

# 长江电力 (600900)

证券研究报告

2021年10月31日

## 发电量减少致第三季度业绩下滑 11%

### 事件:

公司公布 2021 年三季报, 前三季度实现营业收入 404.48 亿元, 同比减少 5.63%; 归母净利 195.67 亿元, 同比减少 3.38%。其中, Q3 实现营业收入 205.47 亿元, 同比减少 10.46%, 归母净利 109.85 亿元, 同比下降 11.04%。

### 点评:

**来水偏枯导致发电量下滑, 三季度收入同比下滑 10.5%。** 营收层面, 公司第三季度营业收入为 205.47 亿元, 同比下降 10.46%, 主要原因为发电量的下滑。公司第三季度总发电量约 811.87 亿千瓦时。较去年同期减少 10.83%。其中除葛洲坝电站完成发电量 62.32 亿千瓦时, 同比增加 15.5%以外, 公司所属其他三座电站三峡/溪洛渡/向家坝分别完成发电量 415.07/218.37/116.10 亿千瓦时, 分别同比下滑 11.57%/16.22%/8.22%。我们认为第三季度来水同比偏枯是发电量下滑的主要原因, 其中第三季度溪洛渡水库来水总量约 531.61 亿立方米, 较上年同期偏枯 29.59%, 三峡水库来水总量约 2207.86 亿立方米, 较上年同期偏枯 18.22%。

**前三季度毛利率小幅下滑, 融资成本优化。盈利能力方面,** 前三季度公司毛利率为 59.83%, 同比下降 4.1 个百分点, 降幅环比收窄 3.4 个百分点。虽然第三季度来水持续偏枯发电量下滑导致营收规模下降, 但公司 Q3 实现毛利率 70.75%, 基本与去年同期持平, 体现了公司良好的成本管控能力。此外, 上半年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, 融资成本进一步优化, 前三季度发生财务费用 36.15 亿元, 同比减少 1.66 亿元。

**前三季度投资收益高增 61%, “水风光”一体化建设持续推进。** 截至三季度末, 公司长期股权投资余额 615.6 亿元, 规模同比增加 28.1%, 相较于年初增加 111.4 亿元。稳步增大的投资规模带动公司前三季度实现投资收益 51.7 亿元, 同比增加 61%, 其中 Q3 实现投资收益 13.58 亿元, 同比增加 40.67%。上半年公司完成对包括三峡水利、国投电力在内的多家公司的股份增持, 带动 Q3 对联营企业和合营企业的投资收益同比增长 25.5%。稳定增长的投资收益有望缓解来水偏枯带来的发电量下滑压力。此外, 两碳目标下公司“水风光”方向明确, 加快“金沙江下游水风光可再生一体化综合开发基地”建设。2021 年 4 月 16 日, 公司注册成立了长电新能源有限责任公司, 主要围绕以大水电为基础的水风光一体化可再生综合开发等项目的投资。公司有望凭借流域电站资源及较强的资金实力, 逐步向“水风光互补”的综合清洁能源平台转变。

**投资建议:** 维持盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利 268/281/290 亿, 对应 PE 为 18/17.2/16.7 倍, 维持公司“增持”评级。

**风险提示:** 宏观经济下行的风险、来水波动的风险、市场化影响下电价下滑风险

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)	22.43	18.38	18.02	17.18	16.67
市净率(P/B)	3.23	2.81	2.69	2.57	2.45
市销率(P/S)	9.69	8.36	8.32	8.17	8.16
EV/EBITDA	10.79	10.54	11.57	11.28	11.01

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	21.25 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)	483,264.51
流通 A 股市值(百万元)	467,500.00
每股净资产(元)	7.73
资产负债率(%)	46.79
一年内最高/最低(元)	22.51/18.19

### 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  
yangyanga@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《长江电力-半年报点评:短期来水压制业绩, 长期综合清洁能源平台可期》 2021-08-31
- 《长江电力-公司深度研究:核心资产, 水电标杆》 2021-07-03
- 《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

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>11,035.15</b>	<b>14,675.61</b>	<b>14,953.95</b>	<b>15,066.73</b>	<b>18,267.87</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>285,447.73</b>	<b>316,151.48</b>	<b>320,791.46</b>	<b>326,948.83</b>	<b>330,505.12</b>
<b>资产总计</b>	<b>296,482.88</b>	<b>330,827.10</b>	<b>335,745.41</b>	<b>342,015.56</b>	<b>348,772.99</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>55,958.55</b>	<b>78,466.61</b>	<b>72,810.64</b>	<b>72,907.34</b>	<b>69,903.92</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>90,508.36</b>	<b>74,038.88</b>	<b>76,793.93</b>	<b>74,415.05</b>	<b>75,333.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>146,466.91</b>	<b>152,505.49</b>	<b>149,604.57</b>	<b>147,322.38</b>	<b>145,237.49</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>150,015.97</b>	<b>178,321.61</b>	<b>186,140.85</b>	<b>194,693.18</b>	<b>203,535.50</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>296,482.88</b>	<b>330,827.10</b>	<b>335,745.41</b>	<b>342,015.56</b>	<b>348,772.99</b>

  

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,464.42</b>	<b>41,036.86</b>	<b>38,014.96</b>	<b>36,593.99</b>	<b>35,590.39</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,631.45)</b>	<b>(36,037.26)</b>	<b>(11,236.69)</b>	<b>(11,487.20)</b>	<b>(8,286.55)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(27,873.59)</b>	<b>(3,007.33)</b>	<b>(25,397.11)</b>	<b>(25,723.13)</b>	<b>(23,382.54)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,959.38</b>	<b>1,992.28</b>	<b>1,381.16</b>	<b>(616.34)</b>	<b>3,921.31</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>49,874.09</b>	<b>57,783.37</b>	<b>58,115.98</b>	<b>59,170.57</b>	<b>59,226.73</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>26,932.73</b>	<b>32,895.85</b>	<b>33,190.39</b>	<b>34,953.94</b>	<b>35,927.43</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>26,627.01</b>	<b>32,455.54</b>	<b>32,813.39</b>	<b>34,579.60</b>	<b>35,530.21</b>
所得税	5,059.56	5,949.28	5,906.41	6,338.63	6,395.44
<b>净利润</b>	<b>21,567.45</b>	<b>26,506.26</b>	<b>26,906.98</b>	<b>28,240.97</b>	<b>29,134.77</b>
少数股东损益	23.95	208.37	93.39	117.13	150.33
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>21,543.49</b>	<b>26,297.89</b>	<b>26,813.60</b>	<b>28,123.84</b>	<b>28,984.44</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.43	18.38	18.02	17.18	16.67
市净率	3.23	2.81	2.69	2.57	2.45
EV/EBITDA	10.79	10.54	11.57	11.28	11.01
EV/EBIT	14.82	13.78	15.15	14.62	14.18

### 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	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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