告显示，云川公司过户完成，公司完成收购乌东德、白鹤滩水电站，装机规模分别为1020/1600万千瓦，预计年均发电量389/624亿千瓦时，公司可控水电装机容量增加57.6%至7179.5万千瓦，同时，四库联调升级为六库联调，六库联调新格局的形成有望提升公司全流域调度能力，提高水能利用率，节水增发效益显著。根据公司初步统计，23Q1公司六座梯级电站总发电量约556亿千瓦时，同比增加18.4%，其中，乌/白电站发电量为57.6/136亿千瓦时，合计发电贡献率达34.7%。
- **推动“多能互补”项目，积极拓展新赛道新空间。** 水风光电季节性互补特点显著，公司围绕水电主业，聚焦“水风光储”多能互补加强投资布局，积极推进金沙江下游“水风光储”一体化可再生能源基地建设，抽蓄电站投资建设取得实质性进展，公司首座抽水蓄能电站—总装机达140万千瓦的甘肃张掖抽蓄电站顺利开工，预计2029年全面投产。此外，公司积极发展智慧综合能源业务，建成投运上海市规模最大的分布式光伏项目和容量最大的用户侧电化学储能项目，“中国三峡绿电绿氢示范站”顺利产出99.999%高纯度氢气。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司23-25年EPS分别为1.28/1.40/1.49元，归母净利润CAGR为7.6%。考虑到乌白电站注入使显著增加装机容量，从而增发发电量；且路德斯公司业绩有望持续改善，我们给予公司2023年21倍PE，目标价26.88元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 来水不及预期风险、极端天气风险、电价波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	52060.48	74096.46	83064.66	89246.59
增长率	-6.44%	42.33%	12.10%	7.44%
归属母公司净利润(百万元)	21309.03	31440.26	34134.41	36389.31
增长率	-18.89%	47.54%	8.57%	6.61%
每股收益EPS(元)	0.87	1.28	1.40	1.49
净资产收益率ROE	11.06%	14.81%	15.00%	14.92%
PE	25	17.0	15.7	14.7
PB	2.73	2.49	2.32	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	244.68
流通A股(亿股)	227.42
52周内股价区间(元)	19.98-25.05
总市值(亿元)	5,353.65
总资产(亿元)	3,256.67
每股净资产(元)	8.11

相关研究

1. 长江电力(600900): 来水偏枯业绩放缓, 资产重组稳固推进 (2022-10-31)
2. 长江电力(600900): 来水偏丰业绩亮眼, 水电龙头地位巩固 (2022-08-31)
3. 长江电力(600900): 定价凸显性价比, 水电核心强巩固 (2022-07-01)
4. 长江电力(600900): 乌白电站注入在即, 六库联调增发提效 (2022-05-30)

盈利预测

关键假设：

公司主营水电业务，我们结合公司过往运营数据和未来发展规划，对公司业务进行如下关键假设：

假设 1：截至 2022 年末，公司水电总装机 4559.5 万千瓦，2023 年 1 月，公司完成收购乌东德、白鹤滩水电站（合计装机容量 2620 万千瓦），预计公司 2023-2025 年水电装机容量均为 7179.5 万千瓦，发电量为 3000/3100/3200 亿千瓦时，上网电价为 0.270/0.267/0.265 元/kwh；

假设 2：2022 年秘鲁路德斯公司经营业绩稳健增长，全年实现净利润约 1.7 亿美元，同比增长超 20%，我们预计 2023-2025 年公司持续强化对秘鲁路德斯公司的管控，国际业务进一步实现提质增效，预计其他主营业务营收增速分别为 30.0%/25.0%/20.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电力	收入	43599	63218	69540	73017
	增速	-10.6%	45.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	61.2%	61.0%	60.0%	60.0%
其他主营业务	收入	7242	9415	11768	14122
	增速	23.0%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	35.2%	38.0%	35.0%	35.0%
其他业务	收入	1220	1464	1757	2108
	增速	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	47.6%	50.0%	45.0%	40.0%
合计	收入	52060	74096	83065	89247
	增速	-6.4%	42.3%	12.1%	7.4%
	毛利率	57.3%	57.9%	56.1%	55.6%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 314/341/364 亿元，EPS 分别为 1.28/1.40/1.49 元。我们选取水电行业中的三家主流公司华能水电、三峡水利、桂冠电力作为对比，2023 年可比公司平均估值为 16.44 倍 PE，公司系国内最大的水电上市公司，同时考虑到乌白电站注入将显著增加公司装机容量，提升公司调度能力，从而增发电量；且路德斯公司业绩有望持续改善，我们给予公司 2023 年业绩 21 倍 PE，目标价 26.88 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB(倍)
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	LF
600025.SH	华能水电	6.95	0.38	0.42	0.46	0.49	17.47	16.49	15.10	14.22	2.26
600116.SH	三峡水利	9.11	0.25	0.51	0.64	0.77	34.41	17.80	14.30	11.86	1.58
600236.SH	桂冠电力	5.54	0.41	0.37	0.40	-	14.15	15.02	13.85	-	2.54
平均值							22.01	16.44	14.42	13.04	2.13
600900.SH	长江电力	21.88	1.16	1.28	1.40	1.49	19.65	17.03	15.68	14.71	2.67

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 4 月 28 日收盘数据）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	52060.48	74096.46	83064.66	89246.59	净利润	21649.30	31859.27	34619.32	36895.59
营业成本	22232.89	31223.97	36431.38	39650.65	折旧与摊销	11038.94	12986.42	13236.47	13495.01
营业税金及附加	1071.97	1481.93	1661.29	1784.93	财务费用	4091.93	4704.24	4692.25	4697.33
销售费用	165.18	148.19	166.13	178.49	资产减值损失	-268.38	-295.21	-236.17	-259.79
管理费用	1360.28	1630.12	1827.42	1963.42	经营营运资本变动	-4167.19	11956.80	5174.19	2128.46
财务费用	4091.93	4704.24	4692.25	4697.33	其他	-1431.88	-3661.58	-3793.70	-3819.04
资产减值损失	-268.38	-295.21	-236.17	-259.79	经营活动现金流净额	30912.73	57549.93	53692.36	53137.56
投资收益	4600.14	4370.13	4413.83	4457.97	资本支出	7598.39	-9500.00	-11500.00	-10000.00
公允价值变动损益	-385.33	-385.33	-385.33	-385.33	其他	-11691.48	-5925.32	-5882.63	-5839.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4093.09	-15425.32	-17382.63	-15839.61
营业利润	26936.06	39188.02	42550.86	45304.19	短期借款	14436.55	-14752.36	-1000.00	-1000.00
其他非经营损益	-622.67	-570.72	-588.04	-582.27	长期借款	2178.13	-4000.00	-4000.00	-4000.00
利润总额	26313.39	38617.30	41962.82	44721.93	股权融资	184.08	1726.36	0.00	0.00
所得税	4664.09	6758.03	7343.49	7826.34	支付股利	-18541.44	-12785.42	-18864.16	-20480.65
净利润	21649.30	31859.27	34619.32	36895.59	其他	-25841.25	-10597.88	-7078.35	-7040.45
少数股东损益	340.26	419.01	484.91	506.28	筹资活动现金流净额	-27583.93	-40409.30	-30942.51	-32521.10
归属母公司股东净利润	21309.03	31440.26	34134.41	36389.31	现金流量净额	-622.60	1715.31	5367.22	4776.85
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9302.18	11017.49	16384.71	21161.57	成长能力				
应收和预付款项	5176.61	6161.93	7244.16	8053.72	销售收入增长率	-6.44%	42.33%	12.10%	7.44%
存货	453.40	1578.63	1893.30	2092.01	营业利润增长率	-18.07%	45.49%	8.58%	6.47%
其他流动资产	370.16	4297.59	4983.88	5354.80	净利润增长率	-18.26%	47.16%	8.66%	6.58%
长期股权投资	67166.07	77166.07	87166.07	97166.07	EBITDA 增长率	-14.23%	35.21%	6.33%	4.99%
投资性房地产	101.24	111.36	122.50	134.75	获利能力				
固定资产和在建工程	214199.16	210612.18	208813.14	205293.56	毛利率	57.29%	57.86%	56.14%	55.57%
无形资产和开发支出	23281.89	23388.77	23457.64	23488.51	三费率	10.79%	8.75%	8.05%	7.66%
其他非流动资产	7217.58	7111.27	7004.96	6898.65	净利率	41.58%	43.00%	41.68%	41.34%
资产总计	327268.29	341445.29	357070.36	369643.63	ROE	11.06%	14.81%	15.00%	14.92%
短期借款	26752.36	12000.00	11000.00	10000.00	ROA	6.62%	9.33%	9.70%	9.98%
应付和预收款项	3119.70	5869.71	6357.10	6639.29	ROIC	11.43%	16.14%	17.74%	18.82%
长期借款	38617.51	34617.51	30617.51	26617.51	EBITDA/销售收入	80.80%	76.76%	72.81%	71.15%
其他负债	63024.61	73871.14	78253.65	79129.79	营运能力				
负债合计	131514.18	126358.36	126228.26	122386.59	总资产周转率	0.16	0.22	0.24	0.25
股本	22741.86	24468.22	24468.22	24468.22	固定资产周转率	0.24	0.36	0.41	0.45
资本公积	57099.42	57099.42	57099.42	57099.42	应收账款周转率	12.73	15.46	14.88	14.28
留存收益	103860.67	122515.52	137785.77	153694.44	存货周转率	30.62	24.02	17.95	17.37
归属母公司股东权益	185488.25	204402.07	219672.33	235580.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.23%	—	—	—
少数股东权益	10265.86	10684.86	11169.77	11676.05	资本结构				
股东权益合计	195754.11	215086.94	230842.10	247257.04	资产负债率	40.19%	37.01%	35.35%	33.11%
负债和股东权益合计	327268.29	341445.29	357070.36	369643.63	带息债务/总负债	78.31%	66.67%	64.36%	63.93%
					流动比率	0.29	0.40	0.47	0.53
					速动比率	0.28	0.37	0.44	0.50
					股利支付率	87.01%	40.67%	55.26%	56.28%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	42066.94	56878.68	60479.58	63496.53	每股收益	0.87	1.28	1.40	1.49
PE	25.12	17.03	15.68	14.71	每股净资产	8.00	8.79	9.43	10.11
PB	2.73	2.49	2.32	2.17	每股经营现金	1.26	2.35	2.19	2.17
PS	10.28	7.23	6.45	6.00	每股股利	0.76	0.52	0.77	0.84
EV/EBITDA	14.07	10.72	9.96	9.37					
股息率	3.46%	2.39%	3.52%	3.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn