

业绩短期遇“劫”，乌白收官，风光抽蓄破局

2023 年 01 月 31 日

► **事件概述：**1 月 30 日，公司公布 2022 年年度业绩快报，2022 年实现营业收入 520.13 亿元，同比下降 6.5%；归属于上市公司股东的净利润 213.99 亿元，同比下降 18.6%；归属于上市公司股东的扣非净利润 214.77 亿元，同比下降 11.0%。第四季度公司实现营业收入 107.44 亿元，同比下降 29.3%；归属于上市公司股东的净利润 24.55 亿元，同比下降 63.4%；归属于上市公司股东的扣非净利润 24.62 亿元，同比下降 59.2%。

► **来水不佳拖累电量表现，枯水期雪上加霜：**受 2022 夏极端气候影响，报告期内公司电量表现演绎“过山车”式行情，全年累计完成总发电量 1855.81 亿千瓦时，同比下降 10.9%，其中，三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝同比-24.0%、-9.5%、+4.4%、+5.0%。9、10 月份长江流域旱情仍持续，叠加枯水期来临，Q4 来水进一步偏枯，单季度公司完成发电量 370.49 亿千瓦时，同比下降 33.61%，三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝同比分别下降 44.2%、25.1%、26.1%、23.2%。

► **乌白过户完成，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，六库联调进一步平滑来水波动，增发效益显著。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。

► **风光抽蓄方向渐明：**在大水电+新能源业务布局下，在风光方面，公司正在开发总规模 15GW 的金下水风光一体化可再生能源基地；在抽蓄方面，总装机 140 万千瓦的张掖项目已于 2022 年 10 月 27 日开工，预计 2029 年全面投产；2022 年 10 月 30 日公司公告将参与奉节县菜籽坝抽蓄项目股权改造并完成控股。短期内，风、光、抽蓄将接替大水电，成为公司的重点发展方向。

► **投资建议：**来水不佳拖累电量表现，公司全年业绩承压；乌白收官，风光抽蓄有望接替大水电业务，成为公司第二成长曲线。根据来水、新业务发展情况，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 0.94/1.29/1.33 元（前值 1.18/1.38/1.43 元），对应 1 月 30 日收盘价 PE 分别为 22.2/16.3/15.8 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	30176
增长率 (%)	-0.1	-18.6	36.6	3.3
每股收益 (元)	1.16	0.94	1.29	1.33
PE	18.1	22.2	16.3	15.8
PB	2.6	2.6	2.4	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：股价为 2023 年 01 月 30 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：

20.91 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 年三季报点评：量缩价增，风光抽蓄方向渐明-2022/10/30
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.长江电力 (600900.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：来水好转，“4+2+N”预期逐步兑现中-2022/04/30

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	3338
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	37683
营业外收支	-467	-1000	-450	-450
利润总额	32409	27085	36059	37233
所得税	5924	5513	6599	6814
净利润	26485	21572	29461	30419
归属于母公司净利润	26273	21399	29225	30176
EBITDA	43350	39485	45394	45442

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9930	14435	3198	927
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	11473	9242
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	338848	344909
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	23439
其他长期负债	48429	58429	52439	51939
非流动负债合计	84869	92869	78879	75379
负债合计	138275	147895	134945	132646
股本	22742	22742	22742	22742
少数股东权益	9224	9397	9633	9876
股东权益合计	190288	193319	203903	212263
负债和股东权益合计	328563	341214	338848	344909

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	3.26
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	51.62
总资产收益率 ROA	8.00	6.27	8.62	8.75
净资产收益率 ROE	14.51	11.63	15.04	14.91
偿债能力				
流动比率	0.34	0.40	0.20	0.16
速动比率	0.33	0.39	0.19	0.15
现金比率	0.19	0.26	0.06	0.02
资产负债率 (%)	42.08	43.34	39.82	38.46
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	1.16	0.94	1.29	1.33
每股净资产	7.96	8.09	8.54	8.90
每股经营现金流	1.57	1.53	1.72	1.71
每股股利	0.82	0.94	0.97	1.00
估值分析				
PE	18.1	22.2	16.3	15.8
PB	2.6	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	13.07	14.46	12.52	12.50
股息收益率 (%)	3.90	4.50	4.64	4.78

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	26485	21572	29461	30419
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	38938
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	0	0
债务募资	-2335	9153	-13747	-2583
筹资活动现金流	-28381	-13417	-36460	-28046
现金净流量	701	4505	-11237	-2272

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