

否极泰来，改善可期

2023 年 08 月 31 日

➤ **事件概述:** 8 月 30 日, 公司发布 2023 年半年度报告, 实现营业收入 309.75 亿元, 同比下降 1.54% (经重述); 归母净利润 88.82 亿元, 同比下降 22.85% (经重述); 扣非归母净利润 84.96 亿元, 同比下降 24.67% (经重述)。

➤ **来水偏枯, 电量承压, Q3 有望修复:** 2Q23 上游乌东德来水约 168.19 亿立方米, 较上年同期偏枯 39.2%; 下游三峡水库来水约 717.05 亿立方米, 较上年同期偏枯 41.9%。偏枯水情下三、葛、溪、向 4 座电站单季度完成电量 339.60 亿千瓦时, 同比下降 44.4%; 乌东德完成电量 59.21 亿千瓦时, 同比下降 39.8%; 上年同期白鹤滩尚未全部投产, Q2 白鹤滩完成电量 77.35 亿千瓦时, 同比增长 22.7%。8 月 8 日-25 日, 公司流域 6 座电站连续 18 日单日发电量超 10 亿千瓦时, 更是在 25 日达到创纪录的 14.68 亿千瓦时, 截至 8 月 30 日, 三峡水库水位 156.27 米, 较上年同期提高 10.77 米, 较 6 月底提高 5.32 米; 蓄水量 237 亿立方米, 同比增加 64 亿立方米, 较 6 月底增加 36 亿立方米, 流域来水改善, Q3 电量有望修复。

➤ **白鹤滩电价落地, Q2 度电营收提升:** 4 月 20 日国家发改委核定白鹤滩外送苏、浙特高压输配电价, 受益白鹤滩外送电价上行及价差追溯, Q2 公司度电营收同比增长 7.09 分/千瓦时达到 0.3271 元/千瓦时, 增幅 27.7%, 环比增长 18.1%。

➤ **水风光一体化开发有望提速:** 乌白注入完成后, 公司水电装机由 4559.5 万千瓦增长至 7179.5 万千瓦, 增幅 57.5%。依托大水电, 抽水蓄能、水风光储一体化可再生能源开发有望成为公司发展重点, 目前公司金下水风光基地正稳步推进, 已经开工建设甘肃张掖、重庆菜子坝抽蓄项目, 集团长龙山抽蓄项目亦已交由公司运维管理。

➤ **投资建议:** 随着长江流域来水改善, Q3 电量有望修复。根据电量、电价变化调整对公司盈利预测, 预计 23/24/25 年 EPS 分别为 1.21/1.45/1.46 元 (前值 1.46/1.47/1.48 元), 对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 18.2/15.2/15.0 倍。参考公司历史估值及新业务发展潜力, 给予公司 23 年 20.0 倍 PE 估值, 目标价 24.20 元/股, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 流域来水偏枯; 2) 需求下滑压制电量消纳; 3) 市场交易电价波动; 4) 财税等政策调整。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	52060	78350	86738	87209
增长率 (%)	-6.4	50.5	10.7	0.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	21309	29613	35438	35739
增长率 (%)	-18.9	39.0	19.7	0.9
每股收益 (元)	0.87	1.21	1.45	1.46
PE	25.2	18.2	15.2	15.0
PB	2.9	2.8	2.6	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测;

注: 股价为 2023 年 08 月 30 日收盘价。

推荐

维持评级

当前价格:

21.97 元

目标价:

24.20 元



分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

电话: 021-60876734

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书: S0100122070006

电话: 021-60876734

邮箱: zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 1.长江电力 (600900.SH) 事件点评: 输配电价落地, 白鹤起舞-2023/05/16
- 2.长江电力 (600900.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩、分红双超预期, 白鹤初啼、亮翅在即-2023/04/28
- 3.长江电力 (600900.SH) 事件点评: 电量开门红, 乌白“临门一脚”-2023/03/22
- 4.长江电力 (600900.SH) 2022 年业绩快报点评: 业绩短期遇“劫”, 乌白收官, 风光抽蓄破局-2023/01/31
- 5.长江电力 (600900.SH) 2022 年三季报点评: 量缩价增, 风光抽蓄方向渐明-2022/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	52060	78350	86738	87209
营业成本	22233	34881	35288	35615
营业税金及附加	1072	1567	1735	1744
销售费用	165	235	260	262
管理费用	1360	1959	2168	2180
研发费用	90	118	130	131
EBIT	27141	39590	47156	47277
财务费用	4092	10164	10969	10740
资产减值损失	-268	-100	-100	-100
投资收益	4600	5500	5500	5500
营业利润	26936	34832	41594	41945
营业外收支	-623	-450	-450	-450
利润总额	26313	34382	41144	41495
所得税	4664	4470	5349	5394
净利润	21649	29912	35795	36100
归属于母公司净利润	21309	29613	35438	35739
EBITDA	38257	61873	69439	69560

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9302	7803	23793	45333
应收账款及票据	4397	17183	19023	19126
预付款项	66	105	106	107
存货	453	765	773	781
其他流动资产	1084	1197	1266	1270
流动资产合计	15302	27052	44961	66616
长期股权投资	67166	73166	79166	85166
固定资产	211351	466698	445586	424474
无形资产	22113	22113	22113	22113
非流动资产合计	311966	573113	557800	542488
资产合计	327268	600165	602761	609104
短期借款	26752	73841	76841	79841
应付账款及票据	942	1166	1179	1190
其他流动负债	24764	80292	80917	81230
流动负债合计	52458	155299	158937	162261
长期借款	38618	195407	179407	174407
其他长期负债	40438	43438	47448	44948
非流动负债合计	79056	238845	226855	219355
负债合计	131514	394144	385792	381616
股本	22742	24468	24468	24468
少数股东权益	10266	10565	10923	11284
股东权益合计	195754	206021	216969	227488
负债和股东权益合计	327268	600165	602761	609104

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.44	50.50	10.71	0.54
EBIT 增长率	-14.79	45.87	19.11	0.26
净利润增长率	-18.89	38.97	19.67	0.85
盈利能力 (%)				
毛利率	57.29	55.48	59.32	59.16
净利润率	41.58	38.18	41.27	41.40
总资产收益率 ROA	6.51	4.93	5.88	5.87
净资产收益率 ROE	11.49	15.15	17.20	16.53
偿债能力				
流动比率	0.29	0.17	0.28	0.41
速动比率	0.28	0.17	0.28	0.41
现金比率	0.18	0.05	0.15	0.28
资产负债率 (%)	40.19	65.67	64.00	62.65
经营效率				
应收账款周转天数	30.82	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	7.44	8.00	8.00	8.00
总资产周转率	0.16	0.13	0.14	0.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	1.21	1.45	1.46
每股净资产	7.58	7.99	8.42	8.84
每股经营现金流	1.26	2.60	2.63	2.69
每股股利	0.85	1.02	1.05	1.05
估值分析				
PE	25.2	18.2	15.2	15.0
PB	2.9	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	16.73	14.10	12.21	11.81
股息收益率 (%)	3.88	4.64	4.78	4.78

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	21649	29912	35795	36100
折旧和摊销	11116	22283	22283	22283
营运资金变动	-2084	7922	-1281	209
经营活动现金流	30913	63519	64270	65751
资本开支	-4834	-277882	-1422	-1422
投资	-1032	-5990	-5990	-5990
投资活动现金流	-4093	-267853	-1912	-1912
股权募资	27	1726	0	0
债务募资	7077	230940	-8990	-4500
筹资活动现金流	-27584	202835	-46369	-42299
现金净流量	-623	-1499	15989	21540

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026