

长江电力 (600900.SH)

来水偏丰、成本优化，归母净利润同比+32%

核心观点:

- **收入成本双优化，H1 归母净利润同比+31.6%**。受益于发电量提升，2022H1 公司实现营业收入 253.9 亿元（同比+27.6%）。在成本端，三峡水电站机组折旧年限逐渐到期，H1 公司折旧同比-5.2%；伴随贷款偿还及债务结构优化，资产负债率降低至 44.9%，H1 公司财务费用同比-13.1%；总成本仅同比+1.4%。在收入成本共同优化下，H1 公司实现归母净利润 112.9 亿元（同比+31.6%），扣非归母净利润同比+58.3%。
- **单二季度发电量超 600 亿度（同比+53.5%），创近 5 年同期新高**。受益于来水偏丰、联合调度优化，公司二季度实现发电量 610.7 亿千瓦时（同比+53.5%），较近 5 年同期 400-500 亿千瓦时水平有显著提升。2022 年上半年公司累计实现发电量 951.1 亿千瓦时（同比+33.3%），助推业绩提升。但 7-8 月来水转枯，三峡水电站来水同比偏枯约四成。
- **乌白电站注入进程加速，积极推进风光+抽蓄项目**。6 月 30 日公司发布资产收购草案，乌白电站资产总体作价 805 亿元（20%采用股权收购），对应基准日 PB 仅为 1.42 倍，并向市场增发融资不超过 161 亿元（用于支付部分现金对价）。从总体评估定价、新股规模来看，该方案均优于市场预期，注入后公司规模将跨越式提升，以 2021 年业绩和 EPS 为基准，考虑流域联合调度增发发电量，我们测算 EPS 增厚可达 18.5%。此外，公司积极布局风光+抽水蓄能，主导开发金沙江下游水风光基地，基地规划风光 15GW，同时已签订多个抽水蓄能项目。
- **盈利预测与投资建议**。暂不考虑乌白电站注入，预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 275.09/297.12/311.31 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 19.69/18.23/17.40 倍。乌白电站注入规模将跨越式提升，且十四五承诺 70% 分红率。作为水电龙头，给予公司 2022 年 20 倍 PE 估值，对应 24.19 元/股合理价值，维持长江电力“买入”评级。
- **风险提示**。水电站建设进度不及预期；来水波动；上网电价调整风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	57,783	55,646	58,020	60,363	62,183
增长率 (%)	15.9	-3.7	4.3	4.0	3.0
EBITDA (百万元)	45,618	43,350	49,659	51,873	53,285
归母净利润 (百万元)	26,298	26,273	27,509	29,712	31,131
增长率 (%)	22.1	-0.1	4.7	8.0	4.8
EPS (元/股)	1.16	1.16	1.21	1.31	1.37
市盈率 (x)	16.57	19.65	19.69	18.23	17.40
ROE (%)	15.3	14.5	14.5	15.0	15.0
EV/EBITDA (x)	11.54	14.01	12.63	12.06	11.71

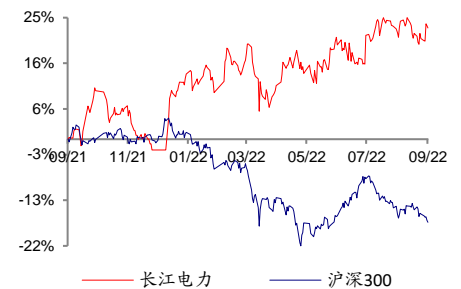
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	23.82 元
合理价值	24.19 元
前次评级	买入
报告日期	2022-09-03

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

长江电力 (600900.SH): 受 2022-07-10

 益来水偏丰、调度优化, Q2
发电量同比+53.5%

长江电力 (600900.SH): 收 2022-07-04

 购草案发布, 乌白注入进程
加速

长江电力 (600900.SH): 乌 2022-05-12

 白电站将注入, 水电龙头再
攀高峰

联系人: 郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

目录索引

一、来水偏丰、成本优化，H1 扣非归母净利润同比+58%	4
二、H1 发电量同比增长 33%，7-8 月来水转枯	8
三、乌白注入、风光共振，水电龙头再攀高峰	10
四、乌白注入规模提升可期，维持“买入”评级	13
五、风险提示	13

图表索引

图 1: 2022H1 公司营业收入同比增长 27.6%	4
图 2: 2022H1 公司归母净利润同比增长 31.6%.....	4
图 3: 2022H1 公司扣非归母净利润同比增长 58.3%	4
图 4: 2022H1 公司总成本同比上升 1.4%	5
图 5: 2022H1 公司折旧费用同比降低 5.2%	5
图 6: 公司存量水电站固定资产折旧自 2021 年起逐渐降低.....	5
图 7: 2022H1 公司财务费用同比降低 13.1%	6
图 8: 2022H1 公司期间费用率降低至 10.8%	6
图 9: 2022H1 公司总负债同比降低 8.4%	6
图 10: 2022H1 公司资产负债率降低至 44.9%	6
图 11: 2022H1 公司总资产为 3352.6 亿元	7
图 12: 2022H1 公司投资收益占利润总额比例达 21%.....	7
图 13: 2022H1 公司毛利率达 58.7%	7
图 14: 2022H1 公司 ROE 为 6.1%，ROA 为 3.5%.....	7
图 15: 2022H1 公司经营性现金流净额同比+25.6%.....	7
图 16: 2022H1 公司投资现金流净额-50.3 亿元.....	7
图 17: 2022H1 公司发电量同比增长 33.3%	8
图 18: 2022H1 各电站发电量大增	8
图 19: 2022 年二季度发电量同比增长 53.5%	9
图 20: 2022H1 三峡平均入库流量同比+25.4%	9
图 21: 2022H1 三峡平均出库流量同比+15.3%	9
图 22: 2022 年 8 月末三峡水库水位接近 145 米	9
图 23: 乌白注入后公司装机增幅达 57.5%.....	11
图 24: 乌白注入后公司年发电量有望超 3000 亿千瓦时	11
表 1: 公司运营管理六座巨型水电站	8
表 2: 此次资产收购采用发行股份和支付现金相结合的方式	10
表 3: 发行股份后三峡集团持股比例将有所下降	10
表 4: 收购向溪电站和乌白电站方案对比	10
表 5: 政策支持风光水储一体化发展	12
表 6: 公司主导开发金沙江下游水风光基地，规划装机 15GW	12
表 7: 长江电力同业对比（收盘价日期：2022/9/02）	13

一、来水偏丰、成本优化, H1 扣非归母净利润同比+58%

2022H1公司营业收入同比增长27.6%，归母净利润同比增长31.6%。2022H1公司实现营业收入253.9亿元，同比增长27.6%，实现归母净利润112.9亿元，同比增长31.6%，主要系上半年来水偏丰下，公司发电量同比增长33.3%。同时，2022H1公司扣非归母净利润同比增长58.3%，主要系2021年公司将桂冠电力股权转入长期股权投资衡量，当期非经常性损益达14.57亿元。

图 1：2022H1公司营业收入同比增长27.6%

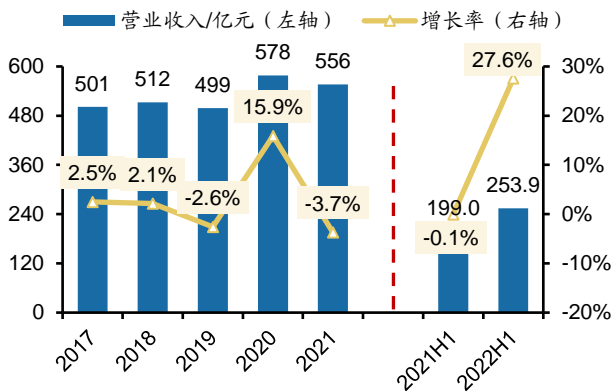
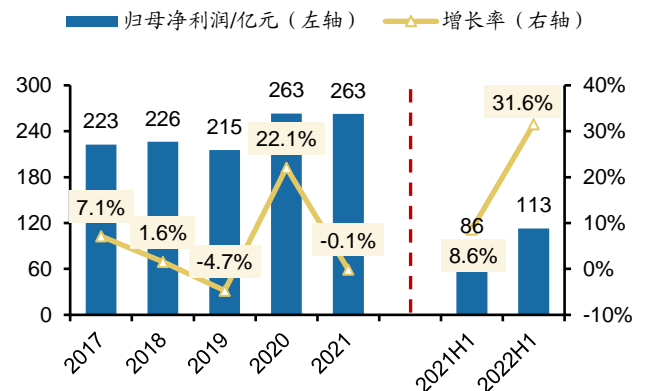


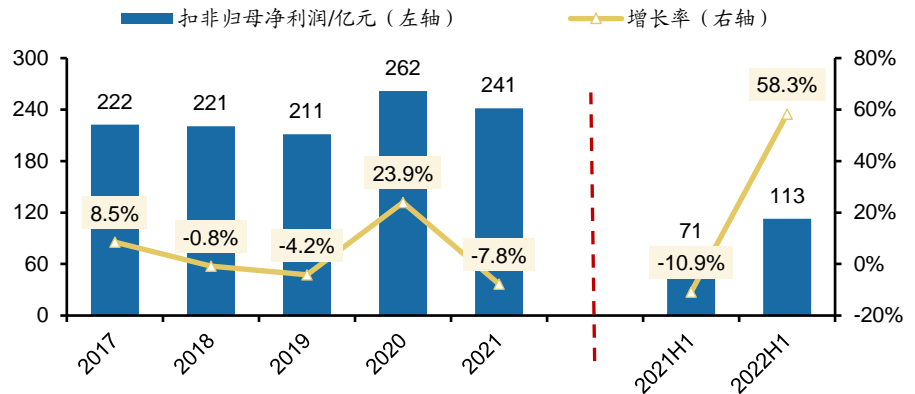
图 2：2022H1公司归母净利润同比增长31.6%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

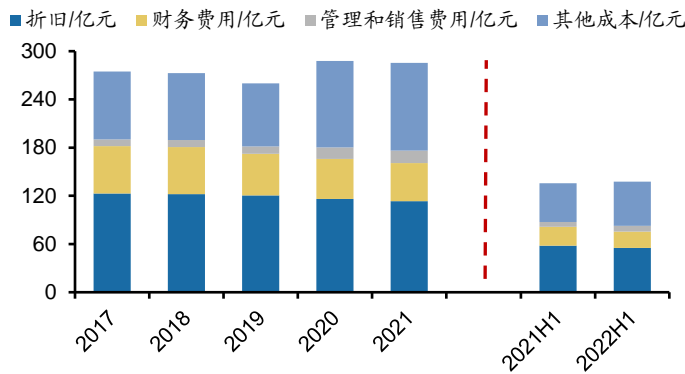
图 3：2022H1公司扣非归母净利润同比增长58.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

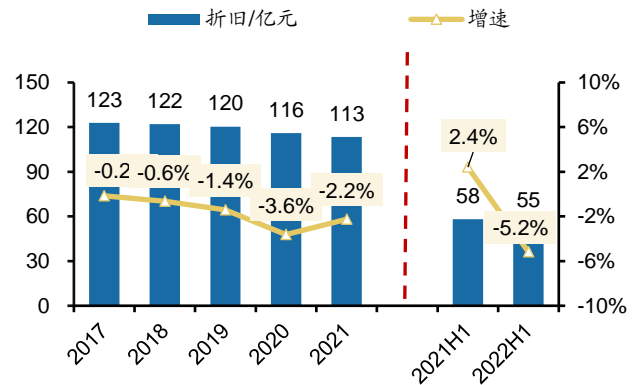
折旧、财务费用占成本的54.9%，折旧费用同比减少3.01亿元。2022H1公司折旧费用55.1亿元（同比-5.2%），占总成本比例40%，财务费用20.4亿元（同比-13.1%），占总成本比例14.8%，二者构成成本的主要部分。2022年上半年，公司部分电站机组折旧年限到期，折旧费用同比减少3.01亿元，在营业收入大幅提升下，总成本仅同比上升1.4%。

图 4: 2022H1公司总成本同比上升1.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2022H1公司折旧费用同比降低5.2%

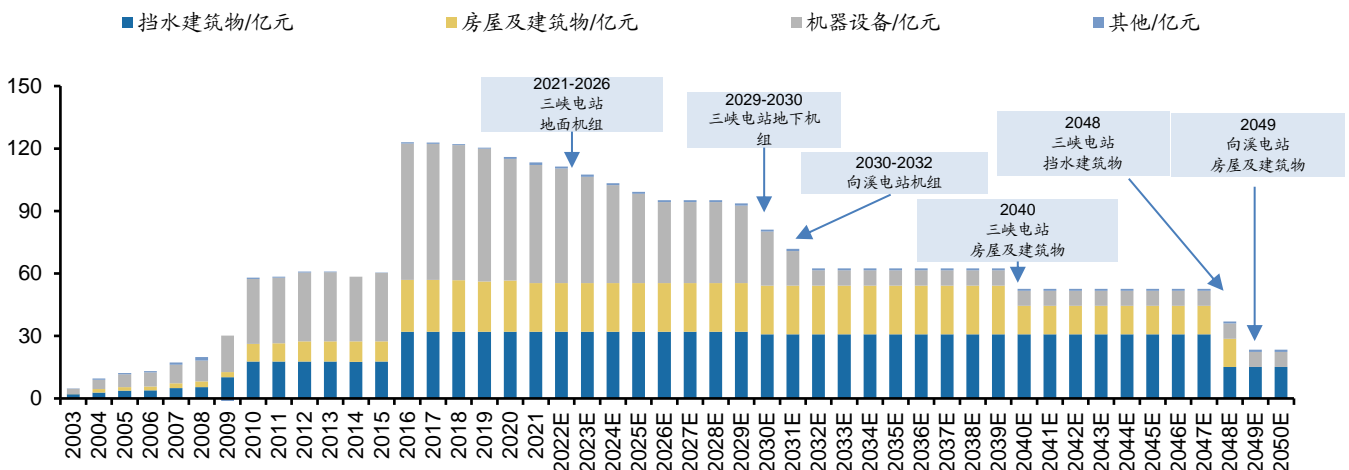


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司存量水电站固定资产折旧自2021年起陆续进入下行通道。公司使用年限平均法对固定资产进行折旧,其中三峡大坝、向家坝大坝和溪洛渡大坝的折旧年限均为45年,葛洲坝大坝为50年,大坝折旧年限远低于实际使用年限;此外,水轮机、发电机的折旧年限均为18年。

根据以下假设,预期公司存量水电站固定资产折旧自2021年起逐渐降低:(1)根据公司收购水电站机组时间节点固定资产原值的变动,估算各水电站各部分固定资产原值;(2)根据固定资产原值及公司披露大坝和水轮机、发电机的折旧年限,计算各部分固定资产年均折旧;(3)根据水电站和机组投产时间及折旧年限,预估各部分固定资产折旧到期时间。基于假设预测公司未来折旧变动:2021-2030年间公司折旧降低预期三峡电站各机组陆续计提完毕,2030-2032年向溪电站机组预期计提完毕,后续十余年时间里折旧稳定。2040年、2048年、2049年预期折旧的大幅降低系三峡电站房屋及建筑物、挡水建筑物、向溪电站房屋及建筑物分别计提完毕。

图 6: 公司存量水电站固定资产折旧自2021年起逐渐降低



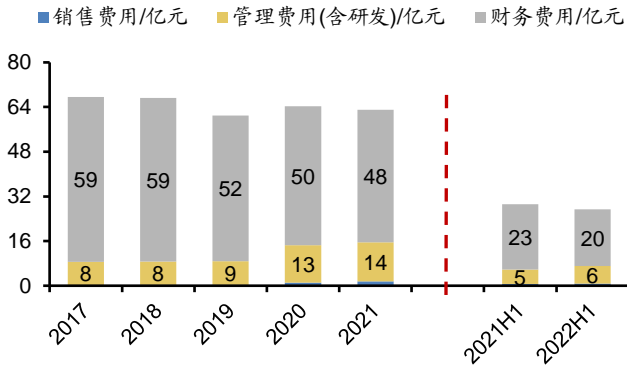
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

备注: 图中折旧变化趋势未考虑乌白电站注入

2022H1公司财务费用为20.4亿元,同比降低13.1%,带动期间费用率下降至10.8%。

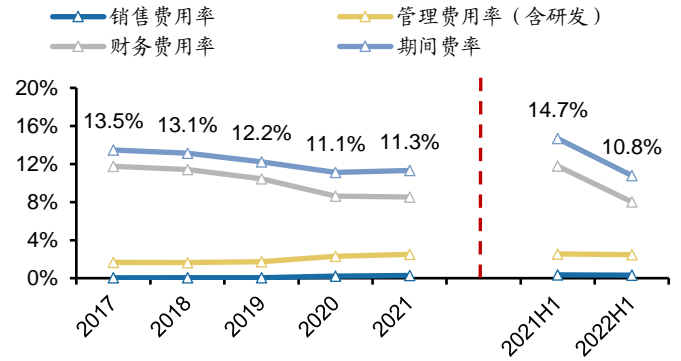
伴随公司逐渐偿还贷款、优化债务结构，公司财务费用持续降低，2022H1财务费用20.4亿元，同比下降13.1%，财务费用率下降3.8pct至8.0%；管理费用6.1亿元，同比提升23.8%，对应费率持平。财务费用降低带动期间费用率同比下降3.9pct至10.8%。

图 7: 2022H1公司财务费用同比降低13.1%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

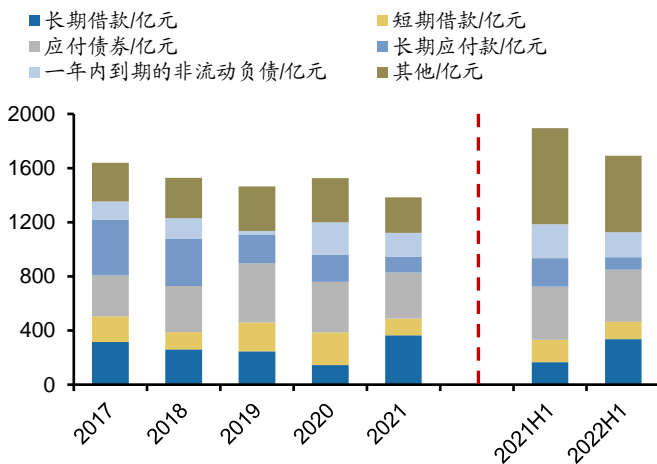
图 8: 2022H1公司期间费用率降低至10.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

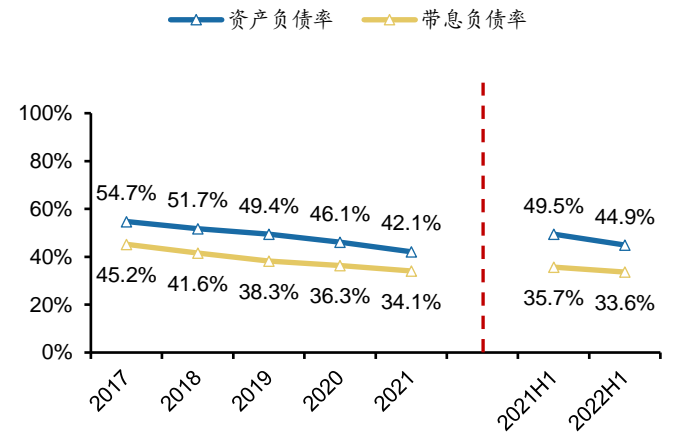
公司负债稳中有降，资产负债率逐年降低，融资空间较大。截至2022H1公司总负债1505.5亿元，同比降低8.4%，以长期借款和应付债券为主，两者合计占比48.0%。2022H1公司资产负债率下降4.6pct至44.9%，带息负债率下降2.1pct至33.6%，低于同行业公司，融资空间充足。

图 9: 2022H1公司总负债同比降低8.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

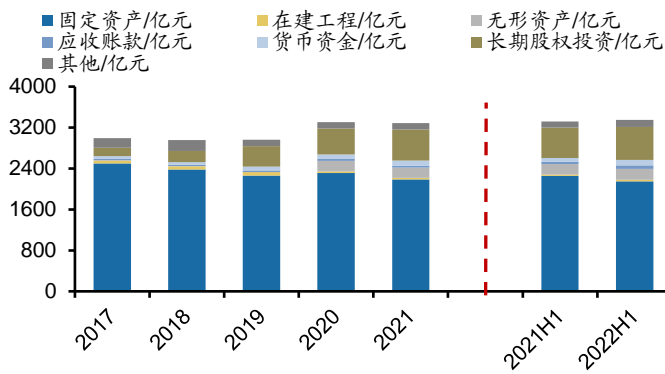
图 10: 2022H1公司资产负债率降低至44.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

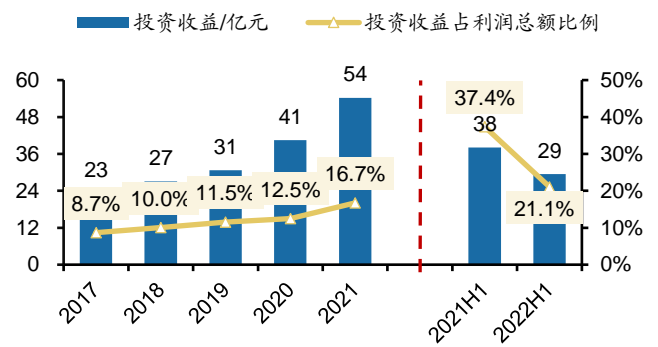
长期股权投资占比持续提升，2022H1实现投资收益29.5亿元。公司总资产规模保持稳定，2022H1总资产达3352.6亿元，其中固定资产占比64.0%。同时，公司积极扩张战略投资，长期股权投资规模逐年增长，2022H1公司长期股权投资645.8亿元，占总资产比达19.3%。2022H1公司实现投资收益29.5亿元(其中长期股权投资贡献21.0亿元)，占利润总额比例达21.1%，相对上年同期减少8.6亿元，主要系2021年公司将桂冠电力股权转让入长期股权投资使用权益法衡量，取得投资收益超13亿元。

图 11: 2022H1公司总资产为3352.6亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

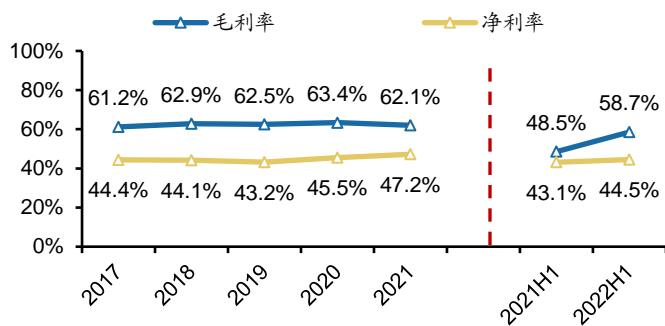
图 12: 2022H1公司投资收益占利润总额比例达21%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

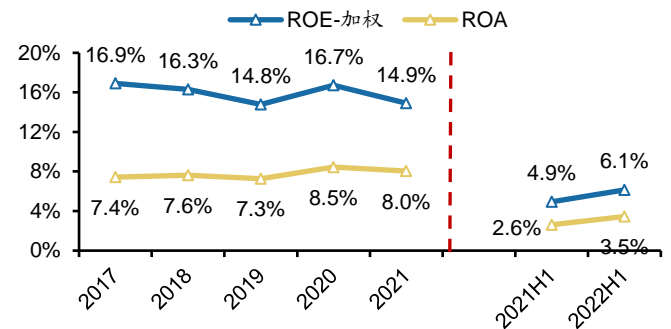
2022H1公司毛利率、净利率分别达58.7、44.5%，ROE为6.1%。2022H1公司收入大幅增加，而成本基本持平，公司毛利率同比提升10.1pct至58.7%，由于投资收益降低，公司净利率仅提升1.4pct至44.5%；2022H1公司ROE提升1.2pct至6.1%，ROA提升0.9pct至3.5%。

图 13: 2022H1公司毛利率达58.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

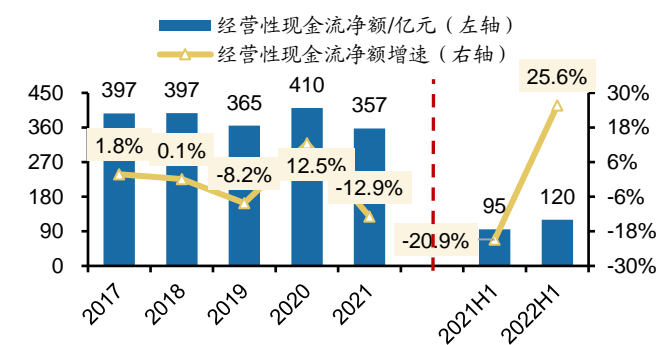
图 14: 2022H1公司ROE为6.1%，ROA为3.5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

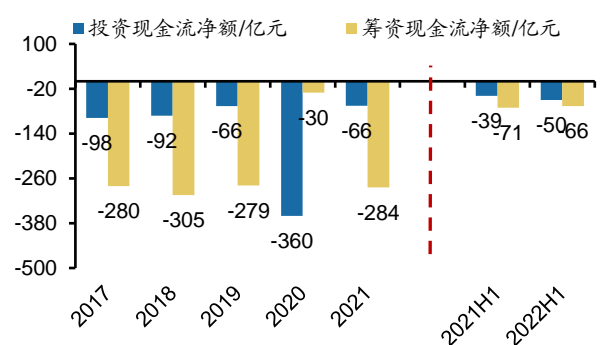
2022H1公司经营性现金流净额达119.9亿元，投资现金流净额-50.3亿元。公司经营性现金流稳定提升，2022H1经营性现金流净额119.9亿元，同比增长25.6%。投资规模扩大，2022H1公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金28.6亿元，同比+192%；筹资现金流净额为-66.3亿元。

图 15: 2022H1公司经营性现金流净额同比+25.6%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2022H1公司投资现金流净额-50.3亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、H1 发电量同比增长 33%，7-8 月来水转枯

公司境内现有葛洲坝、三峡、向家坝、溪洛渡四座水电站，总装机45.50GW，年设计发电量1917亿千瓦时，2021年实现发电量2083亿千瓦时。假设乌东德、白鹤滩两大水电站收购完成后，公司境内水电总装机将达到71.70GW（不含路德斯公司），年设计发电量达2930亿千瓦时。

表 1：公司运营管理六座巨型水电站

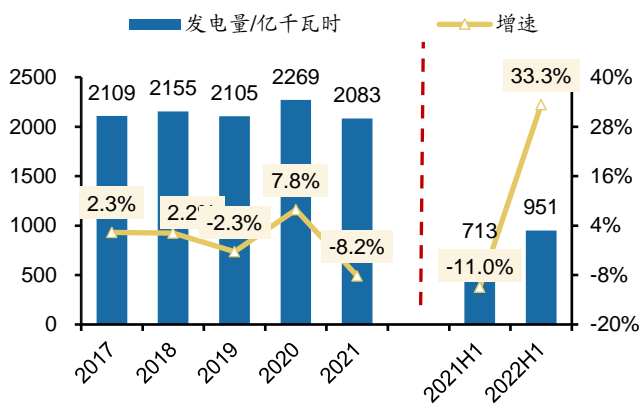
水电站	装机规模 /GW	机组结构	年设计发电量 /亿千瓦时	2021 年实际发电量 /亿千瓦时	首台机组 投产时间	世界排名 (截至 2020 年底)
葛洲坝	2.74	19 台 × 125MW+2 台 × 170MW+1 台 × 20MW	157	192.56	1981 年	
三峡	22.50	32 台 × 700MW+2 台 × 50MW	882	1036.49	2003 年	1
向家坝	6.40	8 台 × 800MW	307	300.63	2012 年	11
溪洛渡	13.86	18 台 × 770MW	571	553.55	2013 年	4
乌东德	10.20	12 台 × 850MW	389	-	2020 年	7
白鹤滩	16.00	16 台 × 1000MW	624	-	2021 年	2
合计	71.70		2930			

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：乌东德、白鹤滩电站尚未注入，路德斯公司 10 万千瓦水电装机未在表中列示。

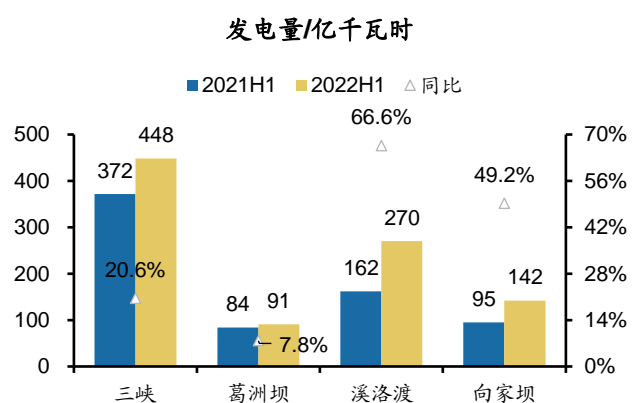
上半年长江流域来水偏丰，公司发电量同比增长33.3%。截至2022年6月末，长江上游溪洛渡水库来水总量约509.70亿立方米，较上年同期偏丰74.4%，三峡水库来水总量约1772.79亿立方米，较上年同期偏丰27.5%。公司各水电站发电量大增，溪洛渡、向家坝水电站发电量分别同比增长66.6%、49.2%，公司总发电量951亿千瓦时，同比增长33.3%，其中单二季度实现发电量611亿千瓦时（同比增长53.5%），创近五年同期新高。

图 17：2022H1公司发电量同比增长33.3%



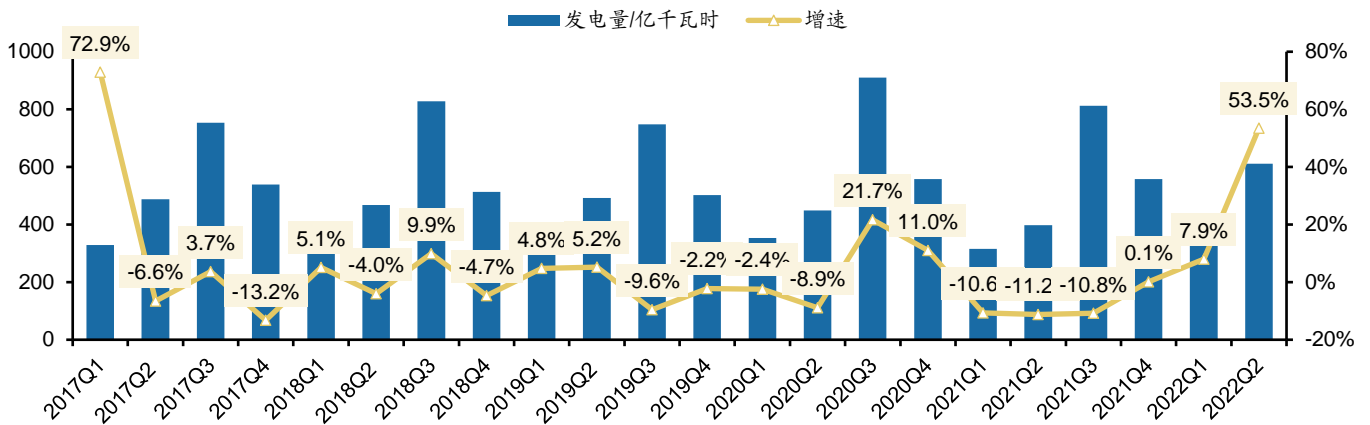
数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

图 18：2022H1各电站发电量大增



数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

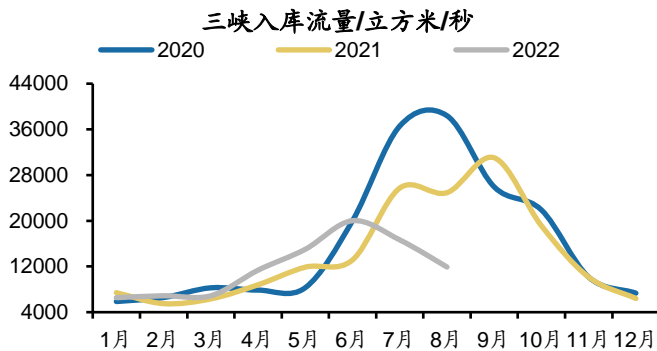
图 19: 2022年二季度发电量同比增长53.5%



数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

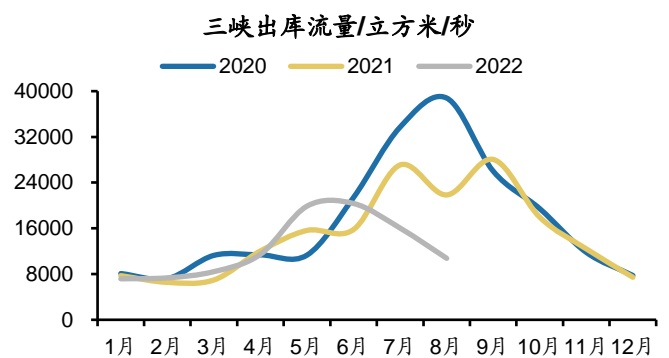
上半年三峡水库平均入库流量同比提升25.4%，平均出库流量同比提升15.3%。从三峡水库来水情况来看，上半年来水偏丰，三峡水库平均入库流量同比提升25.4%，平均出库流量同比提升15.3%。但7月份来水转枯，7-8月三峡水库平均入库流量同比降低42.1%，平均出库流量同比降低44.6%，水位已经接近死水位145米。

图 20: 2022H1三峡平均入库流量同比+25.4%



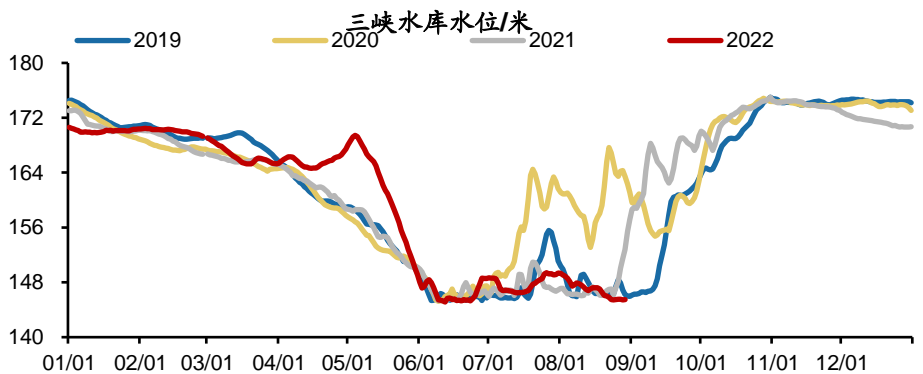
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 2022H1三峡平均出库流量同比+15.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2022年8月末三峡水库水位接近145米



数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

三、乌白注入、风光共振，水电龙头再攀高峰

拟以**805亿元收购乌白电站，现金支付比例80%**。公司发布资产重组草案，拟收购云川公司（乌白电站运营主体），资产总体作价805亿元，按比例支付给云川公司四位股东，其中现金支付644亿元、换股支付161亿元（以17.46元/股发行9.2亿股），现金支付比例达80%，同时向市场增发融资不超过161亿元。不考虑配套融资的情况下，发股之后，三峡集团的持股比例将由54.9%降至54.7%，川能投、云能投的持股比例则有所提升至4.5%、4.0%。在定增后各股东持股比例则相应摊薄。

表 2：此次资产收购采用发行股份和支付现金相结合的方式

交易对方	持有云川公司股权比例/%	交易对价/亿元	发行股份支付价格/亿元	现金支付价格/亿元	发股支付比例/%	现金支付比例/%
三峡集团	40%	321.94	80.48	241.45	25%	75%
三峡投资	30%	241.45	-	241.45	-	100%
云能投	15%	120.73	40.24	80.48	33%	67%
川能投	15%	120.73	40.24	80.48	33%	67%
合计	100%	804.84	160.97	643.87	20%	80%

数据来源：公司资产收购草案，广发证券发展研究中心

表 3：发行股份后三峡集团持股比例将有所下降

股东	发行股份购买资产前		发行股份购买资产后（不考虑配套融资）	
	持股数量/亿股	持股比例/%	持股数量/亿股	持股比例/%
三峡集团	124.9	54.9%	129.5	54.7%
三峡建工	8.8	3.9%	8.8	3.7%
三峡财务	0.4	0.2%	0.4	0.2%
三峡资本	0.3	0.1%	0.3	0.1%
三峡资产	0.1	0.1%	0.1	0.1%
三峡集团及其一致行动人小计	134.4	59.1%	139.0	58.8%
川能投	8.4	3.7%	10.8	4.5%
云能投	7.3	3.2%	9.6	4.0%
其他投资者	77.3	34.0%	77.3	32.7%
合计	227.4	100%	236.6	100%

数据来源：公司资产收购草案，广发证券发展研究中心

此次资产收购PB仅为**1.42倍，超市场预期**。对比公司前次收购向溪电站方案，收购向溪电站时，资产作价797亿元，对应基准日PB为2.16倍，换股+定增合计发股支付比例达83.3%。此次收购乌白电站，以2022年1月31日为评估基准日，云川公司净资产568亿元，对应PB仅为1.42倍，换股支付对价比例仅20%，预计定增募资发行股份比例不超过20%。从总体评估定价、新发股规模来看，该方案均优于市场预期。

表 4：收购向溪电站和乌白电站方案对比

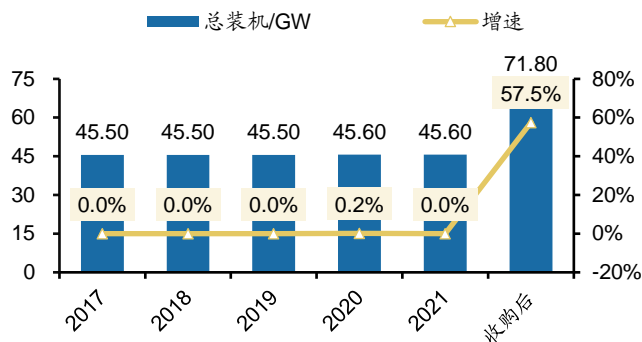
	川云公司		云川公司	
	溪洛渡	向家坝	乌东德	白鹤滩
装机/万千瓦	1386	640	1020	1600

设计发电量/亿千瓦时	571	307	389	624
设计利用小时数/小时	4120	4797	3814	3900
投资额/亿元	930.83	819.98	976.57	1787.59
单位投资/元/千瓦	6716	12812	9574	11172
收购对价/亿元	797.35		804.84	
发行股份支付对价/亿元	422.80		160.97	
换股支付对价比例/%	53%		20%	
定增募资金额/亿元	241.6		160.97	
总发股支付对价比例/%	83.3%		40%	
基准日净资产/亿元	368.67		568.19	
收购 PB/倍	2.16		1.42	

数据来源：公司资产收购草案，广发证券发展研究中心

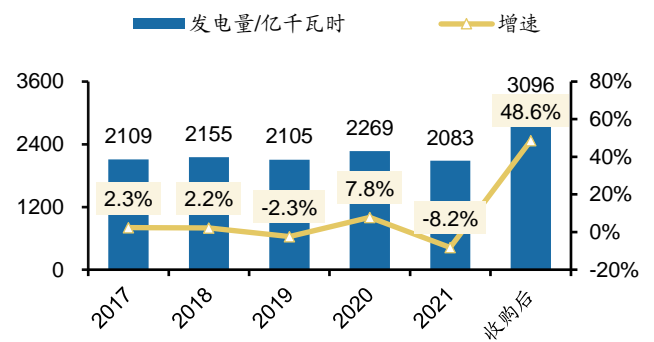
乌白电站合计装机容量**26.20GW**，预期注入后公司总装机将提升**57.5%**。乌东德、白鹤滩电站装机规模分别为10.2、16GW，乌东德电站已于2021年6月全面投产，2022年8月初，白鹤滩电站已投产10台机组（10GW）。两者注入预期将带动公司装机提升至71.80GW，增幅57.5%。乌东德、白鹤滩电站年设计发电量分别为389、624亿千瓦时，对应利用小时数3814、3900小时，两者注入将为公司带来1013亿千瓦时发电增量，公司年发电量有望提升至3000亿千瓦时以上。同时，公司“四库联调”升级为“六库联调”，有望额外增发发电量60-70亿千瓦时。

图 23：乌白注入后公司装机增幅达57.5%



数据来源：公司资产收购草案，广发证券发展研究中心

图 24：乌白注入后公司年发电量有望超3000亿千瓦时



数据来源：公司资产收购草案，广发证券发展研究中心

水电调节风光出力，风光水储一体化获政策支持。我国已提出2030年碳达峰、2060年碳中和的发展目标，风光建设成为实现目标必由之路，然而风光发电出力不稳将增加电网负荷，在此情况下，火电、水电调节作用凸显。国家能源局、发改委发文针对风光水火储一体化发展征求意见，云南、四川均出台规划，计划在金沙江下游开发风光水一体化发展基地。公司乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝四座电站位于金沙江下游，将在政策支持下优先受益。

表 5: 政策支持风光水储一体化发展

时间	部门	政策	主要内容
2020年8月27日	国家发改委、国家能源局	《开展“风光水火储一体化”“源网荷储一体化”的指导意见》（征求意见稿）	鼓励存量水电机组通过龙头电站建设优化出力特性，明确就近打捆新能源电力的“一体化”实施方案。
2021年2月25日	国家发改委、国家能源局	《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》	积极实施存量“风光水火储一体化”提升，稳妥推进增量“风光水（储）一体化”，探索增量“风光储一体化”，严控增量“风光火（储）一体化” 将流域梯级水电站周边一定范围内的光伏、风电就近接入水电站，利用水电站互补调节和其通道送出，提高送出通道利用率。按照国家“十四五”风光水一体化可再生资源综合开发基地建设要求，规划建设金沙江上游、金沙江下游、雅砻江流域、大渡河中上游4个风光水一体化可再生资源综合开发基地。推进其他流域水库电站风光水互补开发。
2021年9月22日	四川省发改委	《四川省“十四五”光伏、风电资源开发若干指导意见》	加快推进在适宜地区适度开发风电、光伏发电基地建设。打造金沙江下游、澜沧江中下游、红河流域“风光水储一体化”可再生资源综合开发基地。推进“风光储充放”一体化发展。到2025年，全省电力装机总规模达1.5亿千瓦以上。
2022年1月6日	云南省人民政府	《云南省加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系行动计划》	加快推进在适宜地区适度开发风电、光伏发电基地建设。打造金沙江下游、澜沧江中下游、红河流域“风光水储一体化”可再生资源综合开发基地。推进“风光储充放”一体化发展。到2025年，全省电力装机总规模达1.5亿千瓦以上。
2022年1月18日	国家能源局	《关于委托开展“十四五”规划输电通道配套水风光及调节电源研究论证的函》	委托相关单位结合大型风电、光伏基地建设要求就“十四五”规划的12条特高压通道配套水风光及调节电源进行研究论证，并就“十四五”期间需新增的输电通道以及配套电源规模提出建议。

数据来源：国家发改委，国家能源局，四川省发改委，云南省政府，广发证券发展研究中心

公司主导开发金沙江下游水风光基地，基地规划装机15GW。根据公司2021年业绩发布会，张星燎先生表示公司主导开发金沙江下游水风光基地，并与三峡集团全资子公司云南能投共同出资设立长电云能，由长江电力控股51%，作为金沙江下游水风光一体化可再生资源基地云南侧业务实施平台，基地规划装机超15GW，风电、光伏比例大致相当。目前公司除乌白电站外，没有其他在建的水电站，风光项目将成为公司未来主要的业绩增量部分。

表 6: 公司主导开发金沙江下游水风光基地，规划装机15GW

公司	流域	规划
黔源电力	北盘江	投资建设装机容量750MW的3个光伏项目，这3个光伏项目所发电量分别利用北盘江光照、马崖、董箐梯级水电站送出线路外送，建成后形成水电+光伏总装机容量3.41GW的流域梯级水光互补基地。
华能水电	澜沧江上游	预计投资2185.38亿元，开发澜沧江上游20GW水电+光伏项目，建成西藏澜沧江大型清洁能源基地。其中，光伏规模约为10GW，投资额为394亿元，水电规模为9.756GW，投资额度为1791.38亿元。
国投电力	雅砻江流域	雅砻江水电站将打造雅砻江流域水风光互补清洁能源示范基地。基地规划风电场址74个，总装机规模约12GW，光电场址26个，装机规模约18GW，风光总装机规模30GW以上，目前基地已列入国家和四川省十四五规划。
长江电力	金沙江下游	主导开发金沙江下游水风光基地，基地规划装机15GW。

数据来源：公司2021年业绩说明会，广发证券发展研究中心

四、乌白注入规模提升可期，维持“买入”评级

暂不考虑乌白电站注入，预计公司2022~2024年归母净利润分别为275.09、297.12、311.31亿元，2022-2024年EPS分别为1.21、1.31和1.37元/股，按最新收盘价对应PE分别为19.69、18.23、17.40倍。乌白电站注入规模将跨越式提升，且十四五承诺70%分红率。作为水电龙头，给予公司2022年20倍PE估值，对应24.19元/股合理价值，维持长江电力“买入”评级。

表 7：长江电力同业对比（收盘价日期：2022/9/02）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE/倍				归母净利润/亿元			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600900.SH	长江电力	5417.11	23.82	19.65	19.69	18.23	17.40	262.73	275.09	297.12	311.31
600025.SH	华能水电	1344.60	7.47	20.32	18.48	16.98	15.24	58.38	72.77	79.19	88.24
600674.SH	川投能源	587.08	13.32	17.84	16.23	14.70	14.20	30.87	36.17	39.95	41.35
600886.SH	国投电力	861.70	11.56	35.09	15.00	13.11	12.03	24.37	57.43	65.72	71.65

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

五、风险提示

水电站建设进度不及预期风险：目前乌东德电站已完全投产，白鹤滩电站尚在建设中，未完全投产发电，项目仍存在部分尾工未完成，若最终竣工结算金额与实际造价存在差异，可能导致资产价值调整，影响云川公司经营业绩；若投产进度不及预期，可能导致当年发电量、收入减少。

来水波动风险：水电发电收入是公司收入的主要来源，而水电发电量的多少取决于来水情况，降水量减少、融雪量减少、金沙江上游和雅砻江引调水工程投运、或者在建拟建水电站蓄水，都会影响下游水电站来水，从而影响公司业绩。

上网电价调整风险：电价市场化改革持续推进，虽然公司主要以合同售电为主，但仍有部分电量参与市场化交易，合同售电中的电价也有调整的可能，若上网电价下降，则会直接影响公司业绩。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14,676	17,923	17,348	22,079	23,643	经营活动现金流	41,037	35,732	38,528	38,214	40,366
货币资金	9,231	9,930	9,193	13,653	14,974	净利润	26,506	26,485	27,732	29,952	31,383
应收及预付	3,717	3,862	3,919	4,068	4,193	折旧摊销	11,638	11,498	11,513	11,167	10,811
存货	282	470	467	464	462	营运资金变动	1,779	-1,554	-562	-2,413	-1,212
其他流动资产	1,446	3,661	3,768	3,894	4,014	其它	1,114	-696	-155	-492	-615
非流动资产	316,151	310,640	313,177	318,060	325,299	投资活动现金流	-36,037	-6,565	-9,288	-11,067	-12,894
长期股权投资	50,424	60,717	70,717	81,717	93,717	资本支出	-3,616	-3,452	-4,510	-5,500	-6,490
固定资产	231,120	218,713	210,742	203,618	197,351	投资变动	-33,819	-5,087	-10,000	-11,000	-12,000
在建工程	2,993	2,892	3,392	4,392	5,892	其他	1,398	1,974	5,222	5,433	5,596
无形资产	20,614	20,181	20,188	20,195	20,202	筹资活动现金流	-3,007	-28,381	-29,977	-22,687	-26,151
其他长期资产	11,000	8,137	8,137	8,137	8,137	银行借款	99,093	78,054	-3,123	4,587	1,167
资产总计	330,827	328,563	330,524	340,138	348,942	股权融资	14,932	155	0	0	0
流动负债	78,467	53,406	52,892	58,352	61,564	其他	-117,032	-106,590	-26,853	-27,274	-27,318
短期借款	24,058	12,316	12,193	19,780	23,947	现金净增加额	1,906	701	-737	4,460	1,321
应付及预收	928	694	731	727	732	期初现金余额	7,318	9,224	9,930	9,193	13,653
其他流动负债	53,481	40,396	39,968	37,844	36,886	期末现金余额	9,224	9,925	9,193	13,653	14,974
非流动负债	74,039	84,869	78,869	73,869	69,869						
长期借款	14,447	36,439	33,439	30,439	27,439						
应付债券	37,527	33,979	30,979	28,979	27,979						
其他非流动负债	22,065	14,451	14,451	14,451	14,451						
负债合计	152,505	138,275	131,761	132,221	131,433						
股本	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742						
资本公积	56,928	56,915	56,915	56,915	56,915						
留存收益	92,135	101,088	109,341	118,254	127,594						
归属母公司股东权益	172,118	181,064	189,317	198,230	207,570						
少数股东权益	6,203	9,224	9,447	9,687	9,939						
负债和股东权益	330,827	328,563	330,524	340,138	348,942						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	57,783	55,646	58,020	60,363	62,183
营业成本	21,149	21,113	21,537	21,403	21,526
营业税金及附加	1,193	1,164	1,207	1,256	1,293
销售费用	115	150	174	181	187
管理费用	1,293	1,360	1,450	1,509	1,555
研发费用	40	39	41	42	44
财务费用	4,986	4,751	4,549	4,418	4,455
资产减值损失	-18	40	-5	-5	-10
公允价值变动收益	-173	335	0	0	0
投资净收益	4,053	5,426	5,222	5,433	5,596
营业利润	32,896	32,876	34,279	36,977	38,712
营业外收支	-440	-467	-460	-450	-440
利润总额	32,456	32,409	33,819	36,527	38,272
所得税	5,949	5,924	6,087	6,575	6,889
净利润	26,506	26,485	27,732	29,952	31,383
少数股东损益	208	212	222	240	252
归属母公司净利润	26,298	26,273	27,509	29,712	31,131
EBITDA	45,618	43,350	49,659	51,873	53,285
EPS (元)	1.16	1.16	1.21	1.31	1.37

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	15.9%	-3.7%	4.3%	4.0%	3.0%
营业利润增长	22.1%	-0.1%	4.3%	7.9%	4.7%
归母净利润增长	22.1%	-0.1%	4.7%	8.0%	4.8%
获利能力					
毛利率	63.4%	62.1%	62.9%	64.5%	65.4%
净利率	45.9%	47.6%	47.8%	49.6%	50.5%
ROE	15.3%	14.5%	14.5%	15.0%	15.0%
ROIC	10.0%	8.9%	10.7%	10.9%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	46.1%	42.1%	39.9%	38.9%	37.7%
净负债比率	85.5%	72.7%	66.3%	63.6%	60.4%
流动比率	0.19	0.34	0.33	0.38	0.38
速动比率	0.18	0.33	0.32	0.37	0.37
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18
应收账款周转率	15.83	14.77	15.23	15.25	15.23
存货周转率	204.86	118.39	124.23	130.06	134.65
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	1.16	1.21	1.31	1.37
每股经营现金流	2	2	2	2	2
每股净资产	7.57	7.96	8.32	8.72	9.13
估值比率					
P/E	16.57	19.65	19.69	18.23	17.40
P/B	2.53	2.85	2.86	2.73	2.61
EV/EBITDA	11.54	14.01	12.63	12.06	11.71

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。