

## 来水波动造成短期业绩承压，看好公司长期发展

### —长江电力（600900）2022年第三季度报告点评

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31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

#### ❖ 事件

长江电力发布三季度报告，公司第三季度实现营业收入158.81亿元，同比下降22.71%；实现归属于上市公司股东的净利润76.53亿元，同比下降30.34%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润77.36亿元，同比下降29.52%。前三季度实现营业收入412.69亿元，同比增长2.03%；实现归属于上市公司股东的净利润189.44亿元，同比下降3.18%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润190.15亿元，同比增长5.05%。

#### ❖ 点评

罕见高温天气导致主汛期来水严重偏枯，公司第三季度发电量大幅下降。受第三季度来水偏少影响，公司第三季度总发电量534.18亿千瓦时，较上年同期减少34.20%。其中，三峡电站、葛洲坝电站、溪洛渡电站、向家坝电站分别完成发电量200.28、49.12、179.94、104.85亿千瓦时，较上年同期分别减少51.75%、21.19%、17.60%、9.69%。但得益于上半年来水偏丰以及三季度电价上涨，公司前三季度总发电量和营业收入并未发生大幅波动，公司前三季度总发电量1485.32亿千瓦时，较上年同期减少2.61%，营业收入412.69亿元，同比增长2.03%。

积极拓展新业务，打开成长新空间。公司立足水电主业的同时，着力构建“大水电平台+新能源业务平台+智慧综合能源平台+配售电平台+国际业务平台+投资业务平台”等多平台协同发展新格局。在产业链条方面，从以发电为主拓展到“发一配一售”并举，形成完整产业链；在能源结构方面，从单一水电扩展到水风光储并举，多能互补，构建水风光储一体化发展格局；在业务形态方面，由单一电源运行管理，拓展到智慧综合能源开发，从发电侧拓展到用户侧综合服务；在对外投资方面，推动与长江上游流域水电开发主体建立股权纽带关系，积极推进长江流域水电资源联合调度，实现效益与规模同步增长。

#### ❖ 维持“增持”评级

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31日，公司股价20.26元，总股本227.4亿股，对应市值4608亿元，2022-2024年对应PE约为17.13、16.42和16.06倍，对应EPS1.18、1.23、1.26元，维持“增持”评级。

#### ❖ 风险提示：来水不及预期、电价波动风险等

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	17.54	17.13	16.42	16.06

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 10 月 31 日，川财证券研究所

## 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	30692.82	50872.07	70739.30	营业收入	49874.09	57783.37	55646.25	56133.78	58349.57	59481.60
应收票据及账款	2947.00	3667.72	3768.78	3560.65	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	292.06	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	4028.23	50424.13	60716.84	63404.18	66091.51	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	3562.31	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	公允价值变动损益	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	59598.55	78466.61	53406.22	53573.32	55037.93	55786.19	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	119429.23	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	9668.89	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	36555.23	42699.44	42817.67	42848.37
资本支出	16322.61	3676.75	11727.17	1776.62	1776.62	1776.62
长期投资	-5328.07	-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	-6531.45	-3603.76	-6565.21	-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	-16420.69	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	-44479.30	-2642.03	-35709.39	-21896.01	-22601.46	-22947.82
筹资性现金流	-27873.69	-3007.33	-28380.74	-21896.01	-22600.46	-22945.82
现金流量净额	1983.45	1906.27	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%
EBITDA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	21.39	17.52	17.54	17.13	16.42	16.06
P/S	9.24	7.97	8.28	8.21	7.90	7.75
P/B	3.08	2.68	2.54	2.43	2.31	2.21
股息率	3.25%	3.46%	4.02%	3.90%	4.07%	4.16%
EV/EBIT	15.20	13.60	16.22	14.23	13.22	12.49
EV/EBITDA	11.02	10.37	12.41	10.38	9.72	9.21
EV/NOPLAT	18.53	16.33	19.77	17.19	15.98	15.10

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、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