



短期来水波动不改长期投资价值

—长江电力（600900）深度研究报告

所属部门：行业公司部	报告类别：公司研究报告	报告时间：2022年10月10日
分析师：孙灿	执业证书：S1100517100001	联系方式：Suncan@cczq.com
北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005	深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000	
上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120	成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041	

❖ 坐拥最优质水资源永久使用权及水电站资产，水电装机规模大

作为资源型企业，公司拥有我国最优质水能资源的永久使用权和最优质的水电站资产，公司运营管理（含代管）6座巨型水电站，均为国家重要战略工程，位处长江干流之上，其中4座水电站装机容量位居全球前十，拥有70万千瓦及以上级巨型水轮发电机组76台，占全球同类机组的59.84%。公司作为国内最大的水电上市公司，行业领先地位牢固，营业收入、装机容量和发电量都稳居行业第一位。

❖ 乌东德电站、白鹤滩电站注入在即，调度体系变更有望提升发电规模

乌东德、白鹤滩电站注入后公司装机容量和发电量将大幅提升，其中，乌东德电站装机容量1,020万千瓦，年设计发电量389亿千瓦时，利用小时数3,815小时；白鹤滩电站装机容量1,600万千瓦，年设计发电量624亿千瓦时，利用小时数3,903小时。此外，乌东德、白鹤滩电站的注入使水库梯级区域调度效应更加凸显，节水增发电量将进一步提升。目前，溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝等4座电站已实施统一联合的水库调度，年节水增发电量近100亿千瓦时，在乌东德、白鹤滩电站全部机组投产后，将由公司进行统一调度和电力生产管理，届时“六库联调”将进一步减少弃水，提升水资源利用率。

❖ 积极开展新业务，拓展成长新空间

公司智慧综合能源规模化发展，创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展，与多个城市和地区签署智慧综合能源战略合作协议，新建并投运江苏宿迁泗阳光储充等15个项目，开工建设湖南耒阳生物天然气等一批项目。公司新能源、抽蓄业务顺利开局，公司聚焦“水风光储”多能互补，紧盯“大基地”“大项目”，坚持“送电端、受电端”两端发力，推动新能源业务差异化发展；有序推进金沙江下游水风光一体化基地开发，发挥公司水电领域优势，锁定多个抽水蓄能项目。优化战略投资布局，2021年实现投资收益54.26亿元，创历史新高，有效平滑来水波动对公司业绩的影响。

❖ 盈利预测

暂不考虑乌白注入，预计2022-2024年公司营业收入分别为561.34（同比增长0.88%）、583.50和594.82亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为269.04（同比增长2.40%）、280.65和286.86亿元。截止2022年10月10日，公司股价23.36元，总股本227.4亿股，对应市值5312亿元，2022-2024年PE约为19.75、18.93和18.52倍，对应EPS1.18、1.23、1.26元，给予“增持”评级。

❖ 风险提示：长江来水风险、安全生产风险、投资管控风险等

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	55646.25	56133.78	58349.57	59481.60
增长率	-3.70%	0.88%	3.95%	1.94%
净利润(百万元)	26273.00	26903.95	28064.91	28686.37
增长率	-0.09%	2.40%	4.32%	2.21%
EPS(元)	1.16	1.18	1.23	1.26
PE	20.22	19.75	18.93	18.52

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 10 月 10 日，川财证券研究所

## 正文目录

一、 公司发展历程、实际控制人和股权结构 .....	5
1.1. 公司发展历程 .....	5
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构 .....	5
二、 主营业务与行业情况分析 .....	6
2.1 主营业务分析 .....	6
2.2 公司发电运行情况 .....	8
2.3 水力发电行业发展情况 .....	10
2.3.1. 水电行业现状和发展趋势 .....	10
2.3.2. 行业竞争格局和公司竞争优势 .....	10
三、 公司近年重大资本运作 .....	14
3.1 公司近年重大资本运作统计 .....	14
3.2 2022 年非公开增发项目融资 .....	14
四、 投资建议 .....	15
4.1 投资逻辑和观点 .....	15
4.2 盈利预测与估值比较 .....	16
4.2.1. 盈利预测 .....	16
4.2.2. 估值比较 .....	16
风险提示 .....	18
盈利预测 .....	19

## 图表目录

图 1: 历年营业收入和增长率 (单位:亿元)	6
图 2: 历年营业收入结构 (单位:亿元)	6
图 3: 归属于上市公司股东的净利润和扣除非经常性损益的净利润	7
图 4: 公司销售毛利率和净利率变化 (%)	7
图 5: 经营性现金流和货币资金 (单位:亿元)	7
图 6: 主要电站发电量 (亿千瓦时)	8
图 7: 水电站分布图	9
图 8: 资产收购带来的装机容量变化	9
图 9: 我国十三大水电基地分布图	11
图 10: 全球水电站装机容量排行	11
图 11: 通过联合调度减少电站弃水示意图	12
图 12: 通过联合调度增加电站运行水头示意图	12
表格 1. 公司前十大股东情况 (20220630)	5
表格 2. 水电站概况	8
表格 3. 2021 年水电公司营业收入、装机容量 (水电) 和发电量 (水电)	10
表格 4. 2021 年发债明细表	13
表格 5. 国内参股公司	14
表格 6. 公司近年重大资本运作	14
表格 7. 2022 定向增发项目融资	15
表格 8. 公司分业务收入和毛利率假设 (单位: 百万元)	16
表格 9. 可比公司估值	17

## 一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

### 1.1. 公司发展历程

全球最大水电上市公司，资产实力雄厚。公司创立于2002年9月29日，是由中国长江三峡集团有限公司作为主发起人设立的股份有限公司。2003年11月在上交所IPO挂牌上市。公司主要从事水力发电、清洁能源和智慧综合能源、配售电以及投融资业务，在中国、秘鲁、巴西、巴基斯坦等多个国家开展相关业务。长江电力现拥有长江干流三峡、葛洲坝、溪洛渡和向家坝四座电站的全部发电资产，并代为管理乌东德和白鹤滩两座水电站。

主营业务长久稳定，发电规模屡创佳绩。自2002年设立以来，公司一直以大型水电运营为主要业务。2004年，长江电力所属的葛洲坝电厂累计发电3000亿千瓦时，成为我国首个发电量突破3000亿千瓦时的发电厂。2016年，长江电力年发电量首次突破2000亿千瓦时。公司截至2021年底，长江电力运营管理的六座梯级电站年累计发电量达2628.83亿千瓦时，其中三峡电站年累计发电1036.49亿千瓦时，第三次突破千亿千瓦时大关。

### 1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

实际控制人为国务院国资委，控制股东为中国长江三峡集团有限公司。长江电力控制股东为中国长江三峡集团有限公司，持股比例为54.54%。实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，国务院国有资产监督管理委员会持有中国长江三峡集团有限公司100%股权。

表格 1. 公司前十大股东情况 (20220630)

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例
1	中国长江三峡集团有限公司	比上期减少	12,403,157,322	54.54%
2	香港中央结算有限公司	比上期增加	1,934,032,195	8.50%
3	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	不变	988,076,143	4.34%
4	中国三峡建工(集团)有限公司	不变	880,000,000	3.87%
5	四川省能源投资集团有限责任公司	比上期减少	837,287,700	3.68%
6	云南省能源投资集团有限公司	比上期增加	727,691,458	3.20%
7	中国证券金融股份有限公司	不变	657,980,472	2.89%
8	阳光人寿保险股份有限公司-吉利两全保险产品	不变	420,000,000	1.85%
9	中国核工业集团有限公司	不变	261,594,750	1.15%
10	阳光人寿保险股份有限公司-万能保险产品	不变	250,000,033	1.10%
	合计		19,359,820,073	85.12%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

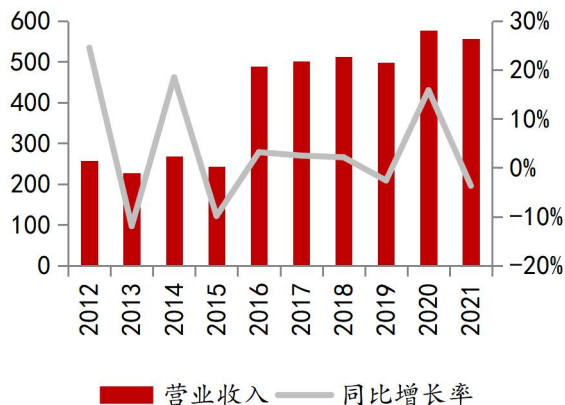
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

## 二、主营业务与行业情况分析

### 2.1 主营业务分析

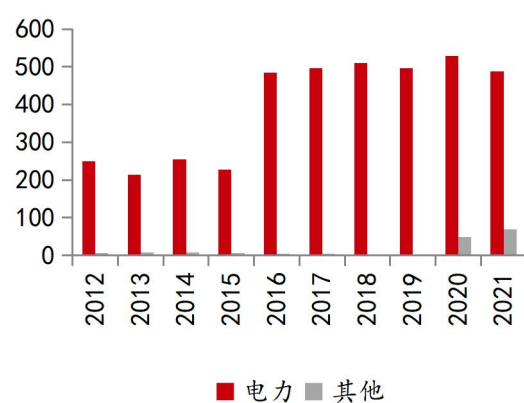
公司主营业务按大类划分主要可分为境内水电业务和其他业务，其中大型水电运营占据主导地位。根据 2022 年中报披露，公司目前水电总装机容量 4559.5 万千瓦，代管的乌东德、白鹤滩水电站装机共 1920 万千瓦。2021 年，公司所属的 4 座流域梯级电站发电量 2083.22 亿千瓦时，代管的 2 座电站发电量 545.61 亿千瓦时；2022 年上半年，公司所属的 4 座流域梯级电站发电量 951 亿千瓦时，同比增长 33%，再创历史新高，在发挥梯级电站综合效益、节能减排、能源保供、推动经济社会发展等方面发挥了重要作用。除水电业务，公司积极开展产业链上下游和相关新兴领域战略投资，2021 年全年实现投资收益 54.26 亿元，2022 年上半年实现投资收益约 29.5 亿元。此外，公司有序推进金沙江下游风光水储一体化可再生能源开发、布局和推进抽水蓄能业务发展、推进智慧综合能源业务，积极布局“源网荷储”一体化发展。2020 年至 2021 年，公司投资逐步显效，两年投资收益分别超过 40 亿元和 50 亿元，成为公司应对长江来水波动的重要手段，实现外延式跨越发展。

图 1：历年营业收入和增长率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 2：历年营业收入结构（单位：亿元）



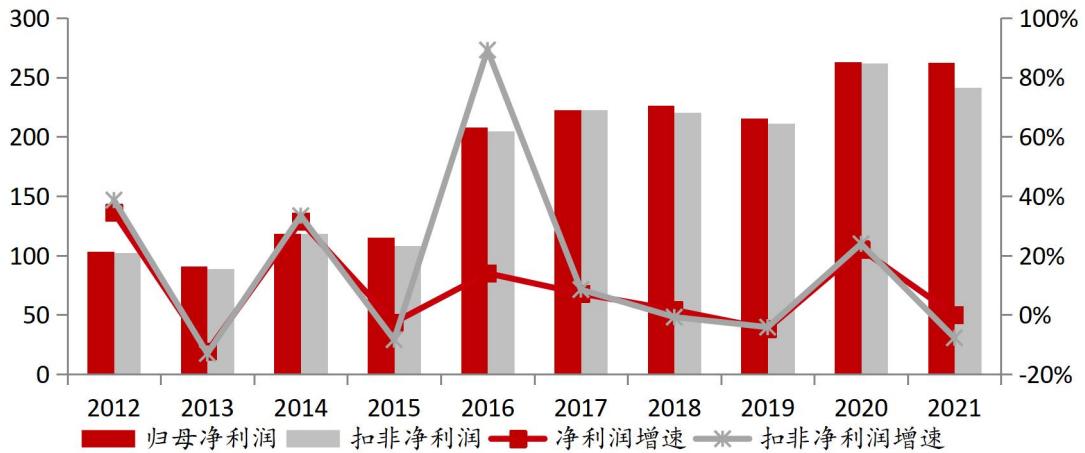
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

公司营业收入稳定，水电是主要收入来源。公司 2021 年实现总营业收入 556.46 亿元，同比减少 3.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 262.73 亿元，同比减少 0.09%；实现扣除非经常性损益净利润 241.41 亿元，同比减少 7.77%。2021 年受汛期主要流域降水偏少以及上游新建电站蓄水等因素影响，公司营收和利润同比略有减少。

2022 年上半年，公司实现营业收入 253.88 亿元，同比增加 27.37%；实现归属于上市公司股东的净利润 112.92 亿元，同比增加 31.57%；实现扣除非经常性损益净利润 112.79 亿元，同比增加 58.29%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

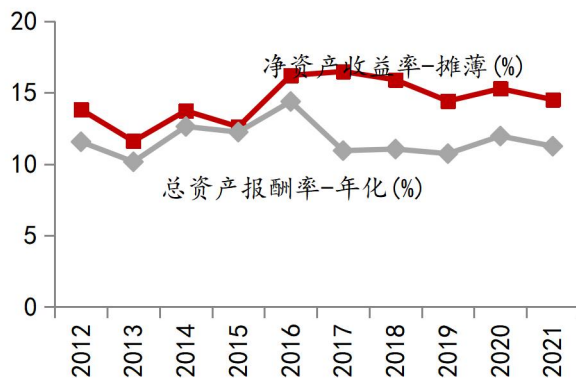
图 3：归属于上市公司股东的净利润和扣除非经常性损益的净利润



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

公司盈利能力稳中求涨，资金充沛支持长远发展。2021 年毛利率为 62.06%，净利率为 47.6%。公司毛利率波动较小，近年维持在 60%左右，尤其是 2016 年注入溪洛渡电站、向家坝电站之后，“四库联调”使来水波动对公司毛利率影响减弱。受益于近年投资收益的规模和权重逐渐提升，公司净利率有抬高趋势。此外，2021 年公司经营活动现金净流 357.32 亿元，较往年 400 亿左右的经营性现金流有所下降，但仍维持在高位。2021 年公司持有货币资金 99.3 亿元，2022 年上半年持有货币资金 103.3 亿元，呈逐年稳定增加的趋势。

图 4：公司销售毛利率和净利率变化 (%)



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 5：经营性现金流和货币资金 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 2.2 公司发电运行情况

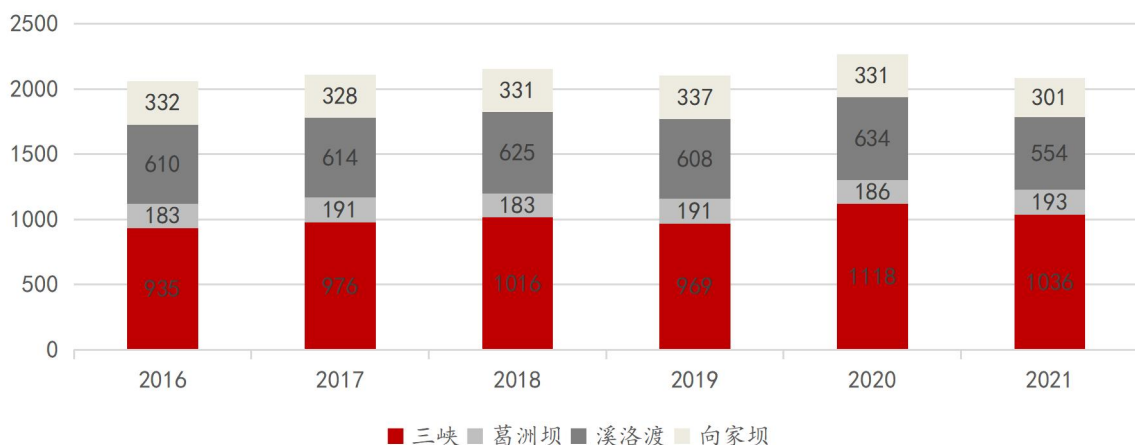
水电装机规模大，发电量持续突破 2000 亿千瓦时。公司现运行和管理大型水电站共 6 座，分别为三峡电站、葛洲坝电站、溪洛渡电站、向家坝电站、乌东德电站、白鹤滩电站。6 座水电站均为国家重要战略工程，位处长江干流之上。此外，发电总量由 2017 年的 2109 亿千瓦时上升到了 2020 年的 2269 亿千瓦时，同比增长 10.1%，并在 2016-2021 年连续突破 2000 亿千瓦时。并且通过注入白鹤滩、乌东德电站，公司将进一步巩固行业领先地位，装机容量、经营业绩和水资源利用率均将得到显著提升。

表格 2. 水电站概况

电站名称	机组结构	装机容量	地理位置
三峡电站	32 台单机容量为 700MW 机组 +2 台单机容量为 50MW 机组	22500MW	中国湖北省宜昌市 长江西陵峡中段
葛洲坝电站	19 台单机容量为 125MW 机组 +2 台单机容量为 170MW+1 台 单机容量为 20MW 机组	2735MW	中国湖北省宜昌市 长江三峡末端河段
溪洛渡电站	18 台单机容量 770MW 水轮发 电机组	13860MW	中国四川省雷波县和云南省永善县接 壤的金沙江峡谷河段
向家坝电站	8 台单机容量 800MW 的水轮发 电机组	6400MW	中国四川省宜宾市和云南省水富市交 界的金沙江峡谷出口处
乌东德电站	12 台 850MW 的水轮发电机组	10200MW	中国云南、四川交接的金沙江干流上
白鹤滩电站	16 台单机容量世界最大的 1000MW 水轮发电机组	16000MW	四川省宁南县和云南省巧家县境内中 国金沙江下游

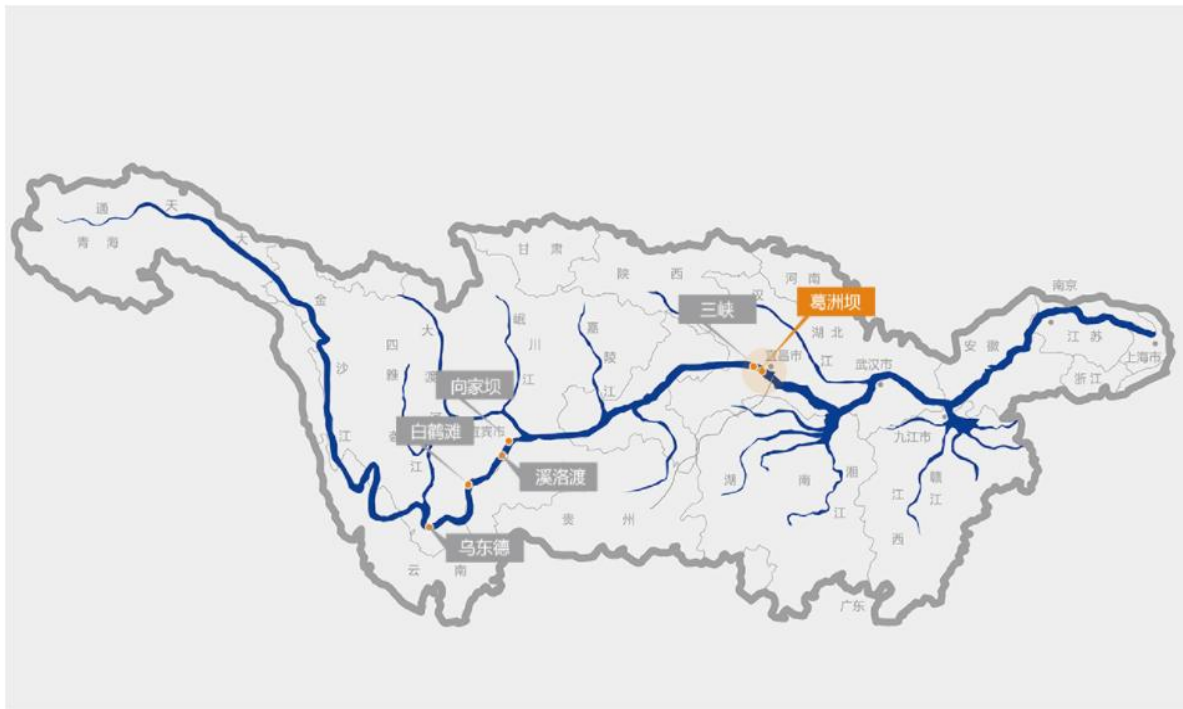
资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 6：主要电站发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7：水电站分布图



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 8：资产收购带来的装机容量变化



资料来源：公司价值手册（2021），川财证券研究所

## 2.3 水力发电行业发展情况

### 2.3.1. 水电行业现状和发展趋势

绿色能源成未来导向，我国水电产业优势明显。大力发展可再生能源已经成为全球能源转型和应对气候变化的重大战略方向和一致宏大行动。水电是可再生能源的重要组成部分，水电行业的发展将对推进能源革命和实现双碳目标作出积极贡献。现阶段我国水电行业具备百万千瓦级水轮机组自主设计制造能力，特高坝和大型地下洞室设计施工能力世界领先，已成为全球水电建设的中坚力量。“十三五”期间，我国可再生能源发电装机达到 9.34 亿千瓦，其中水电装机达 3.4 亿千瓦，占可再生能源发电装机比例约 36%。“十四五”期间，水电的行业发展有三个重点方向：第一、科学有序推进大型水电基地建设；第二，积极推进大型水电站优化升级，发挥水电调节潜力；第三，依托西南水电基地统筹推进水风光综合基地开发建设。到 2025 年，常规水电装机容量达到 3.8 亿千瓦左右。

### 2.3.2. 行业竞争格局和公司竞争优势

行业进入壁垒高，国企掌握主导权。由于水电行业存在行政准入壁垒、对技术和资金的要求比较严苛，我国水电行业市场参与者较少，主要被大型国有发电企业所主导，其中包括：长江三峡集团、华电集团、大唐集团、华能集团、国家电投集团、国家能投集团、国家开发投资集团等，这些集团公司主要通过下属控股公司参与到行业竞争中。

表格 3.2021 年水电公司营业收入、装机容量（水电）和发电量（水电）

代码	简称	营业收入（亿元）	装机容量（万千瓦）	发电量（亿千瓦时）
600900.SH	长江电力	556.46	4559.5	2083.22
600886.SH	国投电力	436.82	2076.5	882.57
600025.SH	华能水电	202.02	2296.48	938.48
600236.SH	桂冠电力	84.14	1022.76	292.82
000601.SZ	韶能股份	39.66	68	22.75
002039.SZ	黔源电力	20.36	323.35	74.29
000791.SZ	甘肃电投	20.12	163.99	61.92
600674.SH	川投能源	12.63	1252	48.53
000993.SZ	闽东电力	5.83	36.18	9.92
000722.SZ	湖南发展	4.78	17	7.83

资料来源：各公司 2021 年报，公司官网，川财证券研究所

公司自身实力强硬，处于行业领先地位。公司作为国内最大的水电上市公司，营业收入、装机容量和发电量都稳居行业第一位，当前市值超 5000 亿，位居全球电力公司前列。作为资源型企业，公司拥有我国最优质的水能资源的永久使用权，在防洪、发电、航运、补水等方面具有不可替代的重要地位。公司拥有国内最优质的水电站，公司运营管理（含代管）6 座巨型水电站，有 4 座装机容量位居全球前十，拥有 70 万千瓦及以上级巨型水

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

轮发电机组 76 台，占全球同类机组的 59.84%。

图 9：我国十三大水电基地分布图



资料来源：公司价值手册（2021），川财证券研究所

图 10：全球水电站装机容量排行



资料来源：公司网站，川财证券研究所

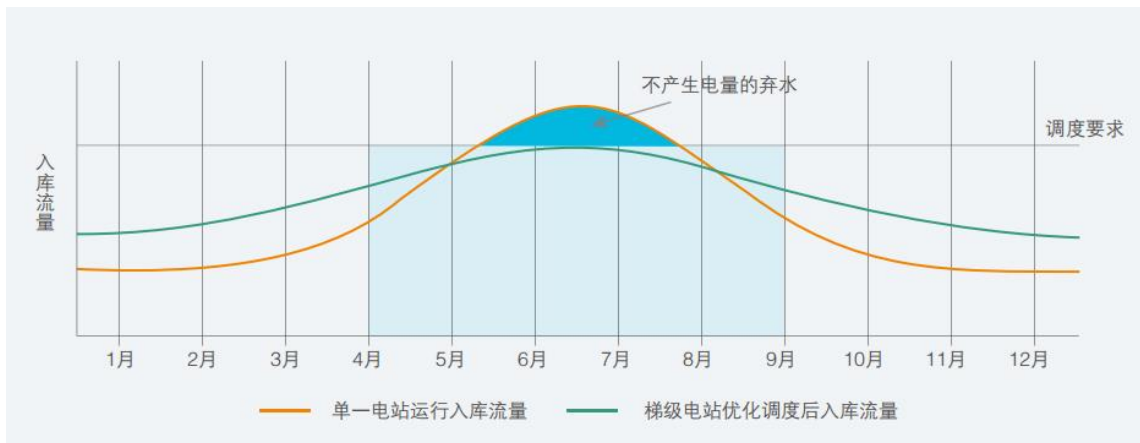
多系统协同合作，效率显著化提升。公司拥有国内规模最大、技术领先的水情遥测系统、气象预报系统、水文预报系统、通信及自动化保障系统。通过上述技术手段，合理制定梯级电站群汛前水位消落、汛期洪水调度和汛后蓄水策略，实施实时优化调度，减少梯

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

级水库弃水，提升平均运行水头，提高水资源利用率，增加梯级电站发电量；减少来水不确定性，通过梯级及区域联合调度，实现全流域协同效应，提升水流的利用与生产效率。

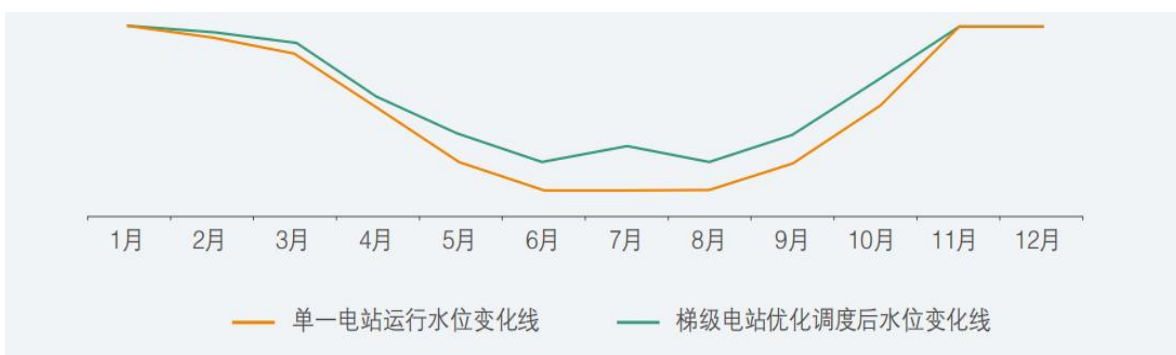
**乌东德电站、白鹤滩电站注入在即，调度体系变更有望提升发电规模。**中国三峡集团做出未来向公司注入乌东德、白鹤滩水电站的承诺，乌东德、白鹤滩电站注入后公司装机容量和发电量将大幅提升，其中，乌东德电站装机容量 1,020 万千瓦，年设计发电量 389 亿千瓦时，利用小时数 3,815 小时；白鹤滩电站装机容量 1,600 万千瓦，年设计发电量 624 亿千瓦时，利用小时数 3,903 小时。此外，乌东德、白鹤滩电站的注入使水库梯级区域调度效应更加凸显，节水增发电量将进一步提升。目前，溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝等 4 座电站已实施统一联合的水库调度，年节水增发电量近 100 亿千瓦时，在乌东德、白鹤滩电站全部机组投产后，将由公司进行统一调度和电力生产管理，届时“六库联调”将进一步减少弃水，提升水资源利用率。

**图 11：通过联合调度减少电站弃水示意图**



资料来源：公司价值手册（2021），川财证券研究所

**图 12：通过联合调度增加电站运行水头示意图**



资料来源：公司价值手册（2021），川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



积极开展新业务，拓展成长新空间。一方面，公司智慧综合能源规模化发展，创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展，与湖南长沙等多个城市和地区签署智慧综合能源战略合作协议，新建并投运江苏宿迁泗阳光储充等 15 个项目，开工建设湖南耒阳生物天然气等一批项目。全球载电量最大、充电技术属世界首创的纯电动船“长江三峡 1 号”成功完成首航，氢燃料动力船“三峡氢舟 1 号”完成定型设计。另一方面，公司新能源、抽蓄业务顺利开局。聚焦“水风光储”多能互补，紧盯“大基地”“大项目”，坚持“送电端、受电端”两端发力，推动新能源业务差异化发展。有序推进金沙江下游水风光一体化基地开发，深入开展水风光互补的运行调度研究。发挥公司水电领域优势，锁定多个抽水蓄能项目。

投融资领域优势助力发展。公司具备 AAA 级和惠誉 A+ 国家主权信用评级优势，债券融资成本均处于市场同期较低水平。此外，公司积极开展产业链上下游和相关新兴领域战略投资，近年来实现投资收益达 40 亿到 50 亿左右，有效平滑来水波动对公司业绩的影响。

表格 4.2021 年发债明细表

债券代码	债券简称	债券类别	发行日期	起息日	到期日	发行规模	利率类型	当期票面利率
188971.SH	21 长电 01	一般公司债	2021-11-05	2021-11-09	2024-11-09	20.00	固定利率	3.05
012102486.IB	21 长电 SCP003	超短期融资券 (SCP)	2021-07-08	2021-07-12	2021-12-19	20.00	固定利率	2.64
012102497.IB	21 长电 SCP002	超短期融资券 (SCP)	2021-07-09	2021-07-12	2021-10-30	15.00	固定利率	2.45
012102469.IB	21 长电 SCP001	超短期融资券 (SCP)	2021-07-07	2021-07-09	2021-11-06	25.00	固定利率	2.55
188243.SH	G21 长电 1	一般公司债	2021-06-16	2021-06-18	2026-06-18	15.00	固定利率	3.73
102100945.IB	21 长电 MTN002(可 持续挂钩)	中期票据	2021-05-06	2021-05-10	2024-05-10	10.00	累进利率	3.40
102100630.IB	21 长电 MTN001	中期票据	2021-04-07	2021-04-09	2024-04-09	25.00	固定利率	3.53
042100115.IB	21 长电 CP002	一般短期融资券 (CP)	2021-03-11	2021-03-15	2022-03-15	20.00	固定利率	3.08
042100011.IB	21 长电 CP001	一般短期融资券 (CP)	2021-01-06	2021-01-08	2022-01-08	25.00	固定利率	2.89

资料来源: iFinD, 川财证券研究所



表格 5.国内参股公司

分类	所持对象	代码	主营业务	投资类型	持股比例
A 股	湖北能源	000883. SZ	电力、煤炭交易、天然气业务	长期股权投资	29.10%
	三峡水利	600116. SH	电力、锰业及贸易	长期股权投资	18.62%
	国投电力	600886. SH	水电、火电	长期股权投资	18.59%
	广州发展	600098. SH	煤炭、管道燃气、火电	长期股权投资	15.35%
	中能股份	600642. SH	火电、煤炭销售、气电、风电	长期股权投资	12.20%
	桂冠电力	600236. SH	水电、风电、火电	长期股权投资	11.36%
	川投能源	600674. SH	投资业务、电力业务、制造业	长期股权投资	11.00%

资料来源：长江电力 2022 年中报，川财证券研究所

### 三、公司近年重大资本运作

#### 3.1 公司近年重大资本运作统计

表格 6.公司近年重大资本运作

交易时间	事项类别	交易金额 (万元)	交易对象	是否关联交易	交易标的
2022-07-01	收购购买	8,048,382.79	中国长江三峡集团有限公司, 长江三峡投资管理有限公司, 云南省能源投资集团有限公司等	是	三峡金沙江云川水电开发有限公司 100% 股权
2019-12-31	收购购买	489,761.00	大唐云南发电有限公司	否	云南华电金沙江中游水电开发有限公司 23% 股权
2017-06-27	收购购买	270,000.00	三峡资本控股有限责任公司	是	三峡资本控股有限责任公司 10% 股权
2016-04-15	收购购买	7,973,515.89	中国长江三峡集团公司, 四川省能源投资集团有限责任公司, 云南省能源投资集团有限公司	是	三峡金沙江川云水电开发有限公司 100% 股权

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

#### 3.2 2022 年非公开增发项目融资

公司 2022 年 7 月 21 日公告：公司计划以发行股份及支付现金的方式购买中国长江三峡集团有限公司、长江三峡投资管理有限公司、云南省能源投资集团有限公司、四川省能源投资集团有限责任公司合计持有的三峡金沙江云川水电开发有限公司的 100% 股权，同

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



时非公开发行股份募集配套资金。近日，三峡集团收到国务院国有资产监督管理委员会出具的《关于中国长江电力股份有限公司资产重组及配套融资有关事项的批复》（国资产权[2022]328号），国务院国资委原则同意公司本次重组的方案。

表格 7.2022 定向增发项目融资

序号	项目名称	计划投入募资(万元)	已投入募资(万元)
1	购买三峡金沙江云川水电开发有限公司部分股权	1,609,676.56	0

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

## 四、投资建议

### 4.1 投资逻辑和观点

**坐拥最优质水资源永久使用权及水电站资产，水电装机规模大。**作为资源型企业，公司拥有我国最优质水能资源的永久使用权和最优质的水电站资产，公司运营管理(含代管)6座巨型水电站，均为国家重要战略工程，位处长江干流之上，其中4座水电站装机容量位居全球前十，拥有70万千瓦及以上级巨型水轮发电机组76台，占全球同类机组的59.84%。公司作为国内最大的水电上市公司，行业领先地位牢固，营业收入、装机容量和发电量都稳居行业第一位。

**乌东德电站、白鹤滩电站注入在即，调度体系变更有望提升发电规模。**乌东德、白鹤滩电站注入后公司装机容量和发电量将大幅提升，其中，乌东德电站装机容量1,020万千瓦，年设计发电量389亿千瓦时，利用小时数3,815小时；白鹤滩电站装机容量1,600万千瓦，年设计发电量624亿千瓦时，利用小时数3,903小时。此外，乌东德、白鹤滩电站的注入使水库梯级区域调度效应更加凸显，节水增发电量将进一步提升。目前，溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝等4座电站已实施统一联合的水库调度，年节水增发电量近100亿千瓦时，在乌东德、白鹤滩电站全部机组投产后，将由公司进行统一调度和电力生产管理，届时“六库联调”将进一步减少弃水，提升水资源利用率。

**积极开展新业务，拓展成长新空间。**公司智慧综合能源规模化发展，创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展，与多个城市和地区签署智慧综合能源战略合作协议，新建并投运江苏宿迁泗阳光储充等15个项目，开工建设湖南耒阳生物天然气等一批项目。公司新能源、抽蓄业务顺利开局，公司聚焦“水风光储”多能互补，紧盯“大基地”“大项目”，坚持“送电端、受电端”两端发力，推动新能源业务差异化发展；有序推进金沙江下游水风光一体化基地开发，发挥公司水电领域优势，锁定多个抽水蓄能项目。优化战略投资布局，2021年实现投资收益54.26亿元，创历史新高，有效平滑来水波动对公司业绩的影响。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

## 4.2 盈利预测与估值比较

### 4.2.1. 盈利预测

#### 4.2.1.1. 最新披露财务数据

2022年8月30日，长江电力披露半年报，公司上半年实现营业收入253.88亿元，同比增长27.57%；实现归属于上市公司股东的净利润112.92亿元，同比增长31.57%。

#### 4.2.1.2. 盈利预测假设

长江流域三季度出现罕见高温天气，预计对公司下半年业绩有一定影响；公司水电业务毛利率和销售费用、研发费用、管理费用占营业收入的比例不出现大幅波动；公司对外投资收益保持在稳定区间。

#### 4.2.1.3. 盈利预测结论

暂不考虑乌白注入，我们预计2022-2024年公司营业收入分别为561.34（同比增长0.88%）、583.50和594.82亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为269.04（同比增长2.40%）、280.65和286.86亿元。总股本227.4亿股，对应EPS1.18、1.23、1.26元，给予“增持”评级。

表格 8.公司分业务收入和毛利率假设（单位：百万元）

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	电力	49,659.31	52,882.35	48,752.35	49,239.88	51,455.67	52,587.69
	同比增长		6.49%	-7.81%	1.00%	4.50%	2.20%
	其他	134.06	4,342.97	5,887.74	5,887.74	5,887.74	5,887.74
	同比增长		3139.66%	35.57%	0.00%	0.00%	0.00%
	其他业务	0.00	558.05	1,006.17	1,006.17	1,006.17	1,006.17
	同比增长			80.30%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	电力	62.52%	66.39%	66.02%	66.21%	66.21%	66.21%
	其他	42.15%	32.33%	32.12%	32.22%	32.22%	32.22%
	其他业务	0.00%	22.16%	45.06%	45.06%	45.06%	45.06%

资料来源：公司公告，预测截止日期2022年10月10日，川财证券研究所

### 4.2.2. 估值比较

截止2022年10月10日，公司股价23.36元，总股本227.4亿股，对应市值5312亿元，2022-2024年PE约为19.75、18.93和18.52倍。



表格 9.可比公司估值

代码	公司	股价/ 元	市值/亿元	EPS/元			PE			PB	ROE
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
000601.SZ	韶能股份	4.74	51.22	0.03	0.18	0.22	199.94	29.72	24.27	1.08	2.84%
000722.SZ	湖南发展	11.67	54.17	0.26	0.36	0.40	34.42	39.41	35.21	1.72	2.55%
000791.SZ	甘肃电投	4.79	65.12	0.19	0.29	0.36	35.72	19.10	15.60	0.95	2.12%
000993.SZ	闽东电力	10.07	46.12	0.26	0.58	0.71	51.76	20.52	16.73	2.12	6.42%
600025.SH	华能水电	6.83	1229.40	0.32	0.40	0.43	20.32	18.76	17.28	2.36	5.92%
600236.SH	桂冠电力	5.96	469.79	0.17	0.34	0.34	37.43	18.79	18.93	3.04	10.87%
600674.SH	川投能源	12.15	535.51	0.70	0.81	0.91	17.84	16.37	14.62	1.76	5.03%
600886.SH	国投电力	10.73	799.83	0.33	0.78	0.89	35.09	14.78	13.05	1.70	4.45%

资料来源: iFinD, 预测截止日期 2022 年 10 月 10 日, 川财证券研究所

## 风险提示

### 长江来水风险

公司目前管理的6座水电站（含委托管理的乌东德、白鹤滩电站）均分布在长江中上游，发电量与梯级水库来水密切相关，来水的不确定性对公司电力生产可能产生一定影响。

### 安全生产风险

公司梯级电站均位于长江干流，担负防洪、发电、航运、补水等多项任务，运行条件复杂。电站机组容量大、台数多，设备种类多、运行周期长，设备运行管理难度大，大坝安全管理责任重。

### 投资管控风险

在新冠疫情蔓延、全球经济增长趋缓和国内经济结构调整的背景下，公司开展对外投资，受国内外政治、经济、资本市场变化、市场竞争加剧等多种因素影响，导致投资难度加大，投资收益可能低于预期。投资完成后，存在地域、文化、制度、思维等方面差异，并购项目也面临一定的管控和文化融合风险。

## 盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7323.45	9231.21	9929.98	30592.82	50872.07	70739.30	营业收入	49874.09	57783.37	55646.25	56133.78	58349.57	59481.60
应收账款及账款	2947.00	3567.72	3768.78	3560.56	3701.11	3772.92	营业成本	18697.29	21149.45	21113.08	21181.65	21930.37	22312.88
预付账款	14.45	48.86	93.61	52.72	54.80	55.86	税金及附加	1168.81	1192.93	1163.62	1216.07	1264.07	1288.59
其他应收款	68.07	497.30	628.72	397.98	413.69	421.72	销售费用	27.79	115.42	150.42	151.56	157.54	160.60
存货	222.40	282.06	470.03	335.33	347.19	353.24	管理费用	813.63	1292.80	1359.77	1369.66	1423.73	1451.35
其他流动资产	459.77	948.46	3032.33	1499.25	1558.43	1588.67	研发费用	41.07	39.57	39.42	39.29	40.84	41.64
流动资产总计	11035.15	14675.61	17923.46	36538.67	56947.30	76931.71	财务费用	5210.95	4985.91	4751.37	3910.93	3839.29	3769.20
长期股权投资	40258.23	50424.13	60716.84	63404.18	65091.51	68778.84	资产减值损失	-35.60	-17.74	40.38	0.00	0.00	0.00
固定资产	226291.97	231119.86	219349.63	210048.72	201247.32	192918.34	信用减值损失	3.34	-1.49	-11.73	0.00	0.00	0.00
在建工程	6880.64	2993.47	2891.58	2562.31	3656.72	3174.79	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
无形资产	191.46	20614.33	20181.42	16817.85	13454.28	10090.71	投资收益	3074.75	4052.76	5425.67	5311.22	5311.22	5311.22
长期待摊费用	1.74	1.21	47.62	47.62	23.81	23.81	公允价值变动损益	-26.95	-172.89	335.48	0.00	1.00	2.00
其他非流动资产	11823.69	10998.49	7452.74	7447.45	7442.15	7436.86	资产处置收益	0.03	22.04	13.91	11.99	11.99	11.99
非流动资产合计	285447.73	316151.48	310639.83	301328.13	291915.79	282423.35	其他收益	2.61	5.89	3.87	4.12	4.12	4.12
资产总计	296482.88	330827.10	328563.28	337866.80	348863.09	359355.06	营业利润	26932.73	32895.85	32876.17	33591.94	35023.07	35788.67
短期借款	21308.00	24057.63	12315.81	12315.81	12315.81	12315.81	营业外收入	29.22	50.97	30.30	36.83	36.83	36.83
应付票据及账款	105.52	894.33	693.93	796.68	824.84	839.23	营业外支出	334.93	491.28	497.13	441.12	441.12	441.12
其他流动负债	34545.03	53514.65	40396.47	40460.82	41897.28	42631.15	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
流动负债合计	55958.55	78466.61	53406.22	53573.32	56037.93	56786.19	利润总额	26627.01	32455.54	32409.34	33187.66	34619.78	35386.38
长期借款	68394.79	51974.20	71057.45	71057.45	71057.45	71057.45	所得税	5059.56	5949.28	5923.90	6066.16	6327.93	6468.05
其他非流动负债	22113.57	22064.68	13811.40	13811.40	13811.40	13811.40	净利润	21567.45	26506.26	26485.44	27121.49	28291.85	28918.33
非流动负债合计	90508.36	74038.88	84868.84	84868.84	84868.84	84868.84	少数股东损益	23.95	208.37	212.45	217.55	226.93	231.96
负债合计	146466.91	152505.49	138275.06	138442.16	139906.77	140655.03	归属母公司股东净利润	21543.49	26297.89	26273.00	26903.95	28064.91	28686.37
股本	22000.00	22741.86	22741.86	22741.86	22741.86	22741.86	EBITDA	43897.51	49079.35	48581.02	50874.24	52335.35	53111.98
资本公积	44364.31	56928.12	56915.34	56915.34	56916.34	56918.34	NOPLAT	26120.87	31169.39	30485.78	30709.87	31819.67	32386.88
留存收益	83145.86	92448.16	101406.62	110325.49	119629.23	129138.98	EPS(元)	0.95	1.16	1.16	1.18	1.23	1.26
归属母公司权益	149510.17	172118.15	181063.82	189982.69	199287.43	208799.18							
少数股东权益	505.79	6203.46	9224.40	9441.95	9568.89	9900.85							
股东权益合计	150015.97	178321.61	190288.22	199424.64	208956.31	218700.03							
负债和股东权益合计	296482.88	330827.10	328563.28	337866.80	348863.09	359355.06							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	21567.45	26506.26	26485.44	23098.30	24267.02	24891.86
折旧与摊销	12059.55	11637.90	11420.31	13775.65	13876.29	13956.39
财务费用	5210.95	4985.91	4751.37	3910.93	3839.29	3769.20
投资损失	-3074.75	-4052.76	-5425.67	-5311.22	-5311.22	-5311.22
营运资金变动	624.23	1829.21	-1554.45	2314.72	1235.24	631.07
其他经营现金流	77.00	130.34	-21.78	4911.06	4911.06	4911.06
经营性现金流	36464.42	41036.86	35555.23	42599.44	42817.67	42848.37
资本支出	16322.61	3676.75	11727.17	1776.62	1776.62	1776.62
长期投资	-5328.27	-3381.95	-5087.36	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	15019.23	1458.45	10249.32	1736.03	1738.66	1741.30
投资性现金流	-6631.45	-3603.72	-6555.21	-40.59	-37.96	-35.32
短期借款	8608.00	2749.63	-11741.82	0.00	0.00	0.00
长期借款	8128.90	-16420.59	19083.25	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	741.86	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	68.81	12563.81	-12.78	0.00	1.00	2.00
其他筹资现金流	-44679.30	-2642.03	-35709.39	-21896.01	-22601.46	-22947.82
筹资性现金流	-27873.59	-3007.33	-28380.74	-21896.01	-22600.46	-22945.82
现金流量净额	1983.46	1905.27	623.33	20762.84	20179.25	19867.23

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力						
营收增长率	-2.62%	15.86%	-3.70%	0.88%	3.95%	1.94%
营业利润增长率	-1.68%	22.14%	-0.06%	2.18%	4.26%	2.19%
EBIT增长率	-3.11%	17.60%	-0.75%	-0.17%	3.67%	1.81%
EBITDA增长率	-2.63%	11.80%	-1.02%	4.72%	2.87%	1.48%
归母净利润增长率	-4.72%	22.07%	-0.09%	2.40%	4.32%	2.21%
经营现金流增长率	-8.23%	12.54%	-13.11%	19.76%	0.28%	0.07%
盈利能力						
毛利率	62.51%	63.40%	62.06%	62.27%	62.42%	62.49%
净利率	43.24%	45.87%	47.60%	48.32%	48.49%	48.62%
营业利润率	54.00%	56.93%	59.08%	59.84%	60.02%	60.17%
ROE	14.41%	15.28%	14.51%	14.16%	14.08%	13.74%
ROA	7.27%	7.95%	8.00%	7.96%	8.04%	7.98%
ROIC	13.19%	13.61%	12.42%	11.48%	12.37%	13.11%
估值倍数						
P/E	24.66	20.20	20.22	19.75	18.93	18.52
P/S	10.65	9.19	9.55	9.46	9.10	8.93
P/B	3.55	3.09	2.93	2.80	2.67	2.54
股息率	2.82%	3.00%	3.49%	3.39%	3.53%	3.61%
EV/EBIT	15.20	13.60	16.22	16.13	15.05	14.29
EV/EBITDA	11.02	10.37	12.41	11.76	11.06	10.54
EV/NOPLAT	18.53	16.33	19.77	19.49	18.20	17.28

数据来源: 同花顺iFind

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明