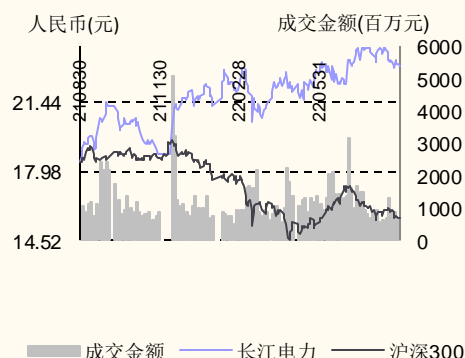


市场价格 (人民币): 23.28 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	227.42
已上市流通 A 股(亿股)	227.42
总市值(亿元)	5,294.30
年内股价最高最低(元)	24.23/18.47
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227



## 相关报告

- 《21 年来水偏枯，乌白注入后增量可观 - 长江电力 2021 年报及 2...》，2022.5.1
- 《来水减少短期承压，乌白并入中期驱动 - 长江电力 2021 中报点评》，2021.8.31

## Q2 来水偏丰促业绩增长，乌白注入值得期待

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,783	55,646	62,501	64,308	65,801
营业收入增长率	15.86%	-3.70%	12.32%	2.89%	2.32%
归母净利润(百万元)	26,298	26,273	30,655	31,558	32,587
归母净利润增长率	22.07%	-0.09%	16.68%	2.94%	3.26%
摊薄每股收益(元)	1.156	1.155	1.348	1.388	1.433
每股经营性现金流净额	1.80	1.57	1.62	1.97	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.28%	14.51%	15.97%	15.54%	15.15%
P/E	16.57	19.65	17.27	16.78	16.25
P/B	2.53	2.85	2.76	2.61	2.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2022 年 8 月 30 日晚，长江电力披露 2022 年半年度报告。公司 2022H1 营收 253.9 亿元，同比+27.6%；归母净利润 112.9 亿元，同比+31.6%，2022Q2 营收 156.5 亿元，同比+41.9%；归母净利润 81.5 亿元，同比+42.7%。

## 经营分析

- 2022H1 长江来水高增，带来业绩增长。**22H1 公司水电上网电量为 950.2 亿千瓦时，同比+33.3%，其中 Q2 上网电量为 610.1 亿千瓦时，同比+53.5%。来水大增导致长江上游溪洛渡/三峡水库来水总量较去年同比+74.4%/+27.8%。2022H1 四川省内用电/外送电需求分别同比+6.5%/142.4%，水电消纳较好。7 月以来水转枯，预计全年实现电量同比+12%。
- 乌白注入叠加“六库联调”，打开增量空间。**假设乌/白年均发电量 389.1/624.43 亿千瓦时，基于 21 年水平上网均价 0.266 元/千瓦时，净利率 47.2%测算，在资产注入后利润有望增厚 110.4 亿元，利润弹性近 42.0%；实现“六库联调”后将进一步提升效率，预计年新增发电 100 亿千瓦时，考虑联合调度后的利润弹性预计达 46.2%。

## 投资建议

- 暂不将乌白资产注入对公司业绩影响纳入盈利预测，预计 22~24 年归母净利润分别为 306.6/315.6/325.9 亿元，对应 EPS 为 1.35/1.39/1.43 元，对应 PE 为 17/16/16 倍，维持公司“买入”评级。

## 风险提示

- 长江 2022H2 来水不及预期风险、电价不及预期风险等。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>49,874</b>	<b>57,783</b>	<b>55,646</b>	<b>62,501</b>	<b>64,308</b>	<b>65,801</b>	货币资金	7,323	9,231	9,930	10,814	11,232	20,576
增长率	15.9%	-3.7%	12.3%	2.9%	2.3%		应收账款	3,015	4,165	4,398	7,022	5,639	5,734
<b>主营业务成本</b>	<b>-18,697</b>	<b>-21,149</b>	<b>-21,113</b>	<b>-22,271</b>	<b>-23,364</b>	<b>-24,147</b>	存货	222	282	470	476	499	516
%销售收入	37.5%	36.6%	37.9%	35.6%	36.3%	36.7%	其他流动资产	474	997	3,126	3,224	3,230	3,234
<b>毛利</b>	<b>31,177</b>	<b>36,634</b>	<b>34,533</b>	<b>40,230</b>	<b>40,944</b>	<b>41,654</b>	流动资产	11,035	14,676	17,923	21,536	20,600	30,060
%销售收入	62.5%	63.4%	62.1%	64.4%	63.7%	63.3%	%总资产	3.7%	4.4%	5.5%	6.4%	6.1%	8.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1,169</b>	<b>-1,193</b>	<b>-1,164</b>	<b>-1,269</b>	<b>-1,305</b>	<b>-1,336</b>	长期投资	51,678	60,011	66,925	69,772	69,772	69,772
%销售收入	2.3%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	233,173	234,113	221,604	222,894	225,108	227,722
<b>销售费用</b>	<b>-28</b>	<b>-115</b>	<b>-150</b>	<b>-188</b>	<b>-193</b>	<b>-197</b>	%总资产	78.6%	70.8%	67.4%	66.2%	66.5%	64.9%
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	193	21,626	21,216	21,669	22,121	22,574
<b>管理费用</b>	<b>-814</b>	<b>-1,293</b>	<b>-1,360</b>	<b>-1,513</b>	<b>-1,556</b>	<b>-1,592</b>	非流动资产	285,448	316,151	310,640	315,287	317,923	320,961
%销售收入	1.6%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	96.3%	95.6%	94.5%	93.6%	93.9%	91.4%
<b>研发费用</b>	<b>-41</b>	<b>-40</b>	<b>-39</b>	<b>-38</b>	<b>-39</b>	<b>-39</b>	<b>资产总计</b>	<b>296,483</b>	<b>330,827</b>	<b>328,563</b>	<b>336,823</b>	<b>338,523</b>	<b>351,021</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	23,808	47,982	29,756	29,095	19,081	18,617
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>29,125</b>	<b>33,993</b>	<b>31,820</b>	<b>37,223</b>	<b>37,851</b>	<b>38,489</b>	应付款项	21,148	17,855	14,164	17,561	17,982	18,571
%销售收入	58.4%	58.8%	57.2%	59.6%	58.9%	58.5%	其他流动负债	11,003	12,630	9,486	3,628	3,739	3,861
<b>财务费用</b>	<b>-5,211</b>	<b>-4,986</b>	<b>-4,751</b>	<b>-4,657</b>	<b>-4,259</b>	<b>-3,807</b>	流动负债	55,959	78,467	53,406	50,284	40,802	41,050
%销售收入	10.4%	8.6%	8.5%	7.5%	6.6%	5.8%	长期贷款	24,600	14,447	36,439	33,639	33,639	33,639
<b>资产减值损失</b>	<b>-32</b>	<b>-19</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	65,908	59,592	48,429	51,528	51,401	51,309
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-27</b>	<b>-173</b>	<b>335</b>	<b>222</b>	<b>222</b>	<b>222</b>	<b>负债</b>	<b>146,467</b>	<b>152,505</b>	<b>138,275</b>	<b>135,451</b>	<b>125,843</b>	<b>125,998</b>
<b>投资收益</b>	<b>3,075</b>	<b>4,053</b>	<b>5,426</b>	<b>5,150</b>	<b>5,230</b>	<b>5,400</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>149,510</b>	<b>172,118</b>	<b>181,064</b>	<b>191,932</b>	<b>203,022</b>	<b>215,141</b>
%税前利润	11.5%	12.5%	16.7%	13.7%	13.5%	13.5%	其中：股本	22,000	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742
<b>营业利润</b>	<b>26,933</b>	<b>32,896</b>	<b>32,876</b>	<b>37,947</b>	<b>39,052</b>	<b>40,313</b>	未分配利润	56,474	67,815	76,768	86,956	98,046	110,165
营业利润率	54.0%	56.9%	59.1%	60.7%	60.7%	61.3%	少数股东权益	506	6,203	9,224	9,439	9,659	9,882
<b>营业外收支</b>	<b>-306</b>	<b>-440</b>	<b>-467</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>296,483</b>	<b>330,827</b>	<b>328,563</b>	<b>336,823</b>	<b>338,523</b>	<b>351,021</b>
<b>税前利润</b>	<b>26,627</b>	<b>32,456</b>	<b>32,409</b>	<b>37,647</b>	<b>38,752</b>	<b>40,013</b>							
利润率	53.4%	56.2%	58.2%	60.2%	60.3%	60.8%							
<b>所得税</b>	<b>-5,060</b>	<b>-5,949</b>	<b>-5,924</b>	<b>-6,776</b>	<b>-6,975</b>	<b>-7,202</b>							
所得税率	19.0%	18.3%	18.3%	18.0%	18.0%	18.0%							
<b>净利润</b>	<b>21,567</b>	<b>26,506</b>	<b>26,485</b>	<b>30,870</b>	<b>31,777</b>	<b>32,811</b>							
少数股东损益	24	208	212	215	219	224							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>21,543</b>	<b>26,298</b>	<b>26,273</b>	<b>30,655</b>	<b>31,558</b>	<b>32,587</b>							
净利率	43.2%	45.5%	47.2%	49.0%	49.1%	49.5%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>21,567</b>	<b>26,506</b>	<b>26,485</b>	<b>30,870</b>	<b>31,777</b>	<b>32,811</b>
少数股东损益	24	208	212	215	219	224
<b>非现金支出</b>	<b>12,092</b>	<b>11,657</b>	<b>11,469</b>	<b>11,290</b>	<b>11,863</b>	<b>12,462</b>
非经营收益	2,181	1,095	-667	-103	-685	-1,207
营运资金变动	624	1,779	-1,554	-5,208	1,886	596
<b>经营活动现金净流</b>	<b>36,464</b>	<b>41,037</b>	<b>35,732</b>	<b>36,849</b>	<b>44,841</b>	<b>44,662</b>
<b>资本开支</b>	<b>-2,705</b>	<b>-3,616</b>	<b>-3,452</b>	<b>-13,352</b>	<b>-14,794</b>	<b>-15,794</b>
投资	-5,328	-33,819	-5,087	-2,626	222	222
其他	1,401	1,398	1,974	5,150	5,230	5,400
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6,631</b>	<b>-36,037</b>	<b>-6,565</b>	<b>-10,828</b>	<b>-9,342</b>	<b>-10,172</b>
股权募资	0	14,932	155	680	0	0
债权募资	5,419	3,102	-2,335	-318	-10,013	-464
其他	-33,292	-21,042	-26,201	-25,325	-24,940	-24,588
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27,874</b>	<b>-3,007</b>	<b>-28,381</b>	<b>-24,962</b>	<b>-34,954</b>	<b>-25,053</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,983</b>	<b>1,906</b>	<b>701</b>	<b>1,058</b>	<b>545</b>	<b>9,437</b>

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.979	1.156	1.155	1.348	1.388	1.433
每股净资产	6.796	7.568	7.962	8.440	8.927	9.460
每股经营现金净流	1.657	1.804	1.571	1.620	1.972	1.964
每股股利	0.680	0.700	0.815	0.900	0.900	0.900
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.41%	15.28%	14.51%	15.97%	15.54%	15.15%
总资产收益率	7.27%	7.95%	8.00%	9.10%	9.32%	9.28%
投入资本收益率	9.70%	9.91%	8.89%	10.00%	10.13%	9.91%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-2.62%	15.86%	-3.70%	12.32%	2.89%	2.32%
EBIT增长率	-3.08%	16.71%	-6.39%	16.98%	1.69%	1.69%
净利润增长率	-4.72%	22.07%	-0.09%	16.68%	2.94%	3.26%
总资产增长率	0.33%	11.58%	-0.68%	2.51%	0.50%	3.69%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	20.4	20.8	24.3	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	4.3	4.4	6.5	7.8	7.8	7.8
应付账款周转天数	1.7	8.2	13.4	12.0	5.5	5.5
固定资产周转天数	1,656.1	1,459.9	1,434.6	1,276.0	1,241.4	1,211.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	56.58%	50.88%	47.43%	45.14%	37.84%	31.40%
EBIT利息保障倍数	5.6	6.8	6.7	8.0	8.9	10.1
资产负债率	49.40%	46.10%	42.08%	40.21%	37.17%	35.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	11	41	54	94
增持	0	0	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.09	1.07	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

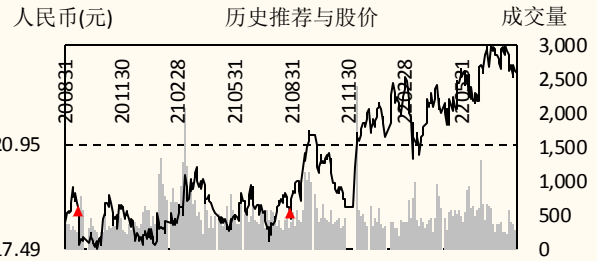
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-22	买入	20.32	N/A
2	2020-11-01	买入	18.96	N/A
3	2021-08-31	买入	19.09	N/A
4	2022-05-01	买入	22.72	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402