

下半年来水有望改善，乌白注入增厚装机 57%

长江电力(600900.SH)

推荐(首次)

核心观点:

● 事件:

公司发布 2023 年半年报，上半年实现营收 309.75 亿元，同比下降 1.54%；实现归母净利润 88.82 亿元（扣非 84.96 亿元），同比下降 22.85%（扣非增长 24.67%）；其中第二季度实现归母净利润 49.26 亿元（同比下降 39.80%）。

● 来水偏枯拖累业绩，经营性净现金流大幅增长

上半年公司整体毛利率 49.93%（同比-8.68pct），净利率 29.52%（同比-15.63pct），ROE（摊薄）4.28%（同比-0.22pct），来水偏枯对盈利造成较大影响；期间费用率 22.63%（同比+11.84pct），其中财务费用率 20.31%（同比+12.28pct），主要由于并购云川公司带息负债规模增加，利息费用相应增加，以及利息资本化金额同比减少；经营性净现金流 250.86 亿元（同比+41.03%），主要由于收回电费款增加；截至上半年末，公司资产负债率 66.02%（同比+21.11pct），主要由于并购云川公司带息负债规模增加。

● 来水偏枯导致发电量下降，下半年来水有望改善

2023 年上半年，公司努力应对长江来水同比偏枯、运行水位偏低（梯级水库持续向下游补水）等严峻挑战，六座梯级电站总发电量 1032.14 亿千瓦时（同比-16.9%）；其中第二季度总发电量 476.16 亿千瓦时（同比-38.3%）。进入下半年，受厄尔尼诺气候影响，水电出力边际改善明显，7 月全国水电发电量同比下降 17.5%，降幅比 6 月份收窄 16.4pct，水电出力有望见底回升。

● 乌白注入增厚装机 57%，六库联调进一步实现增发效益

2023 年 4 月公司完成乌东德、白鹤滩电站注入，总装机容量由 4559.5 万千瓦增长至 7179.5 万千瓦（涨幅 57.46%），四库联调拓展为六库联调，可通过进一步熨平枯水期及丰水期来水的差异实现电力增发。根据投资者调研纪要，2023 年是首次完整开展“六库联调”的年份，一季度受益于乌东德、白鹤滩电站的加入，联合调度增发发电量达 15 亿千瓦时，预计全年通过“六库联调”可实现增发发电量 60-70 亿千瓦时。

● 拓展“水风光储”一体化，新赛道打开第二成长曲线

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；发挥公司大水电运维核心能力，高质量布局 and 推进抽水蓄能业务发展，锁定抽蓄项目资源 3000-4000 万千瓦，其中首座抽水蓄能电站—甘肃张掖抽蓄电站顺利开工；积极推进金沙江下游“水风光储”一体化可再生能源开发，2022 年首批新能源场站顺利投产；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。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

分析师

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

市场数据

2023-8-30

A 股收盘价(元)	21.97
股票代码	600900
A 股一年内最高价(元)	23.29
A 股一年内最低价(元)	19.03
沪深 300	3788.51
市盈率(TTM)	24.7
总股本(万股)	2,446,822
实际流通 A 股(万股)	2,274,186
流通 A 股市值(亿元)	4996

相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **估值分析与评级说明**

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 301.44 亿元、348.39 亿元、365.31 亿元，对应 PE 分别为 17.8 倍、15.4 倍、14.7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**

来水不及预期；上网电价下调；项目建设进度不及预期。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	52060.48	79479.61	87679.63	89723.22
收入增长率%	-6.44	52.67	10.32	2.33
归母净利润（百万元）	21309.03	30144.13	34838.55	36531.33
利润增速%	-18.89	41.46	15.57	4.86
毛利率%	57.29	51.47	53.75	54.80
摊薄 EPS(元)	0.87	1.23	1.42	1.49
PE	25.23	17.83	15.43	14.72
PB	2.90	2.63	2.51	2.40

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	15302.34	64264.51	75073.71	78239.15	营业收入	52060.48	79479.61	87679.63	89723.22
现金	9302.18	56078.97	65882.04	68801.91	营业成本	22232.89	38568.51	40555.73	40555.73
应收账款	4396.34	5986.73	6759.86	6974.29	营业税金及附加	1071.97	1589.59	1753.59	1794.46
其它应收款	834.63	1050.44	1213.07	1255.69	营业费用	165.18	238.44	236.73	224.31
预付账款	65.66	128.80	137.62	133.92	管理费用	1360.28	1986.99	2104.31	2063.63
存货	453.40	765.21	828.48	820.29	财务费用	4091.93	4171.13	4802.10	4892.45
其他	250.13	254.37	252.64	253.06	资产减值损失	-268.38	0.00	0.00	0.00
非流动资产	311965.94	354232.56	367841.34	380406.36	公允价值变动收益	-385.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	67166.07	75515.90	83556.01	91434.21	投资净收益	4600.14	4768.78	5260.78	5383.39
固定资产	211350.78	245397.56	251058.07	255902.43	营业利润	26936.06	37582.46	43365.19	45450.41
无形资产	22112.73	22038.68	21965.17	21889.06	营业外收入	2.08	50.00	50.00	50.00
其他	11336.36	11280.43	11262.10	11180.67	营业外支出	624.75	500.00	500.00	500.00
资产总计	327268.29	418497.08	442915.05	458645.52	利润总额	26313.39	37132.46	42915.19	45000.41
流动负债	52458.33	64441.27	78668.79	84498.92	所得税	4664.09	6683.84	7724.73	8100.07
短期借款	26752.36	30514.97	35251.48	41280.04	净利润	21649.30	30448.62	35190.45	36900.33
应付账款	940.56	1495.26	1576.63	1598.37	少数股东损益	340.26	304.49	351.90	369.00
其他	24765.41	32431.04	41840.68	41620.52	归属母公司净利润	21309.03	30144.13	34838.55	36531.33
非流动负债	79055.84	139231.70	139231.70	139231.70	EBITDA	38205.80	57390.68	62194.33	65187.25
长期借款	38617.51	68617.51	68617.51	68617.51	EPS (元)	0.87	1.23	1.42	1.49
其他	40438.34	70614.19	70614.19	70614.19					
负债合计	131514.18	203672.97	217900.49	223730.62	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	10265.86	10570.34	10922.25	11291.25	营业收入	-6.44%	52.67%	10.32%	2.33%
归属母公司股东权益	185488.25	204253.76	214092.31	223623.64	营业利润	-18.07%	39.52%	15.39%	4.81%
负债和股东权益	327268.29	418497.08	442915.05	458645.52	归属母公司净利润	-18.89%	41.46%	15.57%	4.86%
					毛利率	57.29%	51.47%	53.75%	54.80%
					净利率	40.93%	37.93%	39.73%	40.72%
					ROE	11.49%	14.76%	16.27%	16.34%
					ROIC	7.25%	8.84%	9.61%	9.67%
					资产负债率	40.19%	48.67%	49.20%	48.78%
					净负债比率	67.18%	94.81%	96.84%	95.24%
					流动比率	0.29	1.00	0.95	0.93
					速动比率	0.28	0.98	0.94	0.91
					总资产周转率	0.16	0.21	0.20	0.20
					应收帐款周转率	12.75	15.31	13.76	13.07
					应付帐款周转率	27.39	31.67	26.40	25.55
					每股收益	0.87	1.23	1.42	1.49
					每股经营现金	1.26	2.44	2.03	2.14
					每股净资产	7.58	8.35	8.75	9.14
					P/E	25.23	17.83	15.43	14.72
					P/B	2.90	2.63	2.51	2.40
					EV/EBITDA	15.18	11.32	10.51	10.08
					PS	9.60	6.76	6.13	5.99

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn