

公司研究 | 点评报告 | 长江电力 (600900.SH)

来水偏枯全年业绩承压, 乌白注入开启成长新篇

报告要点

公司 2022 年发电量同比减少 10.92%。由于公司电量同比减少主要由较低电价的下游电站影响, 因此公司平均电价或将有所抬升。因此公司 2022 年预计营业收入同比减少 6.53%, 低于电量跌幅。2022 年全年公司收入端降低的绝对值为 36.33 亿元, 低于利润总额的降低绝对值 60.29 亿元, 主因或系公司主要投资方向电力行业 2022 年业绩多数有所承压, 从而导致投资收益也有显著回落。另外 2022 年整体权益市场表现较弱, 公司公允价值变动损益预计也有所减少。整体来看, 公司全年实现归母净利润 213.99 亿元, 同比减少 18.55%。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001

长江电力 (600900.SH)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

来水偏枯全年业绩承压，乌白注入开启成长新篇

事件描述

公司发布 2022 年业绩快报公告：2022 年预计实现营业总收入 520.13 亿元，同比减少 6.53%；实现归母净利润 213.99 亿元，同比减少 18.55%。

事件评论

- 来水偏枯致收入下行，公司全年业绩承压。**公司 2022 年发电量 1855.81 亿千瓦时，同比减少 227.41 亿千瓦时，同比减少 10.92%。分单季度来看，受到年内水情前丰后枯的影响，2022 年公司发电表现呈现非常明显的前高后低的趋势，从第一季度到第四季度，分别相较上年同期多发 25.07 亿千瓦时、多发 212.75 亿千瓦时、少发 277.69 亿千瓦时和少发 187.54 亿千瓦时，其中第三季度和第四季度分别同比下滑了 34.20% 和 33.61%。由于公司电量同比减少主要由较低电价的下游三峡及葛洲坝电站影响，因此公司平均电价或将有所抬升。得益于此，公司 2022 年预计实现营业收入 520.13 亿元，同比减少 6.53%，营收跌幅低于电量跌幅。由于水电大多数成本为固定成本、挂钩电量表现的可变成本占比很低，所以收入减量所带来的利润影响也较大，在收入端同比回落的时候，利润端的降幅往往高于收入端的降幅。但是 2022 年全年公司营收端降低的绝对值为 36.33 亿元，低于利润总额的降低绝对值 60.29 亿元，主因或系公司主要投资方向电力行业 2022 年业绩多数有所承压，从而导致投资收益也有显著回落。另外 2022 年整体权益市场表现较弱，公司公允价值变动损益预计也有所减少。整体来看，在投资收益、公允价值变动损益以及营收端均降低的多重影响下，公司全年实现归母净利润 213.99 亿元，同比减少 18.55%。
- 张掖抽蓄上马，乌白过户完成，公司开启成长新篇。**公司公告称拟建设甘肃张掖抽水蓄能电站，项目总装机 140 万千瓦，拟安装 4 台单机容量 35 万千瓦的可逆式水泵水轮机组。在我国水电开发进入后期、常规水电建设开发空间有限的情况下，乌东德和白鹤滩水电站的注入或将是未来几年时间内公司常规水电的最后一次增长。而乌东德、白鹤滩水电站的注入已经在 1 月完成过户，公司未来的增长来源成为市场关注的一个重要问题。2021 年公司年度报告中提出，公司将绿色低碳发展作为长期战略，运营好长江干流 6 座巨型梯级水电站的同时，**依托大型水电基地和电力外送通道，积极推进金沙江下游水风光一体化规模开发，积极布局抽水蓄能和智慧能源业务。**
- 市场化改革推进，电价空间有望打开。**当前，除了水电市场化比例较高的云南省在电力供需紧张的带动下逐步展现出更好的价格中枢以外，跨省区送电的水电价格机制在 2022 年也展现了新的变化，自 2022 年 8 月 1 日起，锦官电源组送苏落地电价形成机制由挂钩原煤电标杆价、现煤电基准价，完善为“基准落地电价+浮动电价”的机制。水电也能够按比例分享当地电价浮动上涨的效益，表明市场化因素的影响正在逐步向着积极的方向前进，也打开了其他省份跨省区送电水电电价提升的想象空间。
- 投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.94 元、1.39 元和 1.42 元，对应 PE 分别为 22.09 倍、14.99 倍和 14.68 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、来水不及预期风险；
- 2、新项目建设投资不及预期。

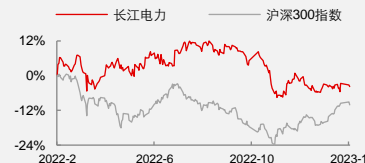
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	20.79
总股本(万股)	2,274,186
流通A股/B股(万股)	2,274,186/0
资产负债率	40.95%
每股净资产(元)	8.04
市盈率(当前)	18.43
市净率(当前)	2.45
近12月最高/最低价(元)	25.27/19.75

注：股价为 2023 年 1 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《枯水限制发电能力，全年业绩表现承压》2023-01-08
- 《来水偏枯限制电量表现，开源节流缓解业绩压力》2022-11-02
- 《张掖抽蓄核准，风光建设推进，二次成长可期》2022-10-26



更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	55646	52013	86432	86967	货币资金	9930	9362	10372	10436
营业成本	21113	21603	34328	34378	交易性金融资产	0	-600	-600	-600
毛利	34533	30409	52103	52589	应收账款	3768	3522	5853	5889
%营业收入	62%	58%	60%	60%	存货	470	481	764	765
营业税金及附加	1164	1118	1729	1739	预付账款	94	96	152	152
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	3662	3620	4010	4016
销售费用	150	156	259	261	流动资产合计	17923	16482	20551	20659
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	60717	70717	80717	90717
管理费用	1360	1586	2031	2044	投资性房地产	114	114	114	114
%营业收入	2%	3%	2%	2%	固定资产合计	218713	207662	423142	403740
研发费用	39	37	61	62	无形资产	20181	20081	19981	19881
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	987	987	987	987
财务费用	4751	4140	11443	10915	递延所得税资产	242	242	242	242
%营业收入	9%	8%	13%	13%	其他非流动资产	9686	9585	9370	9176
加: 资产减值损失	40	0	0	0	资产总计	328563	325870	555104	545516
信用减值损失	-12	0	0	0	短期贷款	12316	15861	20164	17770
公允价值变动收益	335	-600	0	0	应付款项	683	699	1110	1112
投资收益	5426	4200	4500	4725	预收账款	0	0	0	0
营业利润	32876	26980	41086	42299	应付职工薪酬	254	260	413	414
%营业收入	59%	52%	48%	49%	应交税费	4716	4408	7326	7371
营业外收支	-467	-500	-400	-400	其他流动负债	35437	35751	43884	43916
利润总额	32409	26480	40686	41899	流动负债合计	53406	56978	72896	70582
%营业收入	58%	51%	47%	48%	长期借款	36439	26439	200055	185055
所得税费用	5924	4766	6386	6880	应付债券	33979	30979	27979	24979
净利润	26485	21714	34300	35019	递延所得税负债	1931	1931	1931	1931
归属于母公司所有者的净利润	26273	21399	33991	34704	其他非流动负债	12519	12519	12519	12519
少数股东损益	212	315	309	315	负债合计	138275	128847	315381	295067
EPS (元)	1.16	0.94	1.39	1.42	归属于母公司所有者权益	181064	187484	229874	240286
					少数股东权益	9224	9539	9848	10163
					股东权益	190288	197023	239722	250449
					负债及股东权益	328563	325870	555104	545516
					基本指标				
						2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	35732	34490	67943	61391	每股收益	1.16	0.94	1.39	1.42
取得投资收益收回现金	1974	4200	4500	4725	每股经营现金流	1.57	1.52	2.99	2.70
长期股权投资	-10293	-10000	-10000	-10000	市盈率	18.00	22.09	14.99	14.68
资本性支出	-3452	-545	-233309	-450	市净率	2.61	2.52	2.22	2.12
其他	5205	-138	0	0	EV/EBITDA	13.00	13.29	11.00	10.31
投资活动现金流净额	-6565	-6483	-238809	-5725	总资产收益率	8.0%	6.6%	6.1%	6.4%
债券融资	0	-3000	-3000	-3000	净资产收益率	14.5%	11.4%	14.8%	14.4%
股权融资	155	0	32194	0	净利率	47.2%	41.1%	39.3%	39.9%
银行贷款增加(减少)	78054	-6455	177919	-17393	资产负债率	42.1%	39.5%	56.8%	54.1%
筹资成本	-20008	-19119	-35237	-35208	总资产周转率	0.17	0.16	0.16	0.16
其他	-86582	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-28381	-28574	171875	-55602					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	701	-568	1010	64					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知情形内，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。