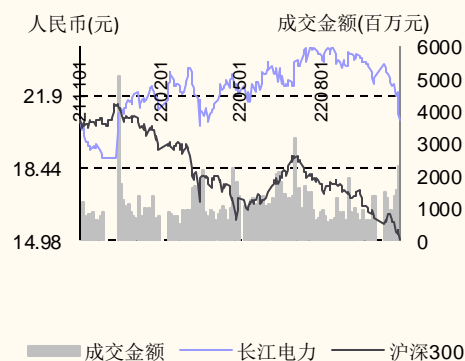


市场价格 (人民币): 20.68 元

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)	4,703.02
年内股价最高最低(元)	24.23/18.89
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 1.《Q2 来水偏丰促业绩增长, 乌白注入值得期待-长江电力 22H1 中...》, 2022.8.31
- 2.《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

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

来水偏枯影响短期业绩, 拓展抽蓄迎新成长

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	56,018	63,203	66,932
营业收入增长率	15.86%	-3.70%	0.67%	12.83%	5.90%
归母净利润(百万元)	26,298	26,273	26,864	30,147	32,206
归母净利润增长率	22.07%	-0.09%	2.25%	12.22%	6.83%
摊薄每股收益(元)	1.156	1.155	1.181	1.326	1.416
每股经营性现金流净额	1.80	1.57	1.52	1.94	2.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.28%	14.51%	14.28%	15.24%	15.37%
P/E	16.57	19.65	17.51	15.60	14.60
P/B	2.53	2.85	2.50	2.38	2.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 10 月 30 日晚, 公司披露 2022 年三季报。公司 1~9 月实现营收 412.7 亿元, 同比+2%; 归母净利润 189.4 亿元, 同比-3.2%, 其中 3Q22 实现营收 158.8 亿元, 同比-22.7%; 归母净利润 76.5 亿元, 同比-30.3%。

经营分析

- **Q3 业绩暂受来水偏枯影响。**进入 Q3 以来长江来水极端偏枯, 公司 Q3 总发电量 534 亿千瓦时, 较上年同期减少 34.2%。其中, 溪洛渡水库来水总量 422.7 亿立方米, 较上年同期偏枯 20.5%; 三峡水库来水总量约 1006.8 亿立方米, 较上年同期偏枯 54.4%。由于 1H22 来水情况较好, 1~9 月总发电量 1485.3 亿千瓦时, 总体较上年同期减少 2.6%。
- **乌白注入叠加“六库联调”, 打开水电增量空间。**当前乌白资产注入的进展顺利, 假设乌/白年均发电量 389.1/624.43 亿千瓦时, 基于往年上网均价 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; 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, 同时有助于平抑气候因素带来的出力波动。
- **抽水蓄能获新核准, 加码新能源提供成长新动力。**公司于 10 月 20 日收到甘肃发改委下发的关于张掖抽水蓄能电站项目核准的批复, 项目总装机规模 140 万千瓦, 建成后将承担甘肃电网调峰填谷等辅助服务。当前抽蓄“新两部制电价”政策已明确了合理收益率, 项目将在远期为公司带来稳定的增量回报。此外, 公司持续推进新能源拓展。在去年 11 月联合母公司成立长电云能、着眼金沙江下游水风光一体化大基地建设后, 于今年 9 月参股设立内蒙古三峡陆上新能源投资有限公司 (出资 33 亿元对应持股 33%), 着眼内蒙地区的新能源开发。

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 268.6/301.5/322.1 亿元, 对应 EPS 为 1.18/1.33/1.42 元, 对应 PE 为 17/15/14 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示

- 长江来水不及预期风险、电价不及预期风险、新业务拓展不及预期风险等。

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	
主营业务收入	49,874	57,783	55,646	56,018	63,203	66,932	货币资金	7,323	9,231	9,930	10,244	12,131	13,170	
增长率	15.9%	15.9%	-3.7%	0.7%	12.8%	5.9%	应收账款	3,015	4,165	4,398	6,845	7,724	8,179	
主营业务成本	-18,697	-21,149	-21,113	-20,261	-23,021	-24,778	存货	222	282	470	527	599	645	
%销售收入	37.5%	36.6%	37.9%	36.2%	36.4%	37.0%	其他流动资产	474	997	3,126	3,326	3,355	3,373	
毛利	31,177	36,634	34,533	35,756	40,182	42,153	流动资产	11,035	14,676	17,923	20,942	23,809	25,367	
%销售收入	62.5%	63.4%	62.1%	63.8%	63.6%	63.0%	%总资产	3.7%	4.4%	5.5%	6.2%	7.0%	7.3%	
营业税金及附加	-1,169	-1,193	-1,164	-1,120	-1,264	-1,339	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	
销售费用	-28	-115	-150	-165	-186	-197	%总资产	78.6%	70.8%	67.4%	66.3%	65.9%	65.8%	
%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	
管理费用	-814	-1,293	-1,360	-1,400	-1,580	-1,673	非流动资产	285,448	316,151	310,640	315,265	317,902	320,940	
%销售收入	1.6%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	96.3%	95.6%	94.5%	93.8%	93.0%	92.7%	
研发费用	-41	-40	-39	-28	-32	-33	资产总计	296,483	330,827	328,563	336,207	341,711	346,307	
%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	24,840	17,987	9,090	
息税前利润 (EBIT)	29,125	33,993	31,820	33,042	37,120	38,910	应付款项	21,148	17,855	14,164	16,037	18,212	19,581	
%销售收入	58.4%	58.8%	57.2%	59.0%	58.7%	58.1%	其他流动负债	11,003	12,630	9,486	6,284	6,687	6,940	
财务费用	-5,211	-4,986	-4,751	-5,100	-5,249	-4,693	流动负债	55,959	78,467	53,406	47,162	42,887	35,611	
%销售收入	10.4%	8.6%	8.5%	9.1%	8.3%	7.0%	长期贷款	24,600	14,447	36,439	38,939	38,939	38,939	
资产减值损失	-32	-19	29	0	0	0	其他长期负债	65,908	59,592	48,429	52,526	52,406	52,317	
公允价值变动收益	-27	-173	335	222	222	222	负债	146,467	152,505	138,275	138,627	134,232	126,867	
投资收益	3,075	4,053	5,426	5,150	5,230	5,400	普通股股东权益	149,510	172,118	181,064	188,141	197,820	209,558	
%税前利润	11.5%	12.5%	16.7%	15.6%	14.1%	13.7%	其中：股本	22,000	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742	
营业利润	26,933	32,896	32,876	33,323	37,332	39,848	未分配利润	56,474	67,815	76,768	83,164	92,844	104,582	
营业利润率	54.0%	56.9%	59.1%	59.5%	59.1%	59.5%	少数股东权益	506	6,203	9,224	9,439	9,659	9,882	
营业外收支	-306	-440	-467	-300	-300	-300	负债股东权益合计	296,483	330,827	328,563	336,207	341,711	346,307	
税前利润	26,627	32,456	32,409	33,023	37,032	39,548	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	53.4%	56.2%	58.2%	59.0%	58.6%	59.1%	每股指标							
所得税	-5,060	-5,949	-5,924	-5,944	-6,666	-7,119	每股收益	0.979	1.156	1.155	1.181	1.326	1.416	
所得税率	19.0%	18.3%	18.3%	18.0%	18.0%	18.0%	每股净资产	6.796	7.568	7.962	8.273	8.698	9.215	
净利润	21,567	26,506	26,485	27,079	30,366	32,429	每股经营现金净流	1.657	1.804	1.571	1.525	1.942	2.006	
少数股东损益	24	208	212	215	219	224	每股股利	0.680	0.700	0.815	0.900	0.900	0.900	
归属于母公司的净利润	21,543	26,298	26,273	26,864	30,147	32,206	回报率							
净利率	43.2%	45.5%	47.2%	48.0%	47.7%	48.1%	净资产收益率	14.41%	15.28%	14.51%	14.28%	15.24%	15.37%	
							总资产收益率	7.27%	7.95%	8.00%	7.99%	8.82%	9.30%	
							投入资本收益率	9.70%	9.91%	8.89%	8.93%	9.93%	10.31%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-2.62%	15.86%	-3.70%	0.67%	12.83%	5.90%	
							EBIT增长率	-3.08%	16.71%	-6.39%	3.84%	12.34%	4.82%	
							净利润增长率	-4.72%	22.07%	-0.09%	2.25%	12.22%	6.83%	
							总资产增长率	0.33%	11.58%	-0.68%	2.33%	1.64%	1.35%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	20.4	20.8	24.3	37.1	37.1	37.1	
							存货周转天数	4.3	4.4	6.5	9.5	9.5	9.5	
							应付账款周转天数	1.7	8.2	13.4	13.3	13.3	13.3	
							固定资产周转天数	1,656.1	1,459.9	1,434.6	1,423.7	1,263.1	1,190.6	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	56.58%	50.88%	47.43%	47.33%	40.86%	34.10%	
							EBIT利息保障倍数	5.6	6.8	6.7	6.5	7.1	8.3	
							资产负债率	49.40%	46.10%	42.08%	41.23%	39.28%	36.63%	

来源：公司公告、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	3	9	26	37	103
增持	1	2	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.18	1.13	1.10	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。

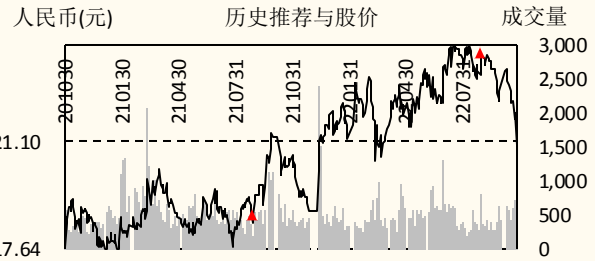
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-11-01	买入	18.96	N/A
2	2021-08-31	买入	19.09	N/A
3	2022-05-01	买入	22.72	N/A
4	2022-08-31	买入	23.28	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