

长江电力（600900）

公司研究/点评报告

乌白注入启动，风光前景“无限”

点评报告/电力及公用事业

2021年12月13日

一、事件概述

12月10日，公司发布《发行股份、发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。

二、分析与判断

➤ 乌、白资产注入提前启动，全球龙头再上台阶

11月29日开盘前，公司发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，宣布控股股东三峡集团正在筹划将乌东德、白鹤滩电站资产注入公司。考虑到白鹤滩水电站尚有10台机组在建、计划2022年7月前投产，启动时间比预期提前约一年。在完成乌、白注入后，公司国内水电装机将由4550万千瓦提高57.6%至7170万千瓦，“四库联调”升级为“六库联调”后，年均发电量有望由目前约2000亿千瓦时增至超3000亿千瓦时。

➤ 乌、白资产估值测算近2000亿

公告显示，2019、2020、3Q21云川水电的净资产分别为320、413、532亿元，营收为0、33、90亿元、净利润为0、13、39亿元。按照工程预算和资本金比例，我们预计2022年注入时净资产约650亿元，参考黄河水电增资引战、以及A股水电公司的估值水平给予3倍PB，对应估值约1950亿；按照我们此前的测算，稳产期每年约65亿元净利润，参考可比公司估值、并考虑大水电资产稀缺性给予30倍PE，对应估值约1950亿元。

➤ 从金沙江走向全国，风、光前景“无限”

公司2018-2020年均匡算可供支配现金流约166亿元，假设平均造价5000元/千瓦，在20%和50%的资本金比例下，对应新能源每年可开发规模1660万、664万千瓦。此前公司规划新能源开发仅限于现有电站所在的金沙江流域，但子公司三峡电能（长电新能）的业务布局目前已经扩展至内蒙古、广东等地，未来风、光发展潜力不再受限。

三、投资建议

预计公司21/22/23年EPS分别为1.13/1.30/1.33元，对应11月26日（停牌前一交易日）收盘价PE分别为17.3/15.1/14.7倍。在不考虑乌白资产注入、新能源规模扩张的情况下，仅考虑2022年来水好转预期下的业绩修复，按照公司历史估值水平给予2022年20倍PE，对应目标价26.00元，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

1、长江来水波动；2、电源结构单一；3、市场消纳影响电价；4、财税等政策调整。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	57,783	57,147	61,224	61,505
增长率（%）	15.9	-1.1	7.1	0.5
归属母公司股东净利润（百万元）	26,298	25,645	29,490	30,135
增长率（%）	22.1	-2.5	15.0	2.2
每股收益（元）	1.19	1.13	1.30	1.33
PE（现价）	16.5	17.3	15.1	14.7
PB	2.6	2.5	2.4	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

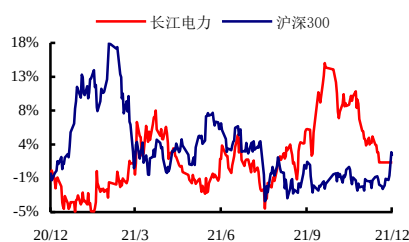
当前价格：19.53元

交易数据

2021-11-26

近12个月最高/最低(元)	22.12/18.33
总股本（百万股）	22,742
流通股本（百万股）	22,742
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	4,441
流通市值（亿元）	4,441

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 电力行业2022年度投资策略：破关之后，电价何往

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	57,783	57,147	61,224	61,505
营业成本	21,149	23,292	23,565	23,759
营业税金及附加	1,193	1,143	1,224	1,230
销售费用	115	86	92	92
管理费用	1,293	1,143	1,224	1,230
研发费用	40	57	61	62
EBIT	33,993	31,426	35,057	35,132
财务费用	4,986	4,327	4,002	4,079
资产减值损失	(18)	0	0	0
投资收益	4,053	5,053	5,853	6,653
营业利润	32,896	32,158	36,914	37,712
营业外收支	(440)	(440)	(440)	(440)
利润总额	32,456	31,718	36,474	37,272
所得税	5,949	5,814	6,686	6,832
净利润	26,506	25,904	29,788	30,440
归属于母公司净利润	26,298	25,645	29,490	30,135
EBITDA	45,631	43,099	46,730	46,805
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9231	43961	14041	19821
应收账款及票据	3668	3627	3886	3904
预付款项	49	54	54	55
存货	282	365	355	371
其他流动资产	948	948	948	948
流动资产合计	14676	49569	19862	25719
长期股权投资	50424	65456	80967	96959
固定资产	231120	219982	208843	197705
无形资产	20614	20680	20746	20812
非流动资产合计	316151	329102	333541	338460
资产合计	330827	378671	353403	364179
短期借款	24058	19058	19058	19058
应付账款及票据	894	985	996	1005
其他流动负债	7501	7501	7501	7501
流动负债合计	78467	74367	74954	75135
长期借款	14447	39447	14447	34447
其他长期负债	39511	49511	39511	44511
非流动负债合计	74039	109784	74784	99784
负债合计	152505	184151	149738	174920
股本	22742	22742	22742	22742
少数股东权益	6203	6462	6760	7065
股东权益合计	178322	186274	195419	204764
负债和股东权益合计	330827	378671	353403	364179

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.9	-1.1	7.1	0.5
EBIT 增长率	16.7	-7.6	11.6	0.2
净利润增长率	22.1	-2.5	15.0	2.2
盈利能力				
毛利率	63.4	59.2	61.5	61.4
净利润率	45.5	44.9	48.2	49.0
总资产收益率 ROA	7.9	6.8	8.3	8.3
净资产收益率 ROE	15.3	14.3	15.6	15.2
偿债能力				
流动比率	0.2	0.7	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.7	0.3	0.3
现金比率	0.1	0.6	0.2	0.3
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	20.5	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	4.3	5.0	5.5	5.5
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.1	1.3	1.3
每股净资产	7.6	7.9	8.3	8.7
每股经营现金流	1.8	1.7	1.8	1.8
每股股利	0.7	0.8	0.9	0.9
估值分析				
PE	16.5	17.3	15.1	14.7
PB	2.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.7	12.3	11.2	11.6
股息收益率	3.6	4.0	4.6	4.7

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	26,506	25,904	29,788	30,440
折旧和摊销	11,654	11,672	11,672	11,673
营运资金变动	1,829	1,377	375	104
经营活动现金流	41,084	39,095	41,099	40,384
资本开支	3,616	1,040	1,040	1,040
投资	(33,819)	(12,000)	(12,000)	(12,000)
投资活动现金流	(36,037)	(11,019)	(10,699)	(10,379)
股权募资	14,932	0	0	0
债务募资	3,102	34,359	(35,000)	1,250
筹资活动现金流	(3,007)	6,654	(60,320)	(24,224)
现金净流量	2,040	34,730	(29,920)	5,780

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

严家源，东南大学电气工程硕士，曾就职于国家电网、陆金所、平安证券投行部、平安研究所。2021年10月加入民生证券，现任电力及公用事业行业负责人。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。