



增持(维持)

所属行业: 公用事业/电力
当前价格(元): 21.88

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

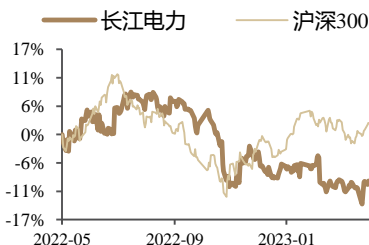
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.96	3.01	4.44
相对涨幅(%)	3.50	5.17	8.08

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《长江电力(600900.SH): 2022年来水偏枯致业绩承压, 水风光一体化+抽水蓄能带来新动能》, 2023.1.31
- 《长江电力(600900.SH): 乌白电站资产注入完成, 长期投资价值进一步凸显》, 2023.1.18
- 《长江电力(600900.SH): 来水波动影响短期业绩, 风光抽蓄发展可期》, 2022.10.31
- 《长江电力(600900.SH): 水电巨擘, 源远流长》, 2022.10.26

长江电力(600900.SH): 乌白注入带来新动能, 分红超预期凸显企业价值

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业总收入 520.6 亿元, 同比下降 6.44%, 实现归母净利润 213.09 亿元, 同比下降 18.89%, 实现扣非归母净利润 213.92 亿元, 同比下降 11.39%, 基本每股收益 0.94 元; 2023Q1 实现营业收入 153.97 亿元, 同比增长 25.17%, 实现归母净利润 36.13 亿元, 同比增长 16.28%, 实现扣非归母净利润 35.7 亿元, 同比增长 16.45%。
- 来水严重偏枯致发电量下降, 短期业绩承压。** 2022 年, 受长江年度来水严重偏枯等因素影响, 公司发电量 1855.81 亿千瓦时, 比上年同期减少 227.41 亿千瓦时, 下降 10.92%。根据公司 2022 年年报, 目前公司水电总装机容量 7179.5 万千瓦(含 2023 年 1 月收入的乌东德、白鹤滩水电站), 其中, 国内水电装机 7169.5 万千瓦, 占全国水电装机的 17.34%。目前公司已拥有葛洲坝、三峡、向家坝、溪洛渡、白鹤滩和乌东德等 6 座水电站, 在梯级调度方面也由“四库联调”变为“六库联调”, 预计年发电量可增加 60-70 亿千瓦时, 公司盈利能力将进一步增强。
- 聚焦“水风光储”多能互补, 抽水蓄能建设加速。** 公司聚焦“水风光储”多能互补, 高质量推进金沙江下游“水风光储”一体化基地研究, 助力公司新能源业务快速发展。此外, 公司积极布局抽蓄业务, 首座抽水蓄能电站-甘肃张掖抽蓄电站顺利开工; 根据公司公告, 公司锁定抽蓄项目资源 3,000-4,000 万千瓦, 随着公司抽水蓄能业务的加速发展, 将有望为公司带来新的发展动能。
- 投资产业链上下游, 分红超预期凸显企业价值。** 2022 年公司实现投资收益 46 亿元, 主要系公司积极开展产业链上下游和相关新兴领域战略投资。此外, 根据公司公告, 公司 2022 年每 10 股派息数 8.533 元(含税), 占 2022 年归母净利润的 94.29%, 远超《公司章程》关于“2021-2025 年每年度的利润分配按不低于实现净利润的 70%进行现金分红”相关约定, 凸显公司的投资价值。
- 投资建议与估值:** 乌、白电厂资产注入带来增长动能, 公司水电装机容量实现快速增长, 同时“六库联调”带来运营效率提高。此外水风光一体化+抽水蓄能打开发展空间, 公司未来具备一定成长性。我们调整 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年营业收入分别为 812.9 亿元、845.34 亿元、862.13 亿元, 增速分别为 56.1%、4.0%、2.0%, 净利润分别为 346.94 亿元、363.18 亿元、373.27 亿元, 增速分别为 62.8%、4.7%、2.8%, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 来水不及预期; 电价波动风险; 抽水建设不及预期; 政策风险。



股票数据

总股本(百万股):	24,468.22
流通 A 股(百万股):	22,741.86
52 周内股价区间(元):	20.18-25.47
总市值(百万元):	535,364.60
总资产(百万元):	580,000.15
每股净资产(元):	7.55

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,646	52,060	81,290	84,534	86,213
(+/-)YOY(%)	-3.7%	-6.4%	56.1%	4.0%	2.0%
净利润(百万元)	26,273	21,309	34,694	36,318	37,327
(+/-)YOY(%)	-0.1%	-18.9%	62.8%	4.7%	2.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.07	0.87	1.42	1.48	1.53
毛利率(%)	62.1%	57.3%	58.4%	57.5%	58.3%
净资产收益率(%)	14.5%	11.5%	13.7%	12.6%	11.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.42	1.48	1.53
每股净资产	8.16	10.31	11.80	13.32
每股经营现金流	1.36	2.27	2.04	1.95
每股股利	0.85	0.70	0.70	0.70
价值评估(倍)				
P/E	22.41	15.43	14.74	14.34
P/B	2.57	2.12	1.85	1.64
P/S	9.56	6.59	6.33	6.21
EV/EBITDA	15.18	9.92	9.19	8.51
股息率%	4.1%	3.2%	3.2%	3.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	57.3%	58.4%	57.5%	58.3%
净利润率	41.6%	43.1%	43.5%	43.8%
净资产收益率	11.5%	13.7%	12.6%	11.5%
资产回报率	6.5%	8.2%	7.6%	6.9%
投资回报率	7.2%	9.0%	8.1%	7.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-6.4%	56.1%	4.0%	2.0%
EBIT 增长率	-15.0%	58.5%	3.7%	2.9%
净利润增长率	-18.9%	62.8%	4.7%	2.8%
偿债能力指标				
资产负债率	40.2%	37.9%	37.5%	37.3%
流动比率	0.3	1.6	2.4	3.1
速动比率	0.3	1.5	2.3	3.0
现金比率	0.2	1.4	2.2	2.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.2	24.3	25.5	26.0
存货周转天数	7.5	6.1	6.6	6.7
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.2	0.4	0.4	0.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	21,309	34,694	36,318	37,327
少数股东损益	340	369	420	475
非现金支出	11,395	14,734	14,958	15,167
非经营收益	-47	431	1,042	1,671
营运资金变动	-2,084	5,423	-2,835	-6,903
经营活动现金流	30,913	55,651	49,904	47,737
资产	-4,834	-13,251	-15,390	-11,708
投资	-1,032	-8,872	-8,453	-7,882
其他	1,773	6,906	7,619	7,566
投资活动现金流	-4,093	-15,217	-16,224	-12,024
债权募资	7,077	17,340	22,160	24,113
股权募资	27	32,149	0	0
其他	-34,689	-6,743	-8,034	-8,597
融资活动现金流	-27,584	42,745	14,127	15,516
现金净流量	-623	83,179	47,806	51,230

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	52,060	81,290	84,534	86,213
营业成本	22,233	33,805	35,900	35,956
毛利率%	57.3%	58.4%	57.5%	58.3%
营业税金及附加	1,072	2,032	1,768	1,911
营业税金率%	2.1%	2.5%	2.1%	2.2%
营业费用	165	337	254	259
营业费用率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
管理费用	1,360	2,124	2,006	2,149
管理费用率%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%
研发费用	90	54	87	107
研发费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	27,089	42,942	44,525	45,836
财务费用	4,092	6,624	6,850	6,801
财务费用率%	7.9%	8.1%	8.1%	7.9%
资产减值损失	-268	0	0	0
投资收益	4,600	6,937	7,642	7,589
营业利润	26,936	43,263	45,298	46,592
营业外收支	-623	-632	-632	-632
利润总额	26,313	42,631	44,666	45,960
EBITDA	38,206	57,676	59,483	61,003
所得税	4,664	7,567	7,928	8,158
有效所得税率%	17.7%	17.8%	17.8%	17.8%
少数股东损益	340	369	420	475
归属母公司所有者净利润	21,309	34,694	36,318	37,327

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,302	92,482	140,288	191,517
应收账款及应收票据	4,397	6,559	5,424	7,030
存货	453	685	641	703
其它流动资产	1,150	4,875	6,300	7,872
流动资产合计	15,302	104,600	152,653	207,122
长期股权投资	67,166	76,135	84,706	92,702
固定资产	211,351	203,477	194,687	185,334
在建工程	2,871	1,426	713	356
无形资产	22,113	28,780	37,665	42,705
非流动资产合计	311,966	318,762	327,019	330,802
资产总计	327,268	423,362	479,673	537,924
短期借款	26,752	28,100	29,447	35,158
应付票据及应付账款	942	1,268	1,295	1,226
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	24,764	35,980	33,365	29,771
流动负债合计	52,458	65,347	64,107	66,154
长期借款	38,618	60,610	82,602	104,594
其它长期负债	40,438	34,438	33,259	29,669
非流动负债合计	79,056	95,048	115,861	134,264
负债总计	131,514	160,395	179,968	200,417
实收资本	22,742	24,468	24,468	24,468
普通股股东权益	185,488	252,332	288,650	325,977
少数股东权益	10,266	10,635	11,055	11,530
负债和所有者权益合计	327,268	423,362	479,673	537,924

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。