

长江电力 (600900.SH)

白鹤滩送苏电价落地, 乌白电站过户完成

核心观点:

- **江苏省发改委明确白鹤滩送苏电价, 2023 年落地电价超预期。**江苏省发改委明确白鹤滩送苏落地电价遵循“基准落地电价+浮动电价”形成机制, 2023 年江苏省电力市场年度交易均价 0.4666 元/千瓦时 (较基准价上浮 19.35%), 据此计算 2023 年白鹤滩电站送苏落地电价为 0.4388 元/千瓦时, 测算较基准价可提高 9 亿利润。白鹤滩电站设计发电量 624 亿千瓦时, 预计送江苏电量 242 亿千瓦时 (占比约 38.8%)。
- **资产重组事项加速推进, 云川公司过户完成。**1 月 10 日, 公司公告称云川公司已完成过户成为公司全资子公司, 后续尚需向云川公司股东发行股份并支付现金对价。截至 12 月末, 白鹤滩电站机组全部投产, 同时白鹤滩送江苏、浙江特高压均已投产, 2023 年乌白电站将开始全面出力。考虑六库联调增发电量, 我们测算乌白电站稳定运营期净利润可达 85.6 亿元, 考虑增发收购、定增募资及负债融资增加利息, 以 2021 年业绩和 EPS 为基准, 测算 EPS 增厚幅度可达 18.2%。
- **2022 年发电量同比-10.92%, 期待来水均值修复及六库联调增发提效。**受长江来水严重偏枯、及上游两河口、乌白电站蓄水影响, 2022 年公司实现发电量 1856 亿千瓦时 (同比-10.92%), 其中三季度/四季度分别同比下降 34.2%/33.6%。目前除三峡电站水位较低外, 乌白、溪向四座电站水位均已接近正常蓄水位, 考虑上年极端来水偏枯情况, 期待 23 年来水向均值修复及六库联调增发提效。
- **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 230.29/286.54/305.51 亿元, 按最新收盘价对应 PE 分别为 20.42/16.41/15.39 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 2023 年 20 倍 PE 估值, 对应 25.20 元/股合理价值, 维持长江电力“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动; 上网电价调整; 六库联调增发不及预期风险。

盈利预测:

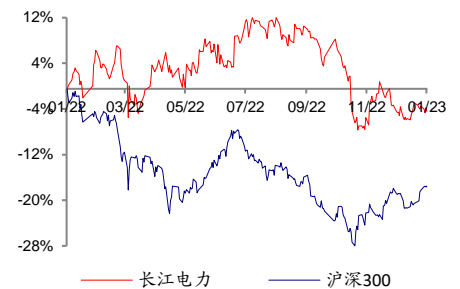
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	57,783	55,646	51,812	57,992	60,892
增长率 (%)	15.9	-3.7	-6.9	11.9	5.0
EBITDA (百万元)	45,618	43,350	43,766	50,293	52,177
归母净利润 (百万元)	26,298	26,273	23,029	28,654	30,551
增长率 (%)	22.1	-0.1	-12.3	24.4	6.6
EPS (元/股)	1.16	1.16	1.01	1.26	1.34
市盈率 (x)	16.57	19.65	20.42	16.41	15.39
ROE (%)	15.3	14.5	12.3	14.6	14.8
EV/EBITDA (x)	11.54	14.01	12.89	11.21	10.78

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	20.68 元
合理价值	25.20 元
前次评级	买入
报告日期	2023-01-12

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:

姜涛



SAC 执证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意, 姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

长江电力 (600900.SH): 来水偏枯仅为短期扰动, 乌白注入长期价值提升 2022-11-01

长江电力 (600900.SH): 来水偏丰、成本优化, 归母净利润同比+32% 2022-09-03

长江电力 (600900.SH): 受益来水偏丰、调度优化, Q2 发电量同比+53.5% 2022-07-10

联系人: 郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

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	16,861	17,533	18,144	经营活动现金流	41,037	35,732	34,007	36,786	39,643
货币资金	9,231	9,930	9,193	9,294	9,579	净利润	26,506	26,485	23,216	28,886	30,798
应收及预付	3,717	3,862	3,509	3,911	4,107	折旧摊销	11,638	11,498	11,669	11,276	10,872
存货	282	470	459	460	458	营运资金变动	1,779	-1,554	-847	-2,248	-1,183
其他流动资产	1,446	3,661	3,700	3,868	4,000	其它	1,114	-696	-31	-1,127	-844
非流动资产	316,151	310,640	319,970	325,895	333,222	投资活动现金流	-36,037	-6,565	-16,797	-11,851	-13,160
长期股权投资	50,424	60,717	73,717	84,717	96,717	资本支出	-3,616	-3,452	-8,460	-6,650	-6,640
固定资产	231,120	218,713	212,190	206,062	200,337	投资变动	-33,819	-5,087	-13,000	-11,000	-12,000
在建工程	2,993	2,892	3,792	4,692	5,592	其他	1,398	1,974	4,663	5,799	5,480
无形资产	20,614	20,181	22,134	22,287	22,439	筹资活动现金流	-3,007	-28,381	-17,948	-24,834	-26,199
其他长期资产	11,000	8,137	8,137	8,137	8,137	银行借款	99,093	78,054	-665	-2,570	368
资产总计	330,827	328,563	336,832	343,427	351,366	股权融资	14,932	155	0	0	0
流动负债	78,467	53,406	53,579	50,347	49,374	其他	-117,032	-106,590	-17,283	-22,265	-26,567
短期借款	24,058	12,316	13,651	12,081	11,950	现金净增加额	1,906	701	-737	101	285
应付及预收	928	694	718	721	726	期初现金余额	7,318	9,224	9,930	9,193	9,294
其他流动负债	53,481	40,396	39,211	37,545	36,698	期末现金余额	9,224	9,925	9,193	9,294	9,579
非流动负债	74,039	84,869	85,869	86,869	86,369						
长期借款	14,447	36,439	34,439	33,439	33,939						
应付债券	37,527	33,979	36,979	38,979	37,979						
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	139,448	137,216	135,743						
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	107,997	116,593	125,758						
归属母公司股东权益	172,118	181,064	187,973	196,569	205,734						
少数股东权益	6,203	9,224	9,411	9,642	9,889						
负债和股东权益	330,827	328,563	336,832	343,427	351,366						

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	51,812	57,992	60,892
营业成本	21,149	21,113	21,163	21,213	21,358
营业税金及附加	1,193	1,164	1,078	1,206	1,267
销售费用	115	150	155	174	183
管理费用	1,293	1,360	1,295	1,450	1,522
研发费用	40	39	36	41	43
财务费用	4,986	4,751	3,971	4,022	3,992
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	4,663	5,799	5,480
营业利润	32,896	32,876	28,772	35,677	37,999
营业外收支	-440	-467	-460	-450	-440
利润总额	32,456	32,409	28,312	35,227	37,559
所得税	5,949	5,924	5,096	6,341	6,761
净利润	26,506	26,485	23,216	28,886	30,798
少数股东损益	208	212	186	232	247
归属母公司净利润	26,298	26,273	23,029	28,654	30,551
EBITDA	45,618	43,350	43,766	50,293	52,177
EPS (元)	1.16	1.16	1.01	1.26	1.34

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%	-6.9%	11.9%	5.0%
营业利润增长	22.1%	-0.1%	-12.5%	24.0%	6.5%
归母净利润增长	22.1%	-0.1%	-12.3%	24.4%	6.6%
获利能力					
毛利率	63.4%	62.1%	59.2%	63.4%	64.9%
净利率	45.9%	47.6%	44.8%	49.8%	50.6%
ROE	15.3%	14.5%	12.3%	14.6%	14.8%
ROIC	10.0%	8.9%	8.8%	10.4%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	46.1%	42.1%	41.4%	40.0%	38.6%
净负债比率	85.5%	72.7%	70.6%	66.5%	63.0%
流动比率	0.19	0.34	0.31	0.35	0.37
速动比率	0.18	0.33	0.30	0.34	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.17	0.15	0.17	0.17
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	112.92	126.09	132.92
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	1.16	1.01	1.26	1.34
每股经营现金流	2	2	1	2	2
每股净资产	7.57	7.96	8.27	8.64	9.05
估值比率					
P/E	16.57	19.65	20.42	16.41	15.39
P/B	2.53	2.85	2.50	2.39	2.29
EV/EBITDA	11.54	14.01	12.89	11.21	10.78

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。
- 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。