

长江电力（600900）

证券研究报告

2023年05月03日

乌白注入静待业绩飞跃，分红超预期彰显投资价值

事件：

公司公布 2022 年年报与 2023 年一季报。2022 年实现营业收入 520.6 亿元，同比-6.44%；归母净利润 213.09 亿元，同比-18.89%。2023Q1 实现营业收入 153.97 亿元，同比+25.17%；归母净利润 36.13 亿元，同比+16.28%。

点评：

22 年来水严重偏枯是业绩下滑主因。主营大水电受汛期来水极端偏枯影响，2022 年公司境内所属四座电站总发电量 1855.81 亿千瓦时，同比减少 10.92%。此外，2022 年投资收益 46 亿元，同比下降约 8.26 亿元。发电量下滑叠加投资收益减少导致 2022 年归母净利润同比下滑 18.89%至 213.09 亿元。

成功完成乌白资产注入及定增发行。2023 年 1 月 10 日，公司公告乌白资产已经成功过户。乌东德和白鹤滩电站资产作价 804.8 亿元，对应 1.42 倍 PB。其中约 20%（160.97 亿元）通过募集配套资金的方式支付，最终发行价格 20.01 元/股，发行股份数量 8.04 亿股。乌白电站注入带动公司总装机容量迈上新台阶。目前公司水电总装机容量 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 17.34%。

六库梯级联调优势初显，助力 23 年 Q1 业绩增长。电量方面，2023 年 Q1，公司境内所属六座电站总发电量约 555.98 亿千瓦时，同比+18.40%；其中长江流域“六库联调”增发效应初显，剔除乌白电站后原四座电站的发电量一季度同比+6.6%。受乌白水消落的有利影响，溪洛渡和向家坝一季度发电量分别同比大幅增加 27.7%和 49.7%。**电价方面**，根据江苏省发改委公告，按照白鹤滩电站送苏落地电价“基准落地电价+浮动电价”形成机制，2023 年白鹤滩电站送苏落地电价为 0.4388 元/千瓦时。在电力供需偏紧的大背景下，外送水电的价值将进一步凸显。

2022 年分红方案超预期，彰显投资价值。公司对 2021-2025 年每年的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红，2021 年分红比例为 70.57%。公司将 2022 年度分红比例大幅提升至 94.29%，其中每股现金分红从 21 年的 0.8153 元/股（含税）提升至 22 年的 0.8533 元/股（含税），股息率达到 3.9%。此外，乌白注入后公司业绩有望实现大幅增长，根据我们测算，按照 70%的分红比例预期，公司 2023-2025 年股息率将分别有望达到 4.3%/4.7%/4.9%，投资价值凸显。

盈利预测与估值：乌白注入有望带动公司业绩实现较大增长，预计公司 2023-2025 年归母净利润 334.2/355.3/379.1 亿（23/24 年前值 280.8/294.4 亿），对应 PE 分别为 16/15.1/14.1 倍，维持“增持”评级。

风险提示：来水不及预期；六库联调增发不及预期、白鹤滩电价不及预期等风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,646.25	52,060.48	85,439.08	89,297.50	90,618.00
增长率(%)	(3.70)	(6.44)	64.12	4.52	1.48
EBITDA(百万元)	48,986.70	42,729.12	72,659.84	75,735.82	76,710.60
归属母公司净利润(百万元)	26,273.00	21,309.03	33,421.11	35,525.64	37,912.62
增长率(%)	(0.09)	(18.89)	56.84	6.30	6.72
EPS(元/股)	1.07	0.87	1.37	1.45	1.55
市盈率(P/E)	20.38	25.12	16.02	15.07	14.12
市净率(P/B)	2.96	2.89	2.71	2.58	2.44
市销率(P/S)	9.62	10.28	6.27	6.00	5.91
EV/EBITDA	12.42	13.63	11.59	10.81	10.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	21.88 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	24,468.22
流通 A 股股本(百万股)	22,741.86
A 股总市值(百万元)	535,364.60
流通 A 股市值(百万元)	497,591.88
每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	66.35
一年内最高/最低(元)	25.27/19.75

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
赵阳	联系人
zhaoyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《长江电力-季报点评:来水严重偏枯短期业绩承压,乌白注入长期盈利可期》2022-11-01
- 《长江电力-半年报点评:H1 发电量高增带动业绩同比+31.6%,乌白注入未来可期》2022-08-31
- 《长江电力-公司点评:乌白注入叠加 Q2 发电量超预期,助力公司业绩增长》2022-07-12

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,929.98	9,302.18	11,961.47	15,180.57	15,405.06
应收票据及应收账款	3,768.78	4,396.62	9,004.03	5,001.79	9,211.15
预付账款	93.61	65.66	166.59	70.64	169.34
存货	470.03	453.40	807.39	664.38	638.38
其他	3,661.05	1,084.48	1,816.80	1,192.94	1,853.92
流动资产合计	17,923.46	15,302.34	23,756.28	22,110.32	27,277.85
长期股权投资	60,716.84	67,166.07	75,166.07	83,166.07	91,166.07
固定资产	218,712.61	211,350.78	425,333.16	406,522.37	387,680.98
在建工程	2,891.58	2,871.37	2,629.23	2,411.31	2,215.18
无形资产	20,181.42	22,200.79	22,114.11	22,027.43	21,940.75
其他	8,137.37	8,376.94	8,363.86	8,337.45	8,323.85
非流动资产合计	310,639.83	311,965.94	533,606.43	522,464.62	511,326.83
资产总计	328,563.28	327,268.29	557,362.71	544,574.94	538,604.68
短期借款	12,315.81	26,752.36	78,736.52	79,024.08	80,798.39
应付票据及应付账款	693.93	942.04	1,435.44	1,324.12	1,132.51
其他	40,383.08	24,755.17	38,323.89	34,915.89	35,136.66
流动负债合计	53,392.83	52,449.57	118,495.85	115,264.09	117,067.56
长期借款	36,439.37	38,617.51	192,006.45	172,006.45	152,006.45
应付债券	33,978.90	37,620.23	36,375.40	35,991.51	36,662.38
其他	14,450.57	2,818.10	2,818.10	2,818.10	2,818.10
非流动负债合计	84,868.84	79,055.84	231,199.95	210,816.07	191,486.94
负债合计	138,275.06	131,514.18	349,695.81	326,080.16	308,554.49
少数股东权益	9,224.40	10,265.86	10,425.96	10,596.14	10,777.76
股本	22,741.86	22,741.86	24,468.22	24,468.22	24,468.22
资本公积	56,915.34	57,099.42	57,099.42	57,099.42	57,099.42
留存收益	101,087.70	103,860.67	113,887.01	124,544.70	135,918.49
其他	318.92	1,786.30	1,786.30	1,786.30	1,786.30
股东权益合计	190,288.22	195,754.11	207,666.90	218,494.78	230,050.18
负债和股东权益总计	328,563.28	327,268.29	557,362.71	544,574.94	538,604.68

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	26,485.44	21,649.30	33,421.11	35,525.64	37,912.62
折旧摊销	11,420.31	11,038.94	19,155.83	19,165.40	19,174.19
财务费用	4,864.24	4,078.18	11,654.12	12,098.56	10,094.88
投资损失	(5,425.67)	(4,600.14)	(4,692.14)	(4,785.98)	(4,881.70)
营运资金变动	(10,860.80)	(15,141.33)	8,271.79	1,372.15	(4,900.29)
其它	9,248.94	13,887.78	533.67	567.27	605.39
经营活动现金流	35,732.46	30,912.73	68,344.39	63,943.05	58,005.10
资本支出	16,348.24	23,828.65	240,809.40	8,050.00	8,050.00
长期投资	10,292.71	6,449.22	8,000.00	8,000.00	8,000.00
其他	(33,206.16)	(34,370.96)	(484,926.66)	(19,314.02)	(19,218.30)
投资活动现金流	(6,565.21)	(4,093.09)	(236,117.26)	(3,264.02)	(3,168.30)
债权融资	(4,533.31)	6,920.25	192,474.15	(32,194.88)	(27,649.71)
股权融资	(18,548.86)	1,651.46	(22,041.99)	(25,265.04)	(26,962.61)
其他	(5,298.57)	(36,155.64)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(28,380.74)	(27,583.93)	170,432.16	(57,459.92)	(54,612.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	786.51	(764.29)	2,659.29	3,219.10	224.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	55,646.25	52,060.48	85,439.08	89,297.50	90,618.00
营业成本	21,113.08	22,232.89	32,420.22	33,114.72	33,499.47
营业税金及附加	1,163.62	1,071.97	1,759.27	1,838.71	1,865.90
销售费用	150.42	165.18	256.32	267.89	271.85
管理费用	1,359.77	1,360.28	2,135.98	2,232.44	2,265.45
研发费用	39.42	89.66	85.44	89.30	90.62
财务费用	4,751.37	4,091.93	11,654.12	12,098.56	10,094.88
资产/信用减值损失	28.65	(278.35)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
公允价值变动收益	335.48	(385.33)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5,425.67	4,600.14	4,692.14	4,785.98	4,881.70
其他	(11,597.39)	(7,823.94)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	32,876.17	26,936.06	41,779.88	44,401.86	47,371.52
营业外收入	30.30	2.08	27.78	20.05	16.64
营业外支出	497.13	624.75	537.72	553.20	571.89
利润总额	32,409.34	26,313.39	41,269.94	43,868.72	46,816.27
所得税	5,923.90	4,664.09	7,315.16	7,775.80	8,298.26
净利润	26,485.44	21,649.30	33,954.78	36,092.92	38,518.01
少数股东损益	212.45	340.26	533.67	567.27	605.39
归属于母公司净利润	26,273.00	21,309.03	33,421.11	35,525.64	37,912.62
每股收益(元)	1.07	0.87	1.37	1.45	1.55

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-3.70%	-6.44%	64.12%	4.52%	1.48%
营业利润	-0.06%	-18.07%	55.11%	6.28%	6.69%
归属于母公司净利润	-0.09%	-18.89%	56.84%	6.30%	6.72%
获利能力					
毛利率	62.06%	57.29%	62.05%	62.92%	63.03%
净利率	47.21%	40.93%	39.12%	39.78%	41.84%
ROE	14.51%	11.49%	16.94%	17.09%	17.29%
ROIC	11.87%	9.34%	15.14%	9.23%	9.62%
偿债能力					
资产负债率	42.08%	40.19%	62.74%	59.88%	57.29%
净负债率	47.43%	52.05%	146.08%	128.17%	114.00%
流动比率	0.34	0.29	0.20	0.19	0.23
速动比率	0.33	0.28	0.19	0.19	0.23
营运能力					
应收账款周转率	14.97	12.75	12.75	12.75	12.75
存货周转率	147.98	112.75	135.53	121.35	139.12
总资产周转率	0.17	0.16	0.19	0.16	0.17
每股指标(元)					
每股收益	1.07	0.87	1.37	1.45	1.55
每股经营现金流	1.46	1.26	2.79	2.61	2.37
每股净资产	7.40	7.58	8.06	8.50	8.96
估值比率					
市盈率	20.38	25.12	16.02	15.07	14.12
市净率	2.96	2.89	2.71	2.58	2.44
EV/EBITDA	12.42	13.63	11.59	10.81	10.44
EV/EBIT	16.19	18.37	15.73	14.47	13.92

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com