

长江电力 (600900.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

乌白注入增业绩,分红率超预期彰显价值

业绩简评

4月27日晚间公司发布22年年报及23年一季报,22全年实现营业收入520.6亿元,同比-6.4%;实现归母净利润213.1亿元,同比-18.9%。1Q23实现营业收入154.0亿元,同比+25.2%;实现归母净利润36.1亿元,同比+16.3%。

经营分析

来水偏枯影响2H22业绩,发电量滞后于来水修复。受3Q22以来长江来水极端偏枯及上游新建电站蓄水等影响,公司22全年发电量1855.8亿千瓦时,同比-10.9%;其中,装机规模最大的三峡电站22年发电量同比减少24.0%、降幅最大,而溪洛渡和向家坝电站发电量同比维持正增长,增速分别为4.4%、5.0%。23年以长江上游来水情况有所改善,1Q23总发电量556.0亿千瓦时,剔除乌白电站发电量同比+6.6%。其中,三峡水库受来水持续偏枯影响仍未完成补水,1Q23发电量同比-19.9%。

云川公司完成过户,乌白注入开启新时代。今年1月,公司公告云川公司100%股权完成过户,乌白电站正式注入,对应装机量增长2620万千瓦,增幅57.8%。假设乌/白年均发电量389.1/624.0亿千瓦时、平均上网电价分别为0.287/0.288元/千瓦时、有息负债利率4%测算,资产注入后有望增厚业绩93.3亿元。此外,由“四库联调”升至“六库联调”有望增加年发电量100亿千瓦时,增强对来水情况波动的防御力。

22年分红率94.3%超预期,彰显投资价值。公司计划22年每股派发现金红利0.8533元(含税),占当期实现归母净利润的94.3%,显著高于公司章程对“十四五”期间分红比例不低于70%的指引。

集团作战拓展抽蓄与新能源,打开成长新通道。公司于22年与三峡能源、三峡资本和三峡投资共同出资设立的内蒙三陆上新能源投资有限公司(持股33%)获准牵头建设内蒙古库布齐沙漠鄂尔多斯中北部新能源基地,总规模12GW。在“风光热水火氢”一体化大基地开发模式下,集团作战有利于公司高质量拓展抽蓄业务,并以之为支撑性电源获取新能源项目,打开成长新通道。

盈利预测、估值与评

23年来水改善+乌白注入,公司业绩有望迈上新台阶。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润317.9/321.9/340.7亿元,EPS分别为1.30/1.32/1.39元,公司股票现价对应PE估值分别为17倍、17倍和16倍,维持“买入”评级。

风险提示

来水不及预期;电价不及预期;新业务拓展不及预期风险等。

石油化工组

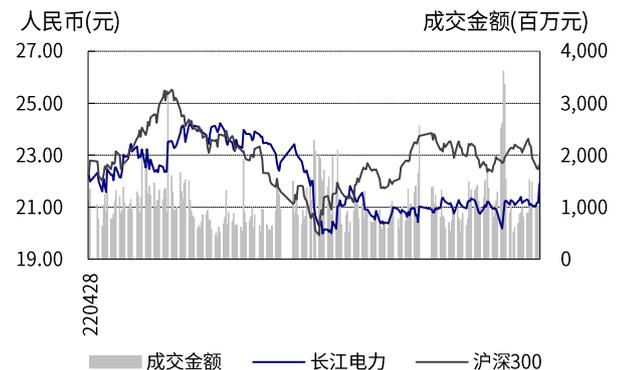
分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.89元

相关报告:

- 《来水偏枯影响短期业绩,拓展抽蓄迎新成长-长江电力三季报点评》,2022.10.31
- 《Q2来水偏丰促业绩增长,乌白注入值得期待-长江电力22H1中...》,2022.8.31
- 《21年来水偏枯,乌白注入后增量可观-长江电力2021年报及2...》,2022.5.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,646	52,060	81,508	83,857	86,152
营业收入增长率	-3.70%	-6.44%	56.56%	2.88%	2.74%
归母净利润(百万元)	26,273	21,309	31,788	32,192	34,069
归母净利润增长率	-0.09%	-18.89%	49.18%	1.27%	5.83%
摊薄每股收益(元)	1.155	0.937	1.299	1.316	1.392
每股经营性现金流净额	1.57	1.36	2.31	2.46	2.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.51%	11.49%	13.84%	13.45%	13.65%
P/E	19.65	22.41	16.85	16.64	15.72
P/B	2.85	2.57	2.33	2.24	2.15

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	57,783	55,646	52,060	81,508	83,857	86,152
增长率		-3.7%	-6.4%	56.6%	2.9%	2.7%
主营业务成本	-21,149	-21,113	-22,233	-34,106	-33,459	-33,859
%销售收入	36.6%	37.9%	42.7%	41.8%	39.9%	39.3%
毛利	36,634	34,533	29,828	47,402	50,399	52,293
%销售收入	63.4%	62.1%	57.3%	58.2%	60.1%	60.7%
营业税金及附加	-1,193	-1,164	-1,072	-1,712	-1,761	-1,809
%销售收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
销售费用	-115	-150	-165	-240	-247	-254
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,293	-1,360	-1,360	-2,038	-2,096	-2,154
%销售收入	2.2%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-40	-39	-90	-163	-168	-172
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	33,993	31,820	27,141	43,249	46,126	47,903
%销售收入	58.8%	57.2%	52.1%	53.1%	55.0%	55.6%
财务费用	-4,986	-4,751	-4,092	-8,516	-11,875	-11,326
%销售收入	8.6%	8.5%	7.9%	10.4%	14.2%	13.1%
资产减值损失	-19	29	-278	0	0	0
公允价值变动收益	-173	335	-385	0	0	0
投资收益	4,053	5,426	4,600	5,000	6,000	6,000
%税前利润	12.5%	16.7%	17.5%	12.7%	15.0%	14.2%
营业利润	32,896	32,876	26,936	39,736	40,254	42,580
营业利润率	56.9%	59.1%	51.7%	48.8%	48.0%	49.4%
营业外收支	-440	-467	-623	-300	-300	-300
税前利润	32,456	32,409	26,313	39,436	39,954	42,280
利润率	56.2%	58.2%	50.5%	48.4%	47.6%	49.1%
所得税	-5,949	-5,924	-4,664	-7,099	-7,192	-7,610
所得税率	18.3%	18.3%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	26,506	26,485	21,649	32,338	32,762	34,669
少数股东损益	208	212	340	550	570	600
归属于母公司的净利润	26,298	26,273	21,309	31,788	32,192	34,069
净利率	45.5%	47.2%	40.9%	39.0%	38.4%	39.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	26,506	26,485	21,649	32,338	32,762	34,669
少数股东损益	208	212	340	550	570	600
非现金支出	11,657	11,469	11,395	16,002	21,482	21,621
非经营收益	1,095	-667	-47	2,145	6,379	5,849
营运资金变动	1,779	-1,554	-2,084	5,944	-486	343
经营活动现金净流	41,037	35,732	30,913	56,429	60,138	62,482
资本开支	-3,616	-3,452	-4,834	-234,836	-11,300	-6,900
投资	-33,819	-5,087	-1,032	-5,961	-10,000	-10,000
其他	1,398	1,974	1,773	5,000	6,000	6,000
投资活动现金净流	-36,037	-6,565	-4,093	-235,797	-15,300	-10,900
股权募资	14,932	155	27	34,700	0	0
债权募资	3,102	-2,335	7,077	175,900	-9,177	-15,259
其他	-21,042	-26,201	-34,689	-30,961	-34,614	-35,397
筹资活动现金净流	-3,007	-28,381	-27,584	179,640	-43,791	-50,657
现金净流量	1,906	701	-623	272	1,047	925

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,231	9,930	9,302	9,404	10,328	11,163
应收款项	4,165	4,398	5,231	7,817	8,042	8,262
存货	282	470	453	748	733	742
其他流动资产	997	3,126	316	723	720	722
流动资产	14,676	17,923	15,302	18,692	19,823	20,890
%总资产	4.4%	5.5%	4.7%	3.4%	3.6%	3.8%
长期投资	60,011	66,925	73,225	79,186	89,186	99,186
固定资产	234,113	221,604	214,222	432,175	420,779	404,844
%总资产	70.8%	67.4%	65.5%	77.9%	75.7%	73.4%
无形资产	21,626	21,216	23,345	24,203	25,148	26,093
非流动资产	316,151	310,640	311,966	536,187	535,705	530,685
%总资产	95.6%	94.5%	95.3%	96.6%	96.4%	96.2%
资产总计	330,827	328,563	327,268	554,879	555,529	551,574
短期借款	47,982	29,756	34,949	170,849	164,672	154,413
应付款项	17,855	14,164	12,093	21,343	21,003	21,276
其他流动负债	12,630	9,486	5,417	5,375	5,436	5,735
流动负债	78,467	53,406	52,458	197,568	191,111	181,423
长期贷款	14,447	36,439	38,618	78,618	75,618	70,618
其他长期负债	59,592	48,429	40,438	38,153	38,032	37,944
负债	152,505	138,275	131,514	314,338	304,760	289,985
普通股股东权益	172,118	181,064	185,488	229,725	239,383	249,604
其中：股本	22,742	22,742	22,742	24,468	24,468	24,468
未分配利润	67,815	76,768	79,541	89,077	98,735	108,956
少数股东权益	6,203	9,224	10,266	10,816	11,386	11,986
负债股东权益合计	330,827	328,563	327,268	554,879	555,529	551,574
比率分析	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.156	1.155	0.937	1.299	1.316	1.392
每股净资产	7.568	7.962	8.156	9.389	9.783	10.201
每股经营现金净流	1.804	1.571	1.359	2.306	2.458	2.554
每股股利	0.680	0.700	0.815	0.909	0.921	0.975
回报率						
净资产收益率	15.28%	14.51%	11.49%	13.84%	13.45%	13.65%
总资产收益率	7.95%	8.00%	6.51%	5.73%	5.79%	6.18%
投入资本收益率	9.91%	8.89%	7.22%	6.72%	7.15%	7.49%
增长率						
主营业务收入增长率	15.86%	-3.70%	-6.44%	56.56%	2.88%	2.74%
EBIT 增长率	16.71%	-6.39%	-14.71%	59.35%	6.65%	3.85%
净利润增长率	22.07%	-0.09%	-18.89%	49.18%	1.27%	5.83%
总资产增长率	11.58%	-0.68%	-0.39%	69.55%	0.12%	-0.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.8	24.3	28.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	4.4	6.5	7.6	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	8.2	13.4	13.3	13.3	13.3	13.3
固定资产周转天数	1,459.9	1,434.6	1,481.8	1,777.1	1,664.7	1,550.3
偿债能力						
净负债/股东权益	50.88%	47.43%	52.05%	115.44%	106.70%	96.14%
EBIT 利息保障倍数	6.8	6.7	6.6	5.1	3.9	4.2
资产负债率	46.10%	42.08%	40.19%	56.65%	54.86%	52.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-31	买入	19.09	N/A
2	2022-05-01	买入	22.72	N/A
3	2022-08-31	买入	23.28	N/A
4	2022-10-31	买入	20.68	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402