

Q3 业绩大增，六库联调盈利能力仍有提升空间

--长江电力 2023 年三季报点评

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 578.55 亿元，同比增长 9.02%；实现归母净利 215.24 亿元（扣非 214.56 亿元），同比增长 4.13%（扣非同比增长 12.84%）。23Q3 单季度实现营收 268.80 亿元，同比增长 24.40%；实现归母净利润 126.42 亿元（扣非 129.60 亿元），同比增长 38.07%（扣非同比增长 67.52%）。
- **Q3 来水偏丰业绩大幅增长；盈利能力有提升空间。**2023 年受第三季度长江流域来水同比偏丰影响，公司第三季度六座梯级电站发电量同比增加 185.72 亿千瓦时、增长 22.77%，带动业绩同比有较大增幅，但公司整体盈利能力处于历史低位水平，未来随着来水异常因素消除、财务费用降低等因素，公司盈利能力有望持续提升。前三季度公司毛利率、净利率分别为 57.89%、37.85%，同比 -3.13pet、-8.72pet，期间费用率 18.33%，同比 -7.94pet，ROE(加权)为 10.53%，同比 +0.29pet。前三季度公司资产负债率 64.03%，同比 +23.08pet。前三季度公司经营净额 397.37 亿元，同比增加 2.95%，净利润现金含量 169%，现金流状况持续优异。
- **已完成年度蓄水任务，蓄能增加超 90 亿千瓦时；有力保障业绩释放。**受长江流域来水改善影响，2023 年第三季度，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 1001.23 亿千瓦时，较上年同期增加 22.77%。根据公司公告，公司长江干流六座梯级水库于 10 月 20 日完成年度蓄水任务，总可用水量 410 亿 m³，蓄能 338 亿千瓦时；梯级水库可用水量同比增加超 160 亿 m³，蓄能增加超 90 亿千瓦时。蓄水任务的完成以及可用水量的大幅增加，将有力保障公司后续业绩的释放。
- **乌白注入增厚装机 57%，六库联调提升业绩稳定性和整体发电能力。**2023 年 4 月公司完成乌东德、白鹤滩电站注入，总装机容量由 4559.5 万千瓦增长至 7179.5 万千瓦，增长 57.46%。公司由四库联调拓展为六库联调，可通过进一步熨平枯水期及丰水期来水的差异来提升业绩稳定性、实现电力增发。2023 年是公司首次完整开展“六库联调”的年份，预计全年通过“六库联调”可实现增发电量 60-70 亿千瓦时。
- **拓展“水风光储”一体化，新赛道打开第二成长曲线。**公司在坚持做强做优水电主业的同时，积极开展产业链上下游和相关新兴领域战略投资；发挥公司大水电运维核心能力，高质量布局和推进抽水蓄能业务发展，锁定抽蓄项目资源 3000-4000 万千瓦，其中首座抽水蓄能电站—甘肃张掖抽蓄电站顺利开工；积极推进金沙江下游“水风光储”一体化可再生能源开发，2022 年首批新能源场站顺利投产；推进智慧综合能源业务，创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展。
- **估值分析与评级说明：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 301.44 亿元、348.16 亿元、365.09 亿元，对应 PE 分别为 18.2 倍、15.8 倍、15.1 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**来水量不及预期的风险。

长江电力(600900)

推荐 (维持)

分析师

陶贻功

✉：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

严明

✉：010-80927667

✉：yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

梁悠南

✉：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

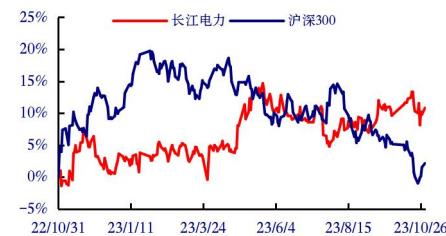
分析师登记编码：S0130523070002

市场数据

2023-10-30

股票代码	600900
A 股收盘价(元)	22.45
上证指数	3,021.55
总股本万股	2,446,822
实际流通 A 股万股	2,354,630
流通 A 股市值(亿元)	5,286

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保公用】公司点评_长江电力 (600900)_下半年来水有望改善，乌白注入增厚装机 57%

表 1：主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	52060.48	79479.61	87679.63	89723.22
收入增长率%	-6.44	52.67	10.32	2.33
归母净利润(百万元)	21309.03	30144.13	34816.17	36508.77
利润增速%	-18.89	41.46	15.50	4.86
毛利率%	57.29	51.47	53.75	54.80
摊薄 EPS(元)	0.87	1.23	1.42	1.49
PE	25.78	18.22	15.78	15.05
PB	2.96	2.71	2.58	2.47
PS	9.81	6.91	6.26	6.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15302.34	61507.91	72294.50	75437.15	营业收入	52060.48	79479.61	87679.63	89723.22
现金	9302.18	53322.36	63102.83	65999.91	营业成本	22232.89	38568.51	40555.73	40555.73
应收账款	4396.34	5986.73	6759.86	6974.29	营业税金及附加	1071.97	1589.59	1753.59	1794.46
其它应收款	834.63	1050.44	1213.07	1255.69	营业费用	165.18	238.44	236.73	224.31
预付账款	65.66	128.80	137.62	133.92	管理费用	1360.28	1986.99	2104.31	2063.63
存货	453.40	765.21	828.48	820.29	财务费用	4091.93	4171.13	4829.66	4920.25
其他	250.13	254.37	252.64	253.06	资产减值损失	-268.38	0.00	0.00	0.00
非流动资产	311965.94	355695.56	369304.33	381869.36	公允价值变动收益	-385.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	67166.07	75515.90	83556.01	91434.21	投资净收益	4600.14	4768.78	5260.78	5383.39
固定资产	211350.78	245397.56	251058.07	255902.43	营业利润	26936.06	37582.46	43337.62	45422.62
无形资产	22112.73	22038.68	21965.17	21889.06	营业外收入	2.08	50.00	50.00	50.00
其他	11336.36	12743.43	12725.09	12643.66	营业外支出	624.75	500.00	500.00	500.00
资产总计	327268.29	417203.46	441598.84	457306.51	利润总额	26313.39	37132.46	42887.62	44972.62
流动负债	52458.33	64441.27	78668.79	84498.92	所得税	4664.09	6683.84	7719.77	8095.07
短期借款	26752.36	30514.97	35251.48	41280.04	净利润	21649.30	30448.62	35167.85	36877.54
应付账款	940.56	1495.26	1576.63	1598.37	少数股东损益	340.26	304.49	351.68	368.78
其他	24765.41	32431.04	41840.68	41620.52	归属母公司净利润	21309.03	30144.13	34816.17	36508.77
非流动负债	79055.84	139294.31	139294.31	139294.31	EBITDA	38205.80	57390.68	62194.33	65187.25
长期借款	38617.51	68617.51	68617.51	68617.51	EPS(元)	0.87	1.23	1.42	1.49
其他	40438.34	70676.81	70676.81	70676.81	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	131514.18	203735.58	217963.11	223793.24	营业收入	-6.44%	52.67%	10.32%	2.33%
少数股东权益	10265.86	10570.34	10922.02	11290.80	营业利润	-18.07%	39.52%	15.31%	4.81%
归属母公司股东权益	185488.25	202897.54	212713.71	222222.48	归属母公司净利润	-18.89%	41.46%	15.50%	4.86%
负债和股东权益	327268.29	417203.46	441598.84	457306.51	毛利率	57.29%	51.47%	53.75%	54.80%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	40.93%	37.93%	39.71%	40.69%
经营活动现金流	30912.73	59827.54	49681.89	52345.82	ROE	11.49%	14.86%	16.37%	16.43%
净利润	21649.30	30448.62	35167.85	36877.54	ROIC	7.25%	8.87%	9.64%	9.70%
折旧摊销	11116.37	16087.10	14477.05	15294.39	资产负债率	40.19%	48.83%	49.36%	48.94%
财务费用	4078.18	4264.15	5362.88	5551.27	净负债比率	67.18%	95.44%	97.46%	95.84%
投资损失	-4600.14	-4768.78	-5260.78	-5383.39	流动比率	0.29	0.95	0.92	0.89
营运资金变动	-2084.12	13231.24	-515.12	-444.00	速动比率	0.28	0.94	0.90	0.88
其它	753.14	565.22	450.00	450.00	总资产周转率	0.16	0.21	0.20	0.20
投资活动现金流	-4093.09	-55382.64	-23275.05	-22926.02	应收帐款周转率	12.75	15.31	13.76	13.07
资本支出	-4833.64	-50265.04	-20506.78	-20441.40	应付帐款周转率	27.39	31.67	26.40	25.55
长期投资	-1032.14	-8350.44	-8029.05	-7868.02	每股收益	0.87	1.23	1.42	1.49
其他	1772.69	3232.84	5260.78	5383.39	每股经营现金	1.26	2.45	2.03	2.14
筹资活动现金流	-27583.93	39514.67	-16626.37	-26522.72	每股净资产	7.58	8.29	8.69	9.08
短期借款	14436.55	3762.61	4736.52	6028.55	P/E	25.78	18.22	15.78	15.05
长期借款	2178.13	30000.00	0.00	0.00	P/B	2.96	2.71	2.58	2.47
其他	-44198.61	5752.06	-21362.88	-32551.27	EV/EBITDA	15.18	11.58	10.75	10.30
现金净增加额	-622.60	44020.18	9780.47	2897.08	P/S	9.81	6.91	6.26	6.12

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上中游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，北京化工大学材料科学与工程专业硕士。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系人

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn