

电量开门红，乌白“临门一脚”

2023年03月22日

➤ **事件概述：**3月21日，公司公布2023年1-2月发电量完成情况，公司境内所属六座梯级电站累计发电量380.87亿千瓦时，较上年同期增加22.3%。

➤ **电量表现超预期：**1-2月，长江上游降雨量逐渐回归正常水平，上游乌东德水库平均入库流量2070立方米/秒，较多年均值偏丰72.1%，与去年同期相比偏丰5.5%。上游乌东德、白鹤滩、向家坝、溪洛渡电站分别完成发电量38.81、95.76、54.21、92.20亿千瓦时，同比分别增长4.7%、72.5%、58.4%、34.5%，其中向家坝前两月电量已超越上年一季度电量，溪洛渡前两月电量已完成上年一季度电量约90%。长江上游水库群持续消落补水，三峡水库平均入库流量6570立方米/秒，较多年均值偏丰58.1%，与去年同期相比偏枯4.2%，电站来水情况改善。1-2月，三峡、葛洲坝分别完成发电量79.32、20.57亿千瓦时，较上年同期分别下降16.4%、3.1%，入库水量增加，对于后续电量表现担忧或可缓解。受益于上游电站良好表现，剔除乌、白电站的增益后，公司原四座电站前两月完成发电量246.3亿千瓦时，占上年一季度电量约72%。1Q22流域来水整体偏好，溪洛渡、三峡分别较1Q21偏丰1.05%、6.96%，向家坝、溪洛渡、三峡、葛洲坝电量分别实现同比增长15.0%、17.86%、1.44%、1.33%，高基数下公司前两月电量仍交出优异答卷，电量表现喜提开门红。

➤ **乌白注入“临门一脚”，白鹤滩电价落地：**2023年1月10日，公司公告云川公司过户完成，乌白合计装机2620万千瓦，在完成注入后，公司国内水电装机将提高57.6%至7169.5万千瓦，同时“四库联调”升级至“六库联调”后，节水增发电量显著。据我们测算乌白并表之后，2023年公司归母净利润有望达到350亿元左右，业绩迈向新台阶。1月9日，江苏省发改委公告按照“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，据我们测算白鹤滩送苏机组上网电价约为0.3159元/千瓦时，在缺电大周期下，公司电价水平有望持续上行。

➤ **投资建议：**长江流域来水改善，乌、白注入“四库联调”升级至“六库联调”后，节水增发效果渐显，对于公司电量担忧或可消除。暂不考虑乌白资产注入对公司资产结构的调整，预计22/23/24年EPS分别为0.94/1.24/1.27元，对应3月21日收盘价PE分别为22.3/17.0/16.4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25.80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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	55646	52013	58542	58924
增长率(%)	-3.7	-6.5	12.6	0.7
归属母公司股东净利润(百万元)	26273	21399	29225	30153
增长率(%)	-0.1	-18.6	36.6	3.2
每股收益(元)	1.11	0.94	1.24	1.27
PE	18.9	22.3	17.0	16.4
PB	2.7	2.7	2.5	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：股价为2023年03月21日收盘价；暂不考虑乌白资产注入对公司资产结构的调整。

推荐

维持评级

当前价格：

20.94元

目标价：

25.80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
- 2.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
- 3.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
- 4.长江电力(600900.SH) 事件点评：滔滔大水超预期，乌白注入助增长-2022/07/09
- 5.长江电力(600900.SH) 事件点评：乌白定价超预期，三峡核心再强化-2022/07/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	55646	52013	58542	58924
营业成本	21113	22152	22505	22871
营业税金及附加	1164	1040	1171	1178
销售费用	150	130	146	147
管理费用	1360	1300	1464	1473
研发费用	39	52	59	59
EBIT	31852	27339	33198	33195
财务费用	4751	3879	3714	3366
资产减值损失	40	0	0	0
投资收益	5426	4626	7026	7826
营业利润	32876	28085	36509	37655
营业外收支	-467	-1000	-450	-450
利润总额	32409	27085	36059	37205
所得税	5924	5513	6599	6808
净利润	26485	21572	29461	30396
归属于母公司净利润	26273	21399	29225	30153
EBITDA	43350	39485	45394	45442

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9930	14435	3355	1166
应收账款及票据	3769	3570	4018	4044
预付款项	94	89	90	91
存货	470	486	493	501
其他流动资产	3661	3602	3674	3678
流动资产合计	17923	22181	11630	9481
长期股权投资	60717	80717	100717	120717
固定资产	218713	207716	196669	185573
无形资产	20181	19749	19316	18883
非流动资产合计	310640	319032	327375	335668
资产合计	328563	341214	339005	345148
短期借款	12316	13469	13711	14629
应付账款及票据	694	740	752	764
其他流动负债	40396	40817	41603	41874
流动负债合计	53406	55026	56066	57267
长期借款	36439	34439	26439	24439
其他长期负债	48429	58429	52439	51939
非流动负债合计	84869	92869	78879	76379
负债合计	138275	147895	134945	133646
股本	22742	22742	23664	23664
少数股东权益	9224	9397	9633	9876
股东权益合计	190288	193319	204060	211502
负债和股东权益合计	328563	341214	339005	345148

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.70	-6.53	12.55	0.65
EBIT 增长率	-6.26	-14.17	21.43	-0.01
净利润增长率	-0.09	-18.55	36.57	3.18
盈利能力 (%)				
毛利率	62.06	57.41	61.56	61.19
净利润率	47.60	41.47	50.32	51.59
总资产收益率 ROA	8.00	6.27	8.62	8.74
净资产收益率 ROE	14.51	11.63	15.03	14.95
偿债能力				
流动比率	0.34	0.40	0.21	0.17
速动比率	0.33	0.39	0.20	0.16
现金比率	0.19	0.26	0.06	0.02
资产负债率 (%)	42.08	43.34	39.81	38.72
经营效率				
应收账款周转天数	24.72	25.00	25.00	25.00
存货周转天数	8.13	8.00	8.00	8.00
总资产周转率	0.17	0.15	0.17	0.17
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	0.90	1.24	1.27
每股净资产	7.65	7.77	8.22	8.52
每股经营现金流	1.51	1.47	1.66	1.65
每股股利	0.82	0.94	0.97	1.00
估值分析				
PE	18.9	22.3	17.0	16.4
PB	2.7	2.7	2.5	2.5
EV/EBITDA	13.53	14.97	12.96	12.96
股息收益率 (%)	3.89	4.49	4.63	4.78

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	26485	21572	29461	30396
折旧和摊销	11498	12146	12196	12246
营运资金变动	-1554	715	269	244
经营活动现金流	35732	34836	39186	38944
资本开支	-3452	-1549	-999	-999
投资	-5087	-19990	-19990	-19990
投资活动现金流	-6565	-16913	-13963	-13163
股权募资	155	0	922	0
债务募资	-2335	9153	-13747	-1583
筹资活动现金流	-28381	-13417	-36303	-27970
现金净流量	701	4505	-11080	-2189

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。	公司评级	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