

## 来水偏枯业绩放缓, 资产重组稳固推进

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年三季度报, 2022年前三季度营业收入413亿元(+2.0%), 归母净利润189亿元(-3.2%); 其中2022Q3营收159亿元(-22.7%), 归母净利润76.5亿元(-30.3%)。
- **三季度流域来水偏枯水电受限, 公司营收增速放缓。** 2022年前三季度公司营收413亿元(+2.0%), 其中Q3实现营收159亿元, 同比下降22.7%, 环比增加1.5%; Q3归母净利润76.5亿元, 同比下降30.3%, 环比下降6.2%; 受极端高温天气影响, 三季度公司主要水电站来水量较同期均有所回落, 2022Q3长江上游溪洛渡水库来水量约423亿立方米(-20.5%), 三峡水库来水总量约1007亿立方米(-54.4%); 三季度公司总发电量为534亿kWh(-34.2%), 营收及归母净利较同期均有所下降。
- **资产重组方案落实, 装机有望迎来再次增长。** 2022年6月公司拟收购乌白电站主体川云公司, 本次资产重组预计为公司购入世界第二的白鹤滩水电站及世界第七的乌东德水电站, 公司装机容量将由45.6GW增至71.8GW, 并且此次收购PB仅为1.42倍, 具有明显的估值优势; 此外, 2022年9月公司与三峡集团、三峡资本共同拟出资100亿元, 在内蒙古设立三峡陆上新能源投资有限公司, 充分利用内蒙古的地理资源优势开拓风能、地热、太阳能等可再生能源领域。
- **投资收益稳增长缓解三季度业绩下行压力, 新项目获批巩固世界水电地位。** 公司围绕水电主业, 聚焦新能源、配售电、整体产业链等领域加强投资布局, 截至2022年9月底, 公司投资收益为41.8亿元, 较6月底增加12.3亿元。同时公司于2022年10月获得甘肃张掖抽水蓄能电站项目核准批复, 此次新项目的批复建设将为公司带来1.4GW的新增装机, 进一步增加公司总装机容量, 巩固世界水电龙头地位。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为1.18/1.26/1.30元, 未来2023-2024年归母净利润CAGR为5.03%。鉴于乌白注入将显著增强公司调度能力, 秘鲁路德斯子公司业绩有望改善, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 资产重组不及预期风险、来水不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	55646.25	57656.34	62019.66	64962.09
增长率	-3.70%	3.61%	7.57%	4.74%
归属母公司净利润(百万元)	26273.00	26837.30	28610.69	29603.44
增长率	-0.09%	2.15%	6.61%	3.47%
每股收益EPS(元)	1.16	1.18	1.26	1.30
净资产收益率ROE	13.92%	13.42%	13.46%	13.15%
PE	18	17.5	16.4	15.9
PB	2.47	2.33	2.19	2.07

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠  
执业证号: S1250522100001  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn  
联系人: 刘洋  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	227.42
流通A股(亿股)	220.00
52周内股价区间(元)	19.53-25.05
总市值(亿元)	4,703.02
总资产(亿元)	3,353.22
每股净资产(元)	7.73

### 相关研究

1. 长江电力(600900): 来水偏丰业绩亮眼, 水电龙头地位巩固 (2022-08-31)
2. 长江电力(600900): 定价凸显性价比, 水电核心强巩固 (2022-07-01)
3. 长江电力(600900): 乌白电站注入在即, 六库联调增发提效 (2022-05-30)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：截至三季度末，公司水电总装机 45.6GW，预计未来甘肃张掖等抽水蓄能建成后水电装机将进一步增长。此外白鹤滩预计今年完工，预计 2023 年乌白注入后公司的联合调度能力将得到增强。考虑到 2022Q3 全国多地持续高温酷暑导致来水同比偏枯，我们预测 2022-2024 年发电量同比+1.0%/+7.5%/+4.1%；

假设 2：路德斯并购完成使得公司 2020 年其他主营业务同比大幅增加 3140%，随着秘鲁逐步走出疫情阴霾，我们预测 2022-2024 年路德斯公司营业收入将逐步恢复正常；

假设 3：市场化一定程度上会抑制电价，我们预期 2022-2024 年售电电价同比-0.5%/-2.8%/-1.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电力	收入	52882.35	48752.35	48996.1	51445.9	52474.8
	增速	6.5%	-7.8%	0.5%	5.0%	2.0%
	毛利率	66.4%	66.0%	66.0%	66.2%	66.2%
其他主营业务	收入	4342.97	5887.74	7654.1	9567.6	11481.1
	增速	3139.6%	35.6%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	32.3%	32.1%	32.1%	32.1%	32.1%
其他业务	收入	558.05	1006.17	1006.2	1006.2	1006.2
	增速	591.3%	80.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	22.2%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%
合计	收入	57783.4	55646.3	57656.3	62019.7	64962.1
	增速	23.0%	-3.7%	3.6%	7.6%	4.7%
	毛利率	63.4%	62.1%	61.1%	60.6%	59.8%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	55646.25	57656.34	62019.66	64962.09	净利润	26485.44	27052.85	28841.01	29841.56
营业成本	21113.08	22407.08	24436.03	26082.71	折旧与摊销	11420.31	12779.27	13029.32	13287.86
营业税金及附加	1163.62	1153.13	1240.39	1299.24	财务费用	4751.37	4708.55	4727.74	4723.32
销售费用	150.42	115.31	124.04	129.92	资产减值损失	40.38	44.42	35.54	39.09
管理费用	1359.77	1268.44	1364.43	1429.17	经营营运资本变动	-12115.74	4206.61	2501.87	1042.36
财务费用	4751.37	4708.55	4727.74	4723.32	其他	5150.70	-7685.31	-5464.14	-5500.87
资产减值损失	40.38	44.42	35.54	39.09	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>35732.46</b>	<b>41106.40</b>	<b>43671.34</b>	<b>43433.33</b>
投资收益	5425.67	5154.39	5205.93	5257.99	资本支出	-8003.96	-9500.00	-11500.00	-10000.00
公允价值变动损益	335.48	335.48	335.48	335.48	其他	1438.75	-4421.51	-4371.11	-4320.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6565.21</b>	<b>-13921.51</b>	<b>-15871.11</b>	<b>-14320.30</b>
<b>营业利润</b>	<b>32876.17</b>	<b>33449.28</b>	<b>35632.90</b>	<b>36852.11</b>	短期借款	-11741.82	-315.81	-1000.00	-1000.00
其他非经营损益	-466.83	-457.99	-460.94	-459.95	长期借款	21992.23	-4000.00	-4000.00	-4000.00
<b>利润总额</b>	<b>32409.34</b>	<b>32991.28</b>	<b>35171.96</b>	<b>36392.15</b>	股权融资	-12.78	0.00	0.00	0.00
所得税	5923.90	5938.43	6330.95	6550.59	支付股利	-15919.30	-15763.80	-16102.38	-17166.42
净利润	26485.44	27052.85	28841.01	29841.56	其他	-22699.07	-8487.74	-6421.48	-6325.62
少数股东损益	212.45	215.55	230.31	238.13	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28380.74</b>	<b>-28567.36</b>	<b>-27523.86</b>	<b>-28492.04</b>
归属母公司股东净利润	26273.00	26837.30	28610.69	29603.44	<b>现金流量净额</b>	<b>700.57</b>	<b>-1382.47</b>	<b>276.37</b>	<b>620.99</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9929.98	8547.51	8823.88	9444.88	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4436.08	4819.60	5432.02	5885.67	销售收入增长率	-3.70%	3.61%	7.57%	4.74%
存货	470.03	498.42	509.84	478.56	营业利润增长率	-0.06%	1.74%	6.53%	3.42%
其他流动资产	3087.36	3344.07	3721.18	3897.73	净利润增长率	-0.08%	2.14%	6.61%	3.47%
长期股权投资	60716.84	70716.84	80716.84	90716.84	EBITDA 增长率	-0.95%	3.85%	4.82%	2.76%
投资性房地产	113.82	125.21	137.73	151.50	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	221589.42	218131.30	216461.14	213070.43	毛利率	62.06%	61.14%	60.60%	59.85%
无形资产和开发支出	21168.67	21352.27	21497.88	21605.49	三费率	11.25%	10.57%	10.02%	9.67%
其他非流动资产	7051.07	6946.31	6841.55	6736.79	净利率	47.60%	46.92%	46.50%	45.94%
<b>资产总计</b>	<b>328563.28</b>	<b>334481.54</b>	<b>344142.06</b>	<b>351987.88</b>	ROE	13.92%	13.42%	13.46%	13.15%
短期借款	12315.81	12000.00	11000.00	10000.00	ROA	8.06%	8.09%	8.38%	8.48%
应付和预收款项	5664.54	5087.76	5554.08	5680.37	ROIC	14.21%	14.34%	15.13%	15.51%
长期借款	36439.37	32439.37	28439.37	24439.37	EBITDA/销售收入	88.14%	88.35%	86.09%	84.45%
其他负债	83855.34	83377.13	84832.70	84877.09	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>138275.06</b>	<b>132904.26</b>	<b>129826.16</b>	<b>124996.83</b>	总资产周转率	0.17	0.17	0.18	0.19
股本	22741.86	22741.86	22741.86	22741.86	固定资产周转率	0.25	0.27	0.30	0.32
资本公积	56915.34	56915.34	56915.34	56915.34	应收账款周转率	14.97	14.75	14.59	14.11
留存收益	101087.70	112161.20	124669.52	137106.54	存货周转率	10.40	9.33	17.39	17.21
归属母公司股东权益	181063.82	192137.32	204645.63	217082.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.97%	—	—	—
少数股东权益	9224.40	9439.96	9670.27	9908.40	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>190288.22</b>	<b>201577.28</b>	<b>214315.91</b>	<b>226991.05</b>	资产负债率	42.08%	39.73%	37.72%	35.51%
负债和股东权益合计	328563.28	334481.54	344142.06	351987.88	带息债务/总负债	59.83%	59.00%	58.09%	57.94%
					流动比率	0.34	0.30	0.29	0.30
					速动比率	0.33	0.29	0.29	0.29
					股利支付率	60.59%	58.74%	56.28%	57.99%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.16	1.18	1.26	1.30
					每股净资产	8.37	8.86	9.42	9.98
					每股经营现金	1.57	1.81	1.92	1.91
					每股股利	0.70	0.69	0.71	0.75
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	49047.85	50937.10	53389.96	54863.29					
PE	17.90	17.52	16.44	15.89					
PB	2.47	2.33	2.19	2.07					
PS	8.45	8.16	7.58	7.24					
EV/EBITDA	11.28	10.83	10.29	9.98					
股息率	3.38%	3.35%	3.42%	3.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn