



投资收益下降，乌白进入收官阶段

2022 年 08 月 31 日

► **事件概述：**8 月 30 日，公司公布 2022 年半年度报告，报告期内实现营业收入 253.88 亿元，同比增长 27.57%；归属于上市公司股东净利润 112.92 亿元，同比增长 31.57%；归属于上市公司股东扣非净利润 112.79 亿元，同比增长 58.29%。

► **Q2 高增兑现超预期来水，Q3 遭遇极端气候但仍有希望：**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。H1 公司完成总发电量 951.14 亿千瓦时，同比+33.3%，推动营收、利润创下新高。7、8 月份受区域性极端高温气候，长江流域来水减少，三峡入库流量同比-35.3%、-52.5%（截至 8 月 30 日），出库流量同比-40.8%、-51.1%（截至 8 月 30 日），Q3 业绩或将短期承压。但考虑到金下段白鹤滩、溪洛渡两大水库的调节能力，以及预计偏强的“华西秋雨”，有望部分弥补 7、8 月的电量缺口。

► **投资收益下降：**1H22，公司实现投资收益 29.50 亿元，同比减少 8.60 亿元；其中，同期对联营/合营企业投资收益 20.96 亿元，同比基本持平。1H22 下降主要是因为上年同期对桂冠电力的投资转为权益法核算等变动带来的处置收益合计 13.49 亿元，而本报告期减持上电等带来的长期股权处置收益合计 5.48 亿元，同比减少约 8 亿元。

► **乌白进入收官阶段：**自 2021 年 6 月 28 日首批机组投产发电以来，截至 2022 年 8 月 21 日，白鹤滩电站已投产机组共 10 台，总装机容量达 1000 万千瓦，累计发电量超 385 亿千瓦时；其中，8 月上、中旬约 20 天时间内，以 10 台机组的非完全体状态运行即已完成发电 40 亿千瓦时，平均利用小时 400 小时（满发状态约 480 小时）。而乌东德水电站自 2020 年 6 月至 2022 年 6 月，累计发电 670 亿千瓦时。7、8 月长江流域的极端气候，或是对“四库联调”升级至“六库联调”后节水增发效果的检验良机。

► **投资建议：**Q2 业绩兑现了超预期的来水后，Q3 面临 7、8 月主汛期来水极端偏枯的不利局面，但大水库的优异调节能力和偏强的“华西秋雨”，情况或好于预期。乌白目前已进入收官阶段，极端气候是对“六库联调”效果的检验良机。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 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 17.5/16.9/16.4 倍，维持对公司 22 年 20.0 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：

23.28 元

目标价：

26.60 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

- 1.长江电力 (600900.SH) 事件点评：滔滔大水超预期，乌白注入助增长-2022/07/09
- 2.长江电力 (600900.SH) 事件点评：乌白定价超预期，三峡核心再强化-2022/07/01
- 3.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-2022/04/30
- 4.长江电力 (600900.SH) 公司深度报告：4+2+N=? -2022/03/08
- 5.长江电力(600900):乌白注入启动，风光前景“无限” -2021/12/13

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	55646	61005	61369	61749
增长率 (%)	-3.7	9.6	0.6	0.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	26273	30308	31255	32274
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	20.2	17.5	16.9	16.4
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 08 月 30 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	55646	61005	61369	61749
营业成本	21113	22660	22913	23179
营业税金及附加	1164	1220	1227	1235
销售费用	150	153	153	154
管理费用	1360	1525	1534	1544
研发费用	39	61	61	62
EBIT	31852	35386	35480	35575
财务费用	4751	3767	3490	3129
资产减值损失	40	0	0	0
投资收益	5426	6226	7026	7826
营业利润	32876	37845	39015	40272
营业外收支	-467	-450	-450	-450
利润总额	32409	37395	38565	39822
所得税	5924	6843	7057	7287
净利润	26485	30552	31507	32535
归属于母公司净利润	26273	30308	31255	32274
EBITDA	43350	47983	48076	48171

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9930	20107	10214	10322
应收账款及票据	3769	4187	4212	4238
预付款项	94	91	92	93
存货	470	497	502	508
其他流动资产	3661	3701	3705	3709
流动资产合计	17923	28582	18725	18869
长期股权投资	60717	70717	80717	90717
固定资产	218713	216766	214819	212873
无形资产	20181	19749	19316	18883
非流动资产合计	310640	318082	325525	332968
资产合计	328563	346664	344250	351837
短期借款	12316	11826	12066	12464
应付账款及票据	694	757	766	775
其他流动负债	40396	41913	42110	42315
流动负债合计	53406	54497	54942	55554
长期借款	36439	31439	24439	21439
其他长期负债	48429	58429	52439	51939
非流动负债合计	84869	89869	76879	73379
负债合计	138275	144365	131821	128933
股本	22742	22742	22742	22742
少数股东权益	9224	9469	9721	9981
股东权益合计	190288	202299	212429	222904
负债和股东权益合计	328563	346664	344250	351837

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	-6.26	11.09	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	0.34
速动比率	0.33	0.51	0.33	0.33
现金比率	0.19	0.37	0.19	0.19
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	7.96	8.48	8.91	9.36
每股经营现金流	1.57	1.86	1.82	1.81
每股股利	0.82	0.94	0.97	1.00
估值分析				
PE	20	17	17	16
PB	2.9	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	14.31	12.81	12.73	12.63
股息收益率 (%)	3.50	4.04	4.17	4.30

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	26485	30552	31507	32535
折旧和摊销	11498	12596	12596	12596
营运资金变动	-1554	1099	169	178
经营活动现金流	35732	42388	41338	41163
资本开支	-3452	-10499	-10499	-10499
投资	-5087	-9990	-9990	-9990
投资活动现金流	-6565	-14263	-13463	-12663
股权募资	155	0	0	0
债务募资	-2335	4510	-12749	-3102
筹资活动现金流	-28381	-17948	-37768	-28392
现金净流量	701	10177	-9893	108

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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026