

# 长江电力 (600900.SH)

23Q1 来水改善致业绩回升，水风光储一体化持续推进

买入

## 核心观点

**一季度发电量增加，营收、净利润同比增长。**2022 年公司实现营业收入 520.60 亿元 (-6.44%)，归母净利润 213.09 亿元 (-18.89%)，扣非归母净利润 190.15 亿元 (+5.05%)。受长江年度来水偏枯等因素影响，公司完成发电量 1855.81 亿千瓦时 (-10.92%)。2023Q1，公司实现营业收入 153.97 亿元 (+25.17%)，归母净利润 36.13 亿元 (+16.28%)。长江上游乌东德水库来水较上年同期偏丰，三峡水库来水偏枯，公司境内所属六座梯级电站总发电量 555.98 亿千瓦时 (+18.40%)。

**乌白电站注入后，公司经营效益有望进一步提升。**2023 年 1 月 10 日，公司以发行股份及支付现金的方式购买云川公司 100% 股权，新增乌东德、白鹤滩两座水电站，合计新增装机 26.2GW，国内累计装机规模达 71.70GW。“乌白”电站资产注入后，公司将由“四库联调”变为“六库联调”，预计调度增发发电量将大幅增加，盈利规模将进一步提升。

**能源结构拓展，推进智慧综合能源开发。**公司目前正加快推进金沙江下游风光水储一体化可再生能源开发同时，发挥公司大水电运维核心能力，高质量布局和推进抽水蓄能业务发展；此外，积极推进智慧综合能源业务，创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展。

**抽蓄布局稳步推进，再添业绩发展新动力。**公司甘肃张掖抽水蓄能电站项目于 2022 年 10 月获得核准批复，项目装机 140 万千瓦，主要承担甘肃电网调峰、填谷、储能、调频、调相、紧急事故备用等任务，成为甘肃河西地区清洁能源外送基地安全稳定运行可靠的支撑点。截至目前，公司已锁定抽蓄项目资源 3000-4000 万千瓦，随着抽水蓄能业务逐步落地，装机规模将持续提升，推动公司业绩增长。

**风险提示：**电价大幅下降；来水量大幅下降；宏观经济超预期下行。

**投资建议：**由于公司完成“乌白”电站注入，同时预期来水情况有所改善，上调盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 346.3/352.7/356.3 亿元 (2023、2024 年预测原值为 285.3、293.4 亿元)，分别同比增长 62.5%/1.9%/1.0%；EPS 为 1.42、1.44、1.46 元，当前股价对应 PE 为 15.5/15.2/15.0X。给予公司 2023 年 17-18 倍 PE，对应 24.06-25.47 元/股合理价值，较目前股价有 10%-16% 的溢价空间，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,646	52,060	81,793	82,851	83,509
(+/-%)	-3.7%	-6.4%	57.1%	1.3%	0.8%
净利润(百万元)	26273	21309	34625	35267	35634
(+/-%)	-0.1%	-18.9%	62.5%	1.9%	1.0%
每股收益(元)	1.07	0.87	1.42	1.44	1.46
EBIT Margin	57.2%	52.1%	52.1%	52.2%	52.3%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	11.5%	18.5%	18.7%	18.7%
市盈率 (PE)	20.4	25.1	15.5	15.2	15.0
EV/EBITDA	15.6	17.5	12.9	12.6	12.3
市净率 (PB)	2.96	2.89	2.86	2.83	2.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	24.06 - 25.47 元
收盘价	21.88 元
总市值/流通市值	535365/497592 百万元
52 周最高价/最低价	25.27/19.75 元
近 3 个月日均成交额	1175.72 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《长江电力 (600900.SH) - 来水欠佳致三季度业绩下滑，风光水一体化及抽蓄布局稳步推进》——2022-11-06

**受来水情况影响，22 年业绩同比降低。**2022 年，公司实现营业收入 520.60 亿元（-6.44%），归母净利润 213.09 亿元（-18.89%），扣非归母净利润 190.15 亿元（+5.05%）。受长江年度来水偏枯等因素影响，公司完成发电量 1855.81 亿千瓦时（-10.92%）。2023Q1，公司实现营业收入 153.97 亿元（+25.17%），归母净利润 36.13 亿元（+16.28%）。长江上游乌东德水库来水较上年同期偏丰，三峡水库来水偏枯，公司境内所属六座梯级电站总发电量 555.98 亿千瓦时（+18.40%）。

**乌白电站注入，水电装机规模居前。**2023 年 1 月 10 日，公司以发行股份及支付现金的方式购买云川公司 100% 股权，新增乌东德、白鹤滩两座水电站，合计新增装机 26.2GW，公司国内水电装机总量 7169.5 万千瓦，占全国水电装机的 17.34%。

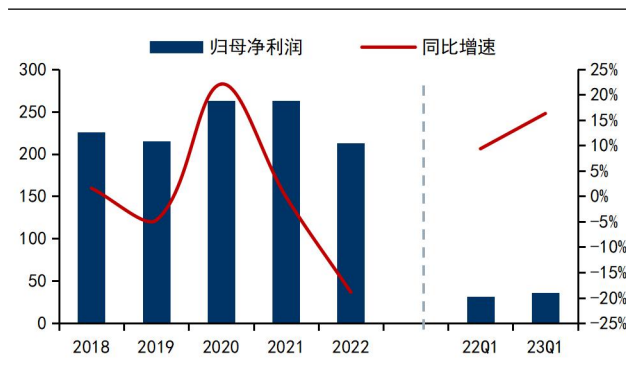
**23 年一季度来水情况改善，发电量同比增长。**根据公司初步统计，2023Q1，长江上游乌东德水库来水总量约 160.88 亿立方米，较上年同期偏丰 7.05%；三峡水库来水总量约 519.18 亿立方米，较上年同期偏枯 3.52%。公司境内所属六座梯级电站总发电量月 555.98 亿千瓦时，较上年同期增加 18.40%。其中，三峡电站、葛洲坝电站较上年同期减少；溪洛渡电站、向家坝电站、乌东德电站和白鹤滩电站较上年同期增加（上年同期白鹤滩电站尚未全部投产）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）

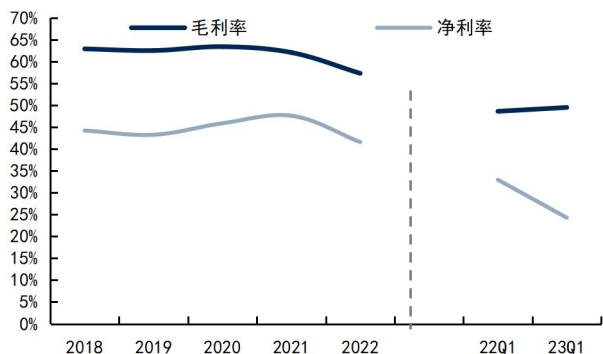


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22 年毛利率同比降低，23 年一季度毛利率同比略有提高。**2022 公司毛利率为 57.29%，同比减少 4.77pct，主要系发电量下降影响所致。费用率方面，销售费用率和管理费用率分别提高 0.05 和 0.17pct，财务费用率降低了 0.68pct，整体费用率水平有所下降。2022 年，由于毛利率下降影响，公司净利率为 41.58%，同比降低 6.02pct。2023Q1，公司毛利率为 49.49%，同比提高 0.88pct，主要系来水量同比增长致发电量提升影响所致。费用率方面，销售费用率和管理费用率分别减低了 0.07 和 1.16pct，财务费用率提高了 9.81pct，主要系利息费用大幅增加所致。受财务费用率大幅提高影响，2023Q1 净利率 24.27%，同比降低 8.69pct。

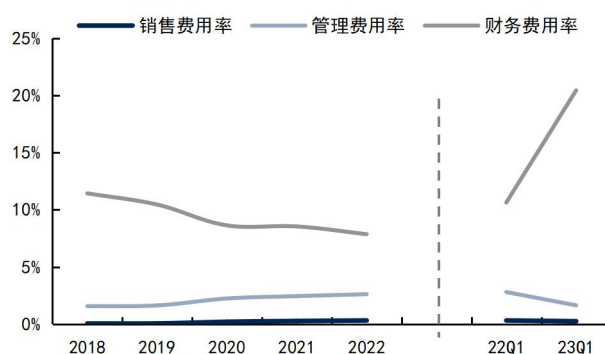
**ROE 较为稳定，一季度现金流增长。**2022 年，公司 ROE 为 11.73%，同比降低 3.19pct，主要系净利率下降所致；经营性现金流 309.13 亿元，同比下降 13.49%，主要系来水量减少致发电收入下降影响所致。2023Q1，公司 ROE 为 1.82%，同比提高 0.10pct；经营性现金流 75.78 亿元，同比提高 78.33%，主要由于发售电量增加，售电收入增加所致。

图3: 公司毛利率、净利率情况



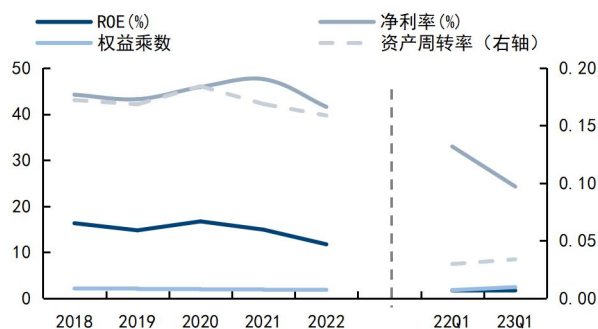
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司三项费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**深耕水电存量，水电经营收益有望进一步提升。**“乌白”电站注入后，公司短期内暂无成熟大型水电资产注入预期。在联合调度方面，公司将由四库联调拓展为六库联调，进一步实现增发收益，提高发电量和上网电量。公司将完善长江上流流域信息共享机制，深入开展流域梯级水库联合调度，优化流域来水时空分配，充分发挥梯级枢纽综合效益。

**充分发挥大水电项目优势，推动水风光储一体化。**抽水蓄能与大水电在技术原理、运维模式等方面与大水电高度一致，公司利用项目经验和优势，截至目前已锁定抽蓄项目资源约 3000-4000 万千瓦，甘肃张掖等项目正在加快建设。随着抽水蓄能业务逐步落地，装机规模将持续提升，推动公司业绩增长。风光新能源方面，公司利用现有大水电的互补调节、输送通道、跨大区销售等优势，有序推动水风光大基地开发，目前正加快推进金沙江下游水风光储一体化大基地开发，同时大比例参股内蒙古风光大基地项目，持续优化投资结构，推进新能源业务高质量发展。新能源差异化优势渐显。

**能源结构拓展，推进智慧综合能源开发。**公司创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展，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、成功实施天津市首个公共建筑能源托管示范项目、开工建设华中最大用户侧光储智慧综合能源项目。全球载电量最大

的纯电动船“长江三峡1”号投入运营，氢燃料动力船“三峡氢舟1”号船体建造合拢，“中国三峡绿电绿氢示范站”顺利调试产出99.999%高纯度氢气。

**稳健开展战略投资，提升资金利用效率。**公司以价值创造为导向，坚持聚焦主责主业，围绕清洁能源、智慧综合能源、产业链上下游等业务拓展方向，积极稳健开展战略性投资。坚持盘活存量资产，推动参股股权资产轮动，加强主动市值管理，结合资本市场走势，充分挖掘存量股权价值。2022年，公司在坚持做强做优水电主业的同时，积极开展产业链上下游和相关新兴领域战略投资，全年实现投资收益46亿元。

**投资建议：**由于公司完成“乌白”电站注入，同时预期来水情况有所改善，上调盈利预测。我们预计2023-2025年公司营业收入分别为817.9/828.5/835.1亿元（2023、2024年预测原值为591.2、596.3亿元），分别同比增长57.1%/1.3%/0.8%；归母净利润分别为346.3/352.7/356.3亿元（2023、2024年预测原值为285.3、293.4亿元），分别同比增长62.5%/1.9%/1.0%；EPS为1.42、1.44、1.46元，当前股价对应PE为15.5/15.2/15.0X。给予公司2023年17-18倍PE，对应24.06-25.47元/股合理价值，较目前股价有10%-16%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600025.SH	华能水电	6.99	1258	0.38	0.43	0.46	0.49	18.4	16.3	15.2	14.3	1.31	无
600674.SH	川投能源	14.34	640	0.79	1.01	1.06	1.16	18.2	14.2	13.5	12.4	0.52	无
002039.SZ	黔源电力	14.26	61	0.97	1.32	1.49	1.69	14.7	10.8	9.6	8.4	0.29	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：表中数据取自Wind一致预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9930	9302	28842	27540	30916	<b>营业收入</b>	<b>55646</b>	<b>52060</b>	<b>81793</b>	<b>82851</b>	<b>83509</b>
应收款项	4342	5111	8030	7578	8011	营业成本	21113	22233	33698	34057	34258
存货净额	470	453	922	1011	973	营业税金及附加	1164	1072	1684	1706	1720
其他流动资产	3181	436	2279	2579	1875	销售费用	150	165	260	263	265
<b>流动资产合计</b>	<b>17923</b>	<b>15302</b>	<b>40073</b>	<b>38709</b>	<b>41776</b>	管理费用	1360	1360	3113	3139	3155
固定资产	221604	214222	209373	203987	198521	研发费用	39	90	409	414	418
无形资产及其他	20181	22113	21007	19901	18796	财务费用	4751	4092	3144	2991	2993
投资性房地产	8137	8465	8465	8465	8465	投资收益	5426	4600	4693	4693	4693
						资产减值及公允价值变					
长期股权投资	60717	67166	67466	67766	68066	动	376	(654)	(654)	(654)	(619)
<b>资产总计</b>	<b>328563</b>	<b>327268</b>	<b>346384</b>	<b>338828</b>	<b>335624</b>	其他收入	(33)	(149)	(409)	(414)	(418)
短期借款及交易性金融						营业利润	32876	26936	43525	44320	44775
负债	29756	34949	37562	34089	35533	营业外净收支	(467)	(623)	(623)	(623)	(623)
应付款项	694	942	1990	2010	2016	<b>利润总额</b>	<b>32409</b>	<b>26313</b>	<b>42902</b>	<b>43697</b>	<b>44152</b>
其他流动负债	22956	16568	34057	34409	34522	所得税费用	5924	4664	7722	7866	7947
<b>流动负债合计</b>	<b>53406</b>	<b>52458</b>	<b>73608</b>	<b>70508</b>	<b>72070</b>	少数股东损益	212	340	555	565	571
长期借款及应付债券	70418	76238	78738	80988	83238	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>26273</b>	<b>21309</b>	<b>34625</b>	<b>35267</b>	<b>35634</b>
其他长期负债	14451	2818	(3614)	(12173)	(21048)	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>84869</b>	<b>79056</b>	<b>75124</b>	<b>68815</b>	<b>62190</b>	<b>净利润</b>	26273	21309	34625	35267	35634
<b>负债合计</b>	<b>138275</b>	<b>131514</b>	<b>148732</b>	<b>139322</b>	<b>134260</b>	资产减值准备	(58)	309	(9)	(9)	(8)
少数股东权益	9224	10266	10432	10523	10599	折旧摊销	11407	11016	10358	10474	10612
股东权益	181064	185488	187219	188983	190765	公允价值变动损失	(376)	654	654	654	619
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>328563</b>	<b>327268</b>	<b>346384</b>	<b>338828</b>	<b>335624</b>	财务费用	4751	4092	3144	2991	2993
						营运资本变动	(14189)	(15804)	6904	(8133)	(8456)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	其它	109	(328)	176	99	85
每股收益	1.07	0.87	1.42	1.44	1.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>23166</b>	<b>17154</b>	<b>52707</b>	<b>38352</b>	<b>38486</b>
每股红利	0.82	0.92	1.34	1.37	1.38	资本开支	0	(3200)	(5086)	(4627)	(4652)
每股净资产	7.40	7.58	7.65	7.72	7.80	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROIC	9.69%	8.11%	14%	15%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10293)</b>	<b>(9650)</b>	<b>(5386)</b>	<b>(4927)</b>	<b>(4952)</b>
ROE	14.51%	11.5%	18.5%	18.7%	18.7%	权益性融资	(86)	27	0	0	0
毛利率	62%	57%	59%	59%	59%	负债净变化	21992	2178	2500	2250	2250
EBIT Margin	57%	52%	52%	52%	52%	支付股利、利息	(20008)	(22544)	(32894)	(33503)	(33852)
EBITDA Margin	78%	73%	65%	65%	65%	其它融资现金流	(16057)	32571	2614	(3473)	1444
收入增长	-4%	-6%	57%	1%	1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(12174)</b>	<b>(8133)</b>	<b>(27780)</b>	<b>(34727)</b>	<b>(30158)</b>
净利润增长率	-0%	-19%	62%	2%	1%	<b>现金净变动</b>	<b>699</b>	<b>(628)</b>	<b>19540</b>	<b>(1302)</b>	<b>3376</b>
资产负债率	45%	43%	46%	44%	43%	货币资金的期初余额	9231	9930	9302	28842	27540
股息率	3.7%	4.2%	6.1%	6.3%	6.3%	货币资金的期末余额	9930	9302	28842	27540	30916
P/E	20.4	25.1	15.5	15.2	15.0						

P/B	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	企业自由现金流	0	14341	47131	33197	33334
EV/EBITDA	15.6	17.5	12.9	12.6	12.3	权益自由现金流	0	49090	49667	29521	34573

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032