

滔滔大水超预期，乌白注入助增长

2022 年 07 月 09 日

➤ **事件概述：**7 月 8 日，公司公布 2022 年二季度发电量完成情况，2Q22 完成总发电量 610.70 亿千瓦时，同比增长 53.5%。

➤ **滔滔大水，发电量超预期：**1H22，三峡、溪洛渡两大水库来水总量同比 +27.5%、+74.4%；其中，2Q22 来水量同比分别 +39.1%、+165.2%，均创出历史新高。Q2 三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝电站发电量同比分别 +33.3%、+12.0%、+123.2%、+81.0%，环比 Q1 分别提高 31.9、10.7、105.4、66.0pct。H1 公司完成总发电量 951.14 亿千瓦时，同比 +33.3%；四大电站累计完成发电量 448.23、90.65、270.14、142.11 亿千瓦时，同比 +20.6%、+7.8%、+66.6%、+49.2%。Q2 三峡出库流量同比 +16.6%，H1 累计出库流量同比 +13.8%。对比之下，Q2 电量超预期，充分体现了联合调度运行的优化效果。

➤ **乌白定价超预期，三峡核心再强化：**云川公司交易对价 804.84 亿元，对应 2021、1M22 期末净资产 PB 分别为 1.5、1.4 倍，不仅显著低于公司当前 2.9 倍 PB (MRQ)，也低于华能水电、国投电力、川投能源、桂冠电力、黔源电力这 5 家水电公司的 PB (MRQ) 均值 2.1 倍，甚至低于 2016 年注入到公司体内的溪向电站 1.9 倍 PB 的估值水平。流域来水改善，同时“四库联调”升级至“六库联调”后，节水增发电量或在当前基础上进一步提升，双重因素有望给公司带来额外的收入和利润增量。此外，白鹤滩暂时采用临时电价结算，正式电价将显著提升。

➤ **新能源发展规划有望明确：**随着乌白资产注入进程行至中途，公司下一步的发展方向及目标规划有望得以明确，维持对公司在 2025 年末达到 20-30GW 新能源装机规模的预测。

➤ **投资建议：**Q2 公司电站所在流域来水创历史新高，结合联调优化，发电量超预期。乌白较低的交易对价可以降低对应的增发股份数量，有利于增厚 EPS。维持对公司现有资产的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 1.33/1.37/1.42 元，对应 7 月 8 日收盘价 PE 分别为 18.2/17.6/17.1 倍，维持对公司 22 年 20 倍 PE 估值，目标价 26.60 元/股，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 流域来水偏枯；2) 需求下滑压制电量消纳；3) 市场交易电价波动；4) 财税等政策调整。

推荐

维持评级

当前价格：

24.20 元

目标价：

26.60 元



分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

- 1.长江电力 (600900.SH) 事件点评：乌白定价超预期，三峡核心再强化
- 2.长江电力 (600900.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：来水好转，“4+2+N”预期逐步兑现中
- 3.长江电力 (600900.SH) 公司深度报告：4+2+N=?
- 4.长江电力(600900):乌白注入启动，风光前景“无限”

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	55,646	61,005	61,369	61,749
增长率 (%)	-3.7	9.6	0.6	0.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	26,273	30,308	31,255	32,274
增长率 (%)	-0.1	15.4	3.1	3.3
每股收益 (元)	1.16	1.33	1.37	1.42
PE	20.9	18.2	17.6	17.1
PB	2.9	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 07 月 08 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	55,646	61,005	61,369	61,749
营业成本	21,113	22,660	22,913	23,179
营业税金及附加	1,164	1,220	1,227	1,235
销售费用	150	153	153	154
管理费用	1,360	1,525	1,534	1,544
研发费用	39	61	61	62
EBIT	31,820	35,386	35,480	35,575
财务费用	4,751	3,767	3,491	3,130
资产减值损失	40	0	0	0
投资收益	5,426	6,226	7,026	7,826
营业利润	32,876	37,845	39,014	40,271
营业外收支	-467	-450	-450	-450
利润总额	32,409	37,395	38,564	39,821
所得税	5,924	6,843	7,057	7,287
净利润	26,485	30,552	31,507	32,534
归属于母公司净利润	26,273	30,308	31,255	32,274
EBITDA	43,317	47,876	47,969	48,065

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,930	20,000	10,000	10,000
应收账款及票据	3,769	4,187	4,212	4,238
预付款项	94	91	92	93
存货	470	497	502	508
其他流动资产	3,661	3,701	3,705	3,709
流动资产合计	17,923	28,475	18,511	18,548
长期股权投资	60,717	70,717	80,717	90,717
固定资产	218,713	216,766	214,819	212,873
无形资产	20,181	19,749	19,316	18,883
非流动资产合计	310,640	318,189	325,739	333,288
资产合计	328,563	346,664	344,249	351,836
短期借款	12,316	11,826	12,066	12,464
应付账款及票据	694	757	766	775
其他流动负债	40,396	41,913	42,110	42,315
流动负债合计	53,406	54,497	54,942	55,554
长期借款	36,439	31,439	24,439	21,439
其他长期负债	48,429	58,429	52,439	51,939
非流动负债合计	84,869	89,869	76,879	73,379
负债合计	138,275	144,365	131,821	128,933
股本	22,742	22,742	22,742	22,742
少数股东权益	9,224	9,469	9,721	9,981
股东权益合计	190,288	202,299	212,428	222,903
负债和股东权益合计	328,563	346,664	344,249	351,836

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.70	9.63	0.60	0.62
EBIT 增长率	-6.39	11.21	0.26	0.27
净利润增长率	-0.09	15.36	3.13	3.26
盈利能力 (%)				
毛利率	62.06	62.86	62.66	62.46
净利润率	47.60	50.08	51.34	52.69
总资产收益率 ROA	8.00	8.74	9.08	9.17
净资产收益率 ROE	14.51	15.72	15.42	15.16
偿债能力				
流动比率	0.34	0.52	0.34	0.33
速动比率	0.33	0.51	0.33	0.32
现金比率	0.19	0.37	0.18	0.18
资产负债率 (%)	42.08	41.64	38.29	36.65
经营效率				
应收账款周转天数	24.72	25.00	25.00	25.00
存货周转天数	8.13	8.00	8.00	8.00
总资产周转率	0.17	0.18	0.18	0.18
每股指标 (元)				
每股收益	1.16	1.33	1.37	1.42
每股净资产	8.37	8.90	9.34	9.80
每股经营现金流	1.57	1.86	1.81	1.81
每股股利	0.82	0.94	0.97	1.00
估值分析				
PE	20.9	18.2	17.6	17.1
PB	2.9	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	14.80	13.28	13.19	13.10
股息收益率 (%)	3.37	3.88	4.01	4.13

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	26,485	30,552	31,507	32,534
折旧和摊销	11,498	12,489	12,489	12,489
营运资金变动	-1,554	1,099	169	178
经营活动现金流	35,732	42,281	41,231	41,055
资本开支	-3,452	-10,499	-10,499	-10,499
投资	-5,087	-9,990	-9,990	-9,990
投资活动现金流	-6,565	-14,263	-13,463	-12,663
股权募资	155	0	0	0
债务募资	-2,335	4,510	-12,749	-3,102
筹资活动现金流	-28,381	-17,948	-37,768	-28,392
现金净流量	701	10,070	-10,000	-0

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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