

长江电力 (600900)

短期来水压业绩，长期综合清洁能源平台可期

事件：2021 年上半年公司实现营业收入 199.01 亿元，同比减少-0.06%；实现归母净利润 85.82 亿元，同比增加 8.60%，扣非后同比减少 10.86%。

点评：

上半年来水偏枯发电量下滑，毛利率下降 7.52 个百分点

发电量方面，上半年来水不及上年同期，一季度溪洛渡和三峡水库来水总量分别为 161.6 亿立方米和 503.09 亿立方米，分别同比偏枯 2.19%和 8.25%，二季度溪洛渡和三峡水库来水总量分别约 130.61 亿立方米和 887.66 亿立方米，分别较上年同期偏枯 44.68%和 6.67%。上半年公司所属梯级电站实现发电量 713.32 亿千瓦时，同比减少 87.94 亿千瓦时，下滑 12.33%，其中一、二季度分别同比下滑 10.6%和 11.2%。

利润率方面，受发电量下降影响，上半年公司毛利率降至 48.54%，同比下滑 7.52 个百分点。此外，公司成功发行全国首批可持续发展挂钩债券及绿色公司债券，财务成本有所降低，上半年发生财务费用 23.46 亿元，同比减少 1.49 亿元，财务费用率降至 11.8%。

对外投资规模稳步扩大，投资收益持续增长

2021 年上半年公司继续围绕水电主业加强战略投资，截至 2021 年 6 月 30 日共持有参股股权 52 家，长期股权投资余额为 592.77 亿元，较去年年末增加 88.53 亿元。上半年新增对外投资约 70 亿元，其中完成路德斯公司剩余股权的强制要约收购，持股比例由 83.64%上升至 97.14%。与此同时，公司上半年完成对三峡水利、国投电力、川投能源、桂冠电力以及申能股份的股份增持。在对外投资规模的稳健扩张下，公司投资收益持续增长，上半年实现投资收益 38.1 亿元，同比增加 15.65 亿元。

“水风光”潜力可期，综合清洁能源平台之路已打开

“水风光互补”为公司未来重要成长点，公司一方面坐拥**流域电站资源**：掌握稀缺大型水电资源，具有较强调节能力的电站对于大规模的“水风光”互补项目而言至关重要，**另一方面资金实力雄厚**，水电资产为大范围的“水风光”一体化基地的建设提供了稳固支撑。2021 年 4 月 16 日，公司注册成立了长电新能有限责任公司，主要围绕以大水电为基础的水风光一体化可再生能源综合开发等项目的投资。随着未来具体项目的持续落地，公司有望向“水风光互补”的综合清洁能源平台转变。

投资建议：上半年公司业绩虽受来水偏枯影响，但投资收益快速增长，我们维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 268/281/290 亿，对应 PE 为 16/15/15 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行的风险、电价下调的风险、来水波动的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,874.09	57,783.37	58,115.98	59,170.57	59,226.73
增长率(%)	(2.62)	15.86	0.58	1.81	0.09
EBITDA(百万元)	44,308.97	49,567.74	48,977.02	50,031.64	50,916.89
净利润(百万元)	21,543.49	26,297.89	26,813.60	28,123.84	28,984.44
增长率(%)	(4.72)	22.07	1.96	4.89	3.06
EPS(元/股)	0.95	1.16	1.18	1.24	1.27
市盈率(P/E)	20.15	16.51	16.19	15.44	14.98
市净率(P/B)	2.90	2.52	2.41	2.31	2.20
市销率(P/S)	8.70	7.51	7.47	7.34	7.33
EV/EBITDA	10.79	10.54	10.57	10.30	10.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	19.09 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	22,741.86
流通 A 股股本(百万股)	22,000.00
A 股总市值(百万元)	434,142.09
流通 A 股市值(百万元)	419,980.00
每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	49.51
一年内最高/最低(元)	21.97/18.19

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

许杰 联系人
xujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《长江电力-公司深度研究:核心资产，水电标杆》 2021-07-03
- 2 《长江电力-年报点评报告:盈利能力稳步提升，对外投资持续发力》 2021-04-30
- 3 《长江电力-公司点评:全年业绩较快增长，盈利能力进一步改善》 2021-01-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,323.45	9,231.21	10,612.37	9,996.03	13,917.34
应收票据及应收账款	2,947.00	3,667.72	2,985.07	3,791.73	2,930.50
预付账款	14.45	48.86	0.79	49.80	6.51
存货	222.40	282.06	277.67	283.50	275.25
其他	527.84	1,445.76	1,078.05	945.67	1,138.28
流动资产合计	11,035.15	14,675.61	14,953.95	15,066.73	18,267.87
长期股权投资	40,258.23	50,424.13	66,424.13	83,424.13	97,812.76
固定资产	226,291.97	231,119.86	220,844.67	210,264.27	199,434.33
在建工程	6,880.64	2,993.47	1,856.08	1,161.65	726.99
无形资产	191.46	20,614.33	20,547.07	20,479.81	20,412.55
其他	11,825.44	10,999.70	11,119.51	11,618.97	12,118.49
非流动资产合计	285,447.73	316,151.48	320,791.46	326,948.83	330,505.12
资产总计	296,482.88	330,827.10	335,745.41	342,015.56	348,772.99
短期借款	21,308.00	24,057.63	17,800.00	16,800.00	17,600.00
应付票据及应付账款	105.52	894.33	200.22	910.66	184.63
其他	34,545.03	53,514.65	54,810.42	55,196.68	52,119.29
流动负债合计	55,958.55	78,466.61	72,810.64	72,907.34	69,903.92
长期借款	24,600.00	14,447.14	16,000.00	13,000.00	16,000.00
应付债券	43,794.79	37,527.06	38,529.25	39,950.37	38,668.89
其他	22,113.57	22,064.68	22,264.68	21,464.68	20,664.68
非流动负债合计	90,508.36	74,038.88	76,793.93	74,415.05	75,333.57
负债合计	146,466.91	152,505.49	149,604.57	147,322.38	145,237.49
少数股东权益	505.79	6,203.46	6,292.18	6,407.36	6,554.35
股本	22,000.00	22,741.86	22,741.86	22,741.86	22,741.86
资本公积	44,364.31	56,928.12	56,928.12	56,928.12	56,928.12
留存收益	125,157.74	149,062.73	157,106.81	165,543.96	174,239.29
其他	(42,011.88)	(56,614.57)	(56,928.12)	(56,928.12)	(56,928.12)
股东权益合计	150,015.97	178,321.61	186,140.85	194,693.18	203,535.50
负债和股东权益总计	296,482.88	330,827.10	335,745.41	342,015.56	348,772.99

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	21,567.45	26,506.26	26,813.60	28,123.84	28,984.44
折旧摊销	12,059.55	11,637.90	11,579.84	11,422.09	11,381.86
财务费用	5,281.95	5,085.01	4,206.79	3,655.61	3,607.61
投资损失	(3,074.75)	(4,052.76)	(4,863.31)	(5,592.80)	(6,152.08)
营运资金变动	(21,060.33)	4,954.73	191.73	(1,179.10)	(2,352.64)
其它	21,690.56	(3,094.29)	86.31	164.35	121.21
经营活动现金流	36,464.42	41,036.86	38,014.96	36,593.99	35,590.39
资本支出	33,015.42	44,226.09	15,900.00	17,880.00	15,238.63
长期投资	18,771.20	10,165.90	16,000.00	17,000.00	14,388.63
其他	(58,418.07)	(90,429.25)	(43,136.69)	(46,367.20)	(37,913.82)
投资活动现金流	(6,631.45)	(36,037.26)	(11,236.69)	(11,487.20)	(8,286.55)
债权融资	92,202.56	99,956.15	97,853.57	95,474.69	95,992.22
股权融资	(5,977.62)	6,280.89	(4,520.34)	(3,655.61)	(3,607.61)
其他	(114,098.52)	(109,244.36)	(118,730.34)	(117,542.21)	(115,767.14)
筹资活动现金流	(27,873.59)	(3,007.33)	(25,397.11)	(25,723.13)	(23,382.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,959.38	1,992.28	1,381.16	(616.34)	3,921.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	49,874.09	57,783.37	58,115.98	59,170.57	59,226.73
营业成本	18,697.29	21,149.45	23,152.49	23,497.85	23,168.12
营业税金及附加	1,168.81	1,192.93	1,162.32	1,183.41	1,184.53
营业费用	27.79	115.42	58.12	118.34	118.45
管理费用	813.63	1,292.80	1,162.32	1,360.92	1,302.99
研发费用	41.07	39.57	39.80	40.52	40.56
财务费用	5,210.95	4,985.91	4,206.79	3,655.61	3,607.61
资产减值损失	(35.60)	(17.74)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(26.95)	(172.89)	(7.08)	47.22	(29.12)
投资净收益	3,074.75	4,052.76	4,863.31	5,592.80	6,152.08
其他	(6,030.40)	(7,750.69)	(9,712.46)	(11,280.04)	(12,245.93)
营业利润	26,932.73	32,895.85	33,190.39	34,953.94	35,927.43
营业外收入	29.22	50.97	30.68	36.96	39.54
营业外支出	334.93	491.28	407.68	411.30	436.75
利润总额	26,627.01	32,455.54	32,813.39	34,579.60	35,530.21
所得税	5,059.56	5,949.28	5,906.41	6,338.63	6,395.44
净利润	21,567.45	26,506.26	26,906.98	28,240.97	29,134.77
少数股东损益	23.95	208.37	93.39	117.13	150.33
归属于母公司净利润	21,543.49	26,297.89	26,813.60	28,123.84	28,984.44
每股收益（元）	0.95	1.16	1.18	1.24	1.27

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-2.62%	15.86%	0.58%	1.81%	0.09%
营业利润	-1.68%	22.14%	0.90%	5.31%	2.79%
归属于母公司净利润	-4.72%	22.07%	1.96%	4.89%	3.06%
获利能力					
毛利率	62.51%	63.40%	60.16%	60.29%	60.88%
净利率	43.20%	45.51%	46.14%	47.53%	48.94%
ROE	14.41%	15.28%	14.91%	14.94%	14.71%
ROIC	12.65%	13.87%	11.84%	11.98%	12.03%
偿债能力					
资产负债率	49.40%	46.10%	44.56%	43.07%	41.64%
净负债率	56.58%	50.88%	46.87%	43.90%	40.32%
流动比率	0.20	0.19	0.21	0.21	0.26
速动比率	0.19	0.18	0.20	0.20	0.26
营运能力					
应收账款周转率	17.89	17.47	17.47	17.46	17.62
存货周转率	225.88	229.09	207.66	210.88	212.00
总资产周转率	0.17	0.18	0.17	0.17	0.17
每股指标（元）					
每股收益	0.95	1.16	1.18	1.24	1.27
每股经营现金流	1.60	1.80	1.67	1.61	1.56
每股净资产	6.57	7.57	7.91	8.28	8.66
估值比率					
市盈率	20.15	16.51	16.19	15.44	14.98
市净率	2.90	2.52	2.41	2.31	2.20
EV/EBITDA	10.79	10.54	10.57	10.30	10.05
EV/EBIT	14.82	13.78	13.84	13.35	12.94

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com