

长江电力（600900.SH）

来水偏枯拖累 23H1 业绩，装机规模及现金流大幅增长

买入

核心观点

来水偏枯拖累业绩，乌白电站注入致装机容量大幅增长。2023H1，公司实现营业收入 309.75 亿元（-1.54%）；实现归母净利润 88.82 亿元（-22.85%），主要系二季度水电发电量大幅降低、财务费用同比大幅增加所致。得益于乌白电站的注入，公司总装机容量由 4559.5 万千瓦增长至 7179.5 万千瓦，涨幅 57.46%；上半年六座梯级电站总发电量约 1032 亿千瓦时（+8.52%），创历史新高，其中，Q1 发电量 555.98 亿千瓦时（+18.40%），Q2 发电量 476 亿千瓦时（-38.33%）。

上半年来水情况偏枯，下半年有望修复。截至 2023 年 8 月 30 日，长江上游乌东德水库来水总量约 329.07 亿立方米，较上年同期偏枯 22.89%；三峡水库来水总量约 1236.23 亿立方米，较上年同期偏枯 30.27%。下半年降水情况转好，来水有望改善。根据中国气象局数据，8 月全国平均降水量 111.3 毫米，较常年同期偏多 3.9%；长江水利委员会下发调度令，自 8 月 22 日起增加三峡水库出库流量，按日均 22000 立方米每秒控制。

乌白电站完成注入，为公司业务发展带来新动能。1 月 10 日，公司以发行股份及支付现金方式购买云川公司 100% 股权，完成乌东德、白鹤滩两座水电站合计 26.2GW 装机注入，占公司总装机的 36.5%，公司装机量达历史新高。上半年公司乌白电站发电量 329.68 亿千瓦时，占总发电量的 32%。得益于乌白电站注入带来的增量，公司总发电量在来水偏枯情况下仍实现 8.5% 的增幅，若来水进一步修复，公司业绩有望实现明显增长。

布局和推进新能源和抽水蓄能业务，推进智慧综合能源开发。公司发挥大水电运维的核心能力，推进金沙江下游“水风光储”一体化可再生能源开发，推进智慧综合能源业务，布局“源网荷储”一体化发展。抽水蓄能方面，报告期内奉节县菜籽坝 120 万千瓦项目已于 6 月 28 日开工，甘肃张掖 140 万千瓦项目于 6 月 30 日转入工程建设阶段。

风险提示：来水不及预期，电价大幅下降，政策变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑来水偏枯，下半年来水或有望转好的综合影响，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 292.5/332.0/351.5 亿元（原为 346.3/352.7/356.3 亿元），同比增速 37/14/6%；每股收益 1.20/1.26/1.34 元，对应当前 PE 为 18/17/16x，给予 22-24 倍 PE，对应每股合理价值为 26.40-28.80 元/股，较目前股价有 21%-32% 的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,646	52,060	80,862	90,906	91,926
(+/-%)	-3.7%	-6.4%	55.3%	12.4%	1.1%
净利润(百万元)	26273	21309	29252.79	33204.27	35145.81
(+/-%)	-0.1%	-18.9%	37.3%	13.5%	5.8%
每股收益(元)	1.16	0.87	1.20	1.26	1.34
EBIT Margin	57.2%	52.1%	53.3%	57.0%	57.1%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	11.5%	14.9%	13.8%	13.9%
市盈率 (PE)	18.9	25.1	18.3	17.3	16.4
EV/EBITDA	14.7	17.5	15.0	12.1	11.7
市净率 (PB)	2.75	2.89	2.74	2.40	2.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

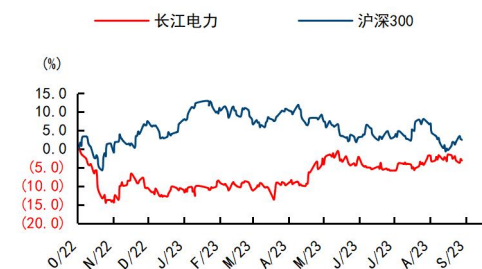
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	26.40 - 28.80 元
收盘价	21.81 元
总市值/流通市值	533652/496000 百万元
52 周最高价/最低价	24.06/19.75 元
近 3 个月日均成交额	949.23 百万元

市场走势



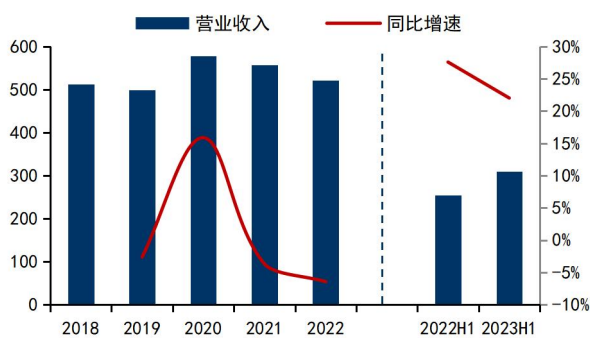
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《长江电力（600900.SH）-23Q1 来水改善致业绩回升，风光光储一体化持续推进》——2023-05-03
 《长江电力（600900.SH）-来水欠佳致三季度业绩下滑，风光水一体化及抽蓄布局稳步推进》——2022-11-06

来水偏枯拖累业绩，乌白电站注入致装机容量大幅增长。2023H1，公司实现营业收入 309.75 亿元，同比下降 1.54%；实现归母净利润 88.82 亿元，同比下降 22.85%，主要系二季度水电发电量大幅降低、财务费用同比大幅增加所致。得益于乌白电站的注入，公司总装机容量由 4559.5 万千瓦增长至 7179.5 万千瓦，涨幅 57.46%；上半年六座梯级电站总发电量约 1032 亿千瓦时（+8.52%），创历史新高，其中，Q1 发电量 555.98 亿千瓦时（+18.40%），Q2 发电量 476 亿千瓦时（-38.33%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



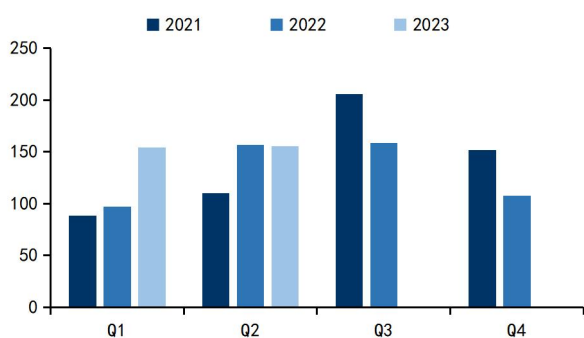
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



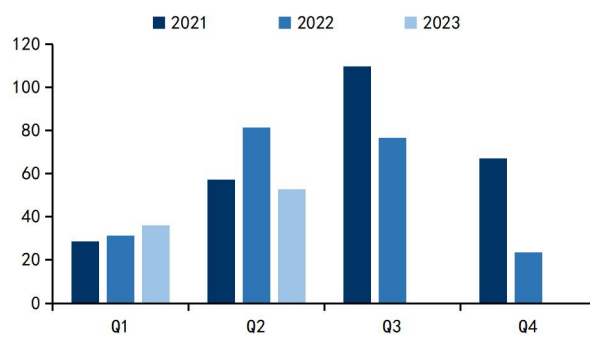
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：公司在运水电站发电量情况

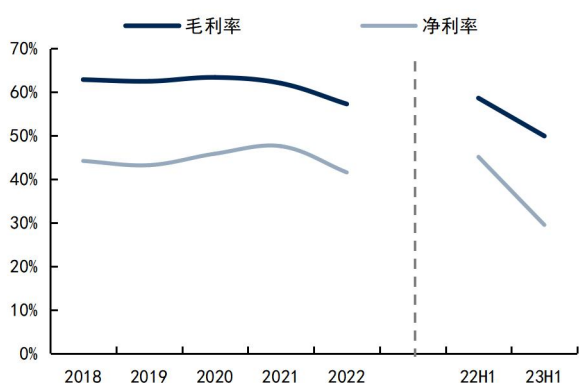
电站名称	23Q1		23Q2	
	总发电量 亿千瓦时	同比变动	总发电量 亿千瓦时	同比变动
三峡电站	121.04	-19.87%	167.81	-43.53%
葛洲坝电站	31.49	-6.88%	41.90	-26.29%
溪洛渡电站	131.22	+27.73%	79.50	-52.51%
向家坝电站	79.11	+49.71%	50.39	-43.55%
乌东德电站	57.55	+6.37%	59.21	-39.83%
广白鹤滩电站	135.57	+80.73%	77.35	+22.66%
合计	555.98	+18.40%	476.16	-38.33%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：上年同期白鹤滩电站机组尚未全部投产

毛利率和净利率同比下降，财务费用率大幅提高。2023H1，公司毛利率为 49.93%，同比降低 8.72pct，主要系白鹤滩水电站全面投产后计提折旧费用增加及境外配售电业务增加，营业成本同比增加所致；净利率为 29.52%，同比降低 15.63pct，主要系财务费用大幅增加所致。公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.26%/2.07%/20.31%/0.41%，同比变动-0.04/-0.39/+12.28/+0.37pct，三项费用率合计 22.64%，较去年同期提高了 11.85%。本期因并购云川公司，公司带息负债规模和利息费用增加，及利息资本化金额同比减少，财务费用总计 62.90 亿元，同比提高 37.41%。

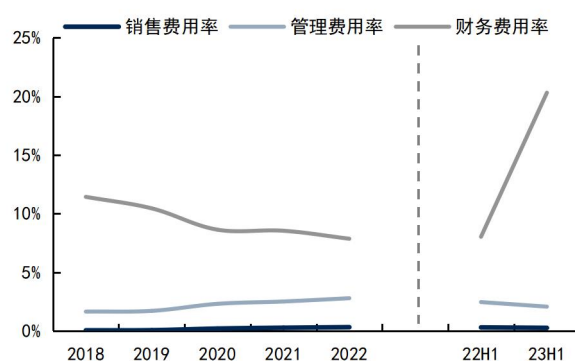
ROE 同比下降，三大现金流大幅增加。2023H1，公司 ROE 为 4.28%，同比降低 1.85pct，主要系净利率明显下降所致；乌白电站注入，公司固定资产大幅增加，权益乘数为 2.44，较去年同期提高了 0.57。本期公司收回电费款增加，经营性净现金流入 250.86 亿元，同比提高 41.03%；投资性净现金流出 714.83 亿元，同比提高 734.68%，主要系支付并购云川公司交易对价所致；本期融资增加，融资性净现金流入 488.27 亿元，同比提高 676.18%。

图5：公司毛利率、净利率情况



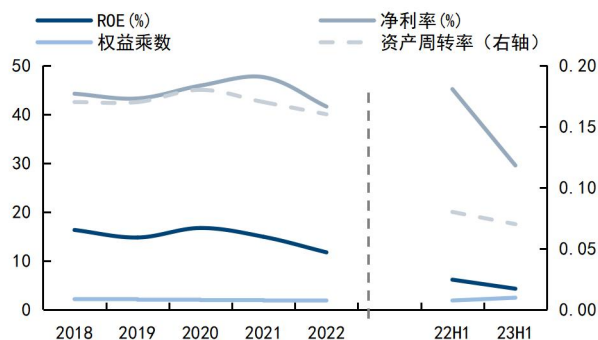
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率情况



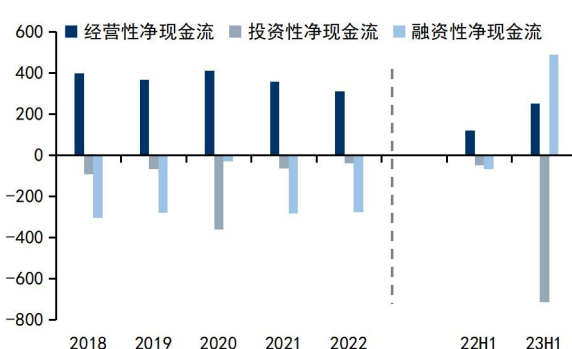
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年来水情况偏枯，下半年有望修复。截至 2023 年月 30 日，长江上游乌东德水库来水总量约 329.07 亿立方米，较上年同期偏枯 22.89%；三峡水库来水总量约 1236.23 亿立方米，较上年同期偏枯 30.27%。长江来水同比明显偏枯、运行水位显著偏低（梯级水库持续向下游补水）致公司业绩承压。下半年降水情况转好，来水有望改善。根据中国气象局数据，8 月全国平均降水量 111.3 毫米，较常年

同期偏多 3.9%；长江水利委员会下发调度令，自 8 月 22 日起增加三峡水库出库流量，按日均 22000 立方米每秒控制。

乌白电站完成注入，为公司业务发展带来新动能。1 月 10 日，公司以发行股份及支付现金方式购买云川公司 100% 股权，完成乌东德、白鹤滩两座水电站合计 26.2GW 装机注入，占公司总装机的 36.5%，公司装机量达历史新高。上半年公司原有四座水电站总发电量 702.46 亿千瓦时，同比减少 26.1%；乌白电站发电量 329.68 亿千瓦时，占总发电量的 32%。得益于乌白电站注入带来的增量，公司总发电量在来水偏枯情况下仍实现 8.5% 的增幅，若来水进一步修复，公司业绩有望实现明显增长。

布局 and 推进新能源和抽水蓄能业务，推进智慧综合能源开发。公司发挥大水电运维的核心能力，推进金沙江下游“水风光储”一体化可再生能源开发，推进智慧综合能源业务，布局“源网荷储”一体化发展。抽水蓄能方面，报告期内奉节县菜籽坝 120 万千瓦项目已于 6 月 28 日开工，甘肃张掖 140 万千瓦项目于 6 月 30 日转入工程建设阶段。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑来水偏枯，下半年来水或有望转好的综合影响，下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收 808.6/909.1/919.3 亿元（原为 817.9/828.5/835.1 亿元）；归母净利润分别为 292.5/332.0/351.5 亿元（原为 346.3/352.7/356.3 亿元），同比增速 37/14/6%；每股收益 1.20/1.26/1.34 元，对应当前 PE 为 18/17/16x，给予 22-24 倍 PE，对应每股合理价值为 26.40-28.80 元/股，较目前股价有 21%-32% 的溢价空间，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	
600025.SH	华能水电	7.38	1,328.40	0.38	0.41	0.46	0.49	19.5	17.9	16.1	15.0	1.63	无
600674.SH	川投能源	14.76	658.42	0.79	1.03	1.10	1.16	18.7	14.4	13.4	12.7	1.99	无
002039.SZ	黔源电力	13.55	57.93	0.97	1.01	1.38	1.56	14.0	13.5	9.8	8.7	0.36	无
600116.SH	三峡水利	8.09	154.69	0.25	0.35	0.53	0.65	32.5	23.0	15.4	12.4	0.46	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：华能水电、川投能源、黔源电力盈利数据取自 Wind 一致预测。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9930	9302	9302	9302	9302	营业收入	55646	52060	80862	90906	91926
应收款项	4342	5111	7938	8925	9025	营业成本	21113	22233	33565	34405	34675
存货净额	470	453	673	504	485	营业税金及附加	1164	1072	1665	1872	1893
其他流动资产	3181	436	677	761	770	销售费用	150	165	257	288	292
流动资产合计	17923	15302	18590	19491	19581	管理费用	1360	1360	2102	2364	2390
固定资产	221652	214285	447798	432299	416669	财务费用	4751	4092	9349	13231	11613
无形资产及其他	20181	22113	21228	20344	19459	投资收益	5426	4600	4180	4180	4180
投资性房地产	8090	8402	8402	8402	8402	资产减值及公允价值变动	376	(654)	(1355)	(1321)	(1273)
长期股权投资	60717	67166	76135	84706	92702	其他收入	(33)	(149)	(145)	(158)	(160)
资产总计	328563	327268	409621	565242	556813	营业利润	32876	26936	36604	41448	43811
短期借款及交易性金融负债	29756	34949	248907	197934	172039	营业外净收支	(467)	(623)	(510)	(510)	(510)
应付款项	694	942	1471	1159	1174	利润总额	32409	26313	36094	40938	43301
其他流动负债	22956	16568	25849	21311	21580	所得税费用	5924	4664	6398	7256	7675
流动负债合计	53406	52458	276227	220404	194794	少数股东损益	212	340	443	478	480
长期借款及应付债券	70418	76238	86910	91583	96255	归属于母公司净利润	26273	21309	29253	33204	35146
其他长期负债	14451	2818	2868	2918	2958						
长期负债合计	84869	79056	89778	94501	99213	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	138275	131514	366006	314905	294007	净利润	26273	21309	29253	33204	35146
少数股东权益	9224	10266	10421	10588	10756	资产减值准备	(566)	1030	701	(34)	(48)
股东权益	181064	185488	76122	239748	252049	折旧摊销	11420	11039	16798	21942	22038
负债和股东权益总计	328563	327268	409621	565242	556813	公允价值变动损失	(566)	1030	701	(34)	(48)
						财务费用	4751	4092	9349	13231	11613
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(9379)	(4153)	6522	(5751)	194
每股收益	1.16	0.87	1.20	1.26	1.34	其它	8551	659	4623	9252	7649
每股红利	0.82	0.85	0.78	0.82	0.87	经营活动现金流	35732	30913	58598	58580	64931
每股净资产	7.96	7.58	8.00	9.13	9.60	资本开支	(3474)	(4871)	(250127)	(5525)	(5475)
ROIC	11%	10%	10%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	15%	11%	15%	14%	14%	投资活动现金流	(6565)	(4093)	(259096)	(14095)	(13471)
毛利率	62%	57%	58%	62%	62%	权益性融资	155	27	0	32400	0
EBIT Margin	57%	52%	53%	57%	57%	负债净变化	21992	2178	4673	4673	4673
EBITDA Margin	78%	73%	74%	81%	81%	支付股利、利息	(18541)	(20879)	(19014)	(21583)	(22845)
收入增长	-4%	-6%	55%	12%	1%	其它融资现金流	(21499)	(1428)	213959	(50973)	(25895)
净利润增长率	-0%	-19%	37%	14%	6%	融资活动现金流	(28381)	(27584)	200498	(44484)	(51460)
资产负债率	45%	43%	66%	58%	55%	现金净变动	699	(628)	0	0	0
股息率	3.5%	3.9%	3.6%	4.0%	4.3%	货币资金的期初余额	9231	9930	9302	9302	9302
P/E	18.9	25.1	18.3	17.3	16.4	货币资金的期末余额	9930	9302	9302	9302	9302
P/B	2.7	2.9	2.7	2.4	2.3	企业自由现金流	24575	24348	(191315)	53306	59970
EV/EBITDA	14.7	17.5	15.0	12.1	11.7	权益自由现金流	25068	25098	19624	(3880)	29193

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032