

长江电力 (600900. SH)

来水偏丰驱动发电量提升，三季度业绩显著增长

买入

核心观点

来水改善显著提振三季度业绩，发电量同比增加。2023 年前三季度，公司实现营业收入 578.55 亿元 (+9.02%)，实现归母净利润 215.24 亿元 (+4.13%)，扣非归母净利润 190.15 亿元 (+12.84%)；2023 年单三季度实现营业收入 268.80 亿元 (+24.40%)，实现归母净利润 126.42 亿元 (+38.07%)，扣非归母净利润 129.60 亿元 (+67.52%)。受上半年长江流域来水同比明显偏枯和三季度来水改善（三峡水库来水量同比偏丰 36%）影响，2023 年前三季度公司境内六座梯级电站总发电量约 2033 亿千瓦时，同比减少 1%；其中，2023Q3 发电量为 1001 亿千万时 (+23%)。

三季度毛利率和净利率同比提升，费用率同比略降。2023 年前三季度，公司毛利率为 57.89% (-2.54pct)，主要系上半年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；净利率为 37.85% (-3.01pct)，主要受并购川云公司带来财务费用增加影响。2023 年前三季度，销售、管理及研发、财务费用率为 0.22%/1.81%/16.31%，同比-0.02/-0.39/+2.81pct。2023 年单三季度，毛利率/净利率为 67.07%/47.46%，同比+1.69/+1.62pct，电量增发摊低度电折旧，销售/管理及研发/财务费用率同比-0.04/-0.72/-0.26pct。

2023 年蓄水任务顺利完成，2024 年发电量增长可期。8 月 1 日，乌东德、白鹤滩水库蓄水工作启动；9 月 10 日，三峡水库正式启动蓄水，起蓄水位较 2017-2021 年均值偏高 3.68 米。截至 10 月 20 日，公司长江干流六座梯级水库基本完成 2023 年度蓄水任务，总可用水量达 410 亿立方米（同增超 160 亿立方米），蓄能 338 亿千瓦时（同增超 90 亿千瓦时）。

公司积极开展抽水蓄能业务和新能源发电业务，或将成为新的重要增长点。2023 年公司首座抽水蓄能电站——甘肃张掖 140 万千瓦抽蓄电站顺利开工，2023 年 6 月 30 日转入工程建设阶段，预计 2028 年首台机组投产发电，2029 年全部机组投产发电；奉节县菜籽坝 120 万千瓦项目也于 2023 年 6 月 28 日开工。此外，公司积极筹划“水风光储一体化”项目开发。

投资建议：考虑三季度业绩高增长及来水若持续修复业绩将进一步增长，上调利润预测，预计 2023-2025 年 EPS 为 1.2/1.4/1.4 元（前值为 1.2/1.3/1.3 元，上调幅度为 3%/7%/6%），对应 PE 为 18/17/16x，给予 21.5-23.5 倍 PE，对应 27-29 元/股合理价值，较目前股价有 18%-29% 溢价空间，维持买入评级。

风险提示：来水不及预期，电价大幅下降，政策变化。

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	80,869	90,959	92,001
(+/-%)	-3.7%	-6.4%	55.3%	12.5%	1.1%
净利润(百万元)	26273	21309	30347	35562	37356
(+/-%)	-0.1%	-18.9%	42.4%	17.2%	5.0%
每股收益(元)	1.16	0.87	1.24	1.35	1.42
EBIT Margin	57.2%	52.1%	51.6%	55.2%	54.6%
净资产收益率(ROE)	14.5%	11.5%	15.5%	14.8%	14.7%
市盈率(PE)	19.5	25.9	18.2	16.7	15.9
EV/EBITDA	15.1	17.9	14.4	12.5	10.7
市净率(PB)	2.83	2.98	2.82	2.46	2.33

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

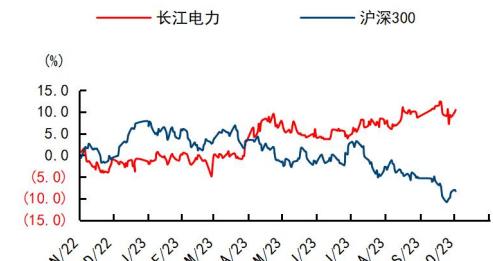
公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰	021-61761029	huangxiujie@guosen.com.cn	证券分析师：郑汉林	0755-81982169
S0980521060002			zhenghanlin@guosen.com.cn	S0980522090003
证券分析师：李依琳	010-88005029	liyilin1@guosen.com.cn	联系人：崔佳诚	021-60375416
S0980521070002			cuijiacheng@guosen.com.cn	

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	22.57 元
总市值/流通市值	552248/531440 百万元
52 周最高价/最低价	23.33/19.75 元
近 3 个月日均成交额	1003.30 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

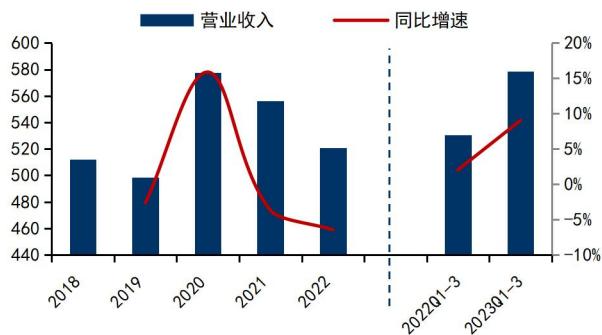
相关研究报告

- 《长江电力 (600900.SH) - 来水偏枯拖累 23H1 业绩，装机规模及现金流大幅增长》——2023-09-07
- 《长江电力 (600900.SH) - 23Q1 来水改善致业绩回升，水风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

来水改善显著提振三季度业绩，业绩实现大幅增长。2023年前三季度，公司实现营业收入578.55亿元(+9.02%)，实现归母净利润215.24亿元(+4.13%)，扣非归母净利润190.15亿元(+12.84%)；2023年单三季度实现营业收入268.80亿元(+24.40%)，实现归母净利润126.42亿元(+38.07%)，扣非归母净利润129.60亿元(+67.52%)，主要受益于三季度水电发电量同比增加。受上半年长江流域来水同比明显偏枯影响(三季度来水情况改善)，2023年前三季度公司境内所属六座梯级电站总发电量约2033亿千瓦时，同比减少1%；其中，2023Q1发电量为556亿千瓦时(+18%)，2023Q2发电量为476亿千瓦时(-38%)，2023Q3发电量为1001亿千瓦时(+23%)。

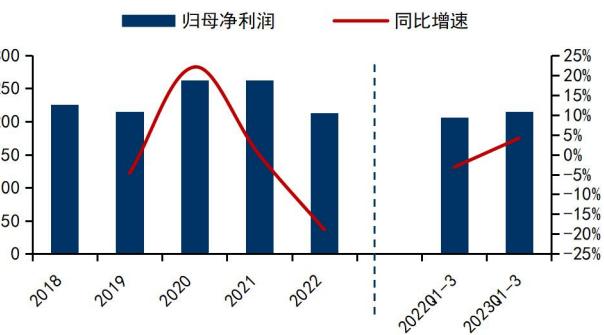
三季度长江流域来水同比偏丰，发电量同比增加。2023年第三季度，长江上游乌东德水库来水总量约460.28亿立方米，较上年同期偏丰15.37%；三峡水库来水总量约1367.38亿立方米，较上年同期偏丰35.81%。而2022年第三季度溪洛渡水库来水总量约422.69亿立方米，较上年同期偏枯20.49%；三峡水库来水总量约1006.83亿立方米，较上年同期偏枯54.40%。受长江流域来水改善影响，2023年第三季度，公司境内所属六座梯级电站总发电量约1001.23亿千瓦时，较上年同期增加22.77%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



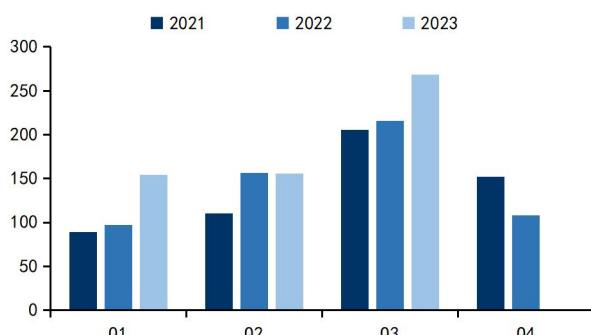
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



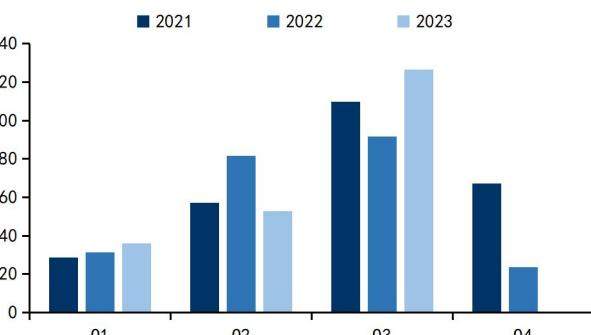
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

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

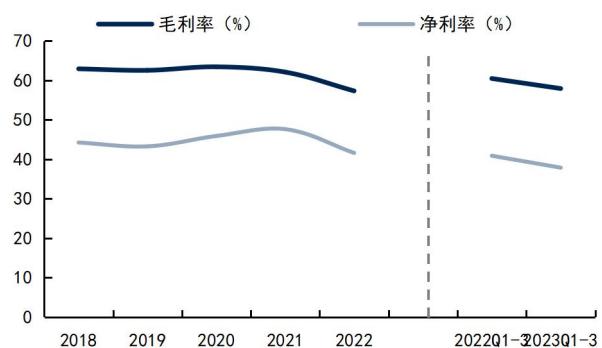
表1：公司在运水电站发电量情况

电站名称	2023Q2		2023Q3	
	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	167.81	-43.53%	287.64	43.62%
葛洲坝电站	41.90	-26.29%	58.27	18.63%
溪洛渡电站	79.50	-52.51%	189.35	5.23%
向家坝电站	50.39	-43.55%	103.52	-1.27%
乌东德电站	59.21	-39.83%	150.76	20.16%
白鹤滩电站	77.35	+22.66%	211.69	35.81%
合计	476.16	-38.33%	1001.23	22.77%

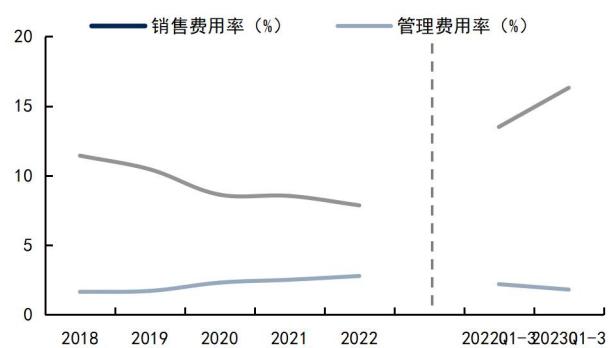
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2022 年前三季度白鹤滩电站机组尚未全部投产

三季度毛利率和净利率同比提升，费用率同比略降。2023 年前三季度，公司毛利率为 57.89%，同比降低 2.54pct，主要系上半年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；净利率为 37.85%，同比降低 3.01pct，毛利率影响之外主要受财务费用增加影响。2023 年前三季度，公司销售、管理及研发、财务费用率分别为 0.22%/1.81%/16.31%，同比变动 -0.02/-0.39/+2.81pct，期间费用率为 18.33%，同比增加 2.40pct。因 2023 年并购云川公司，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，2023 年前三季度财务费用总计为 94.34 亿元，同比提高 31.74%。2023 年单三季度，公司毛利率和净利率为 67.07% 和 47.46%，同比 +1.69pct/+1.62pct，主要受益于电量增发摊低度电折旧，公司销售、管理及研发、财务费用率同比分别变动 -0.04pct/-0.72pct/-0.26pct。

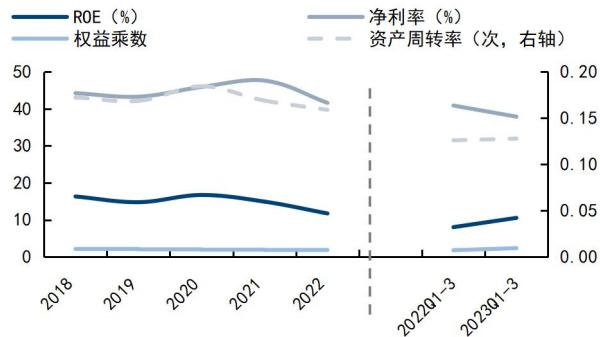
ROE 同比明显提升，经营性净现金流同比增加。2023 年前三季度，公司 ROE 为 10.53%，同比增加 2.50pct。2023 年前三季度，公司收回电费款增加，经营性净现金流流入 363.84 亿元，同比提高 2.95%；投资性净现金流流出 737.12 亿元，同比下降 857.86%，主要系支付并购云川公司交易对价所致；2023 年前三季度融资增加，融资性现金流回正，净现金流流入 343.91 亿元，同比增加 222.17%。

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

乌白电站注入带动装机容量提升，水电经营收益有望进一步提升。公司是我国最大的水电上市公司，依托第一大河流长江，资源优势得天独厚。1) 从装机规模和流域区位看，在手电站是最优质的水电资产。2) 具备流域梯级联合调度能力，2023年从“四库联调”升级为“六库联调”。3) 具备跨大区水电营销能力和较强的电力消纳能力。2023年1月公司完成乌东德、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%，装机总量增长至7169.5万千瓦（涨幅57.6%），达历史新高，为公司业绩增长提供新动能。

2023年蓄水任务顺利完成，2024年发电量增长可期。8月1日，随着乌东德、白鹤滩水库蓄水工作启动，梯级水库2023年度蓄水工作正式开始。9月10日起，三峡水库正式启动蓄水，起蓄水位较2017至2021年均值偏高3.68米。截至10月20日，公司所属长江干流六座梯级水库基本完成2023年度蓄水任务，总可用水量（指水库死水位之上的水量）达410亿立方米，蓄能338亿千瓦时，经测算，梯级水库可用水量同比增加超160亿立方米，蓄能增加超90亿千瓦时。

公司积极开展抽水蓄能业务和新能源发电业务，或将成为新的重要增长点。公司目前已至少接收了28个抽水蓄能项目，锁定抽蓄项目资源3000-4000万千瓦，为未来发展打下基础。2023年公司首座抽水蓄能电站——甘肃张掖抽蓄电站顺利开工，标志着公司抽蓄电站投资建设取得实质性进展，电站总装机140万千瓦，于2023年6月30日转入工程建设阶段，预计2028年实现首台机组投产发电，2029年全部机组投产发电；奉节县菜籽坝120万千瓦项目也于2023年6月28日开工。此外，公司还依托抽水蓄能，积极筹划“水风光储一体化”项目的开发，2021年公司成立长电新能有限责任公司，主营金沙江流域水风光一体化可再生能源基地的清洁能源项目开发、投资和运营管理，目前公司首批新能源场站顺利投产运行。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑三季度业绩超预期，且若后续来水持续修复，业绩有望进一步增长，我们上调利润预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为303.5/355.6/373.6亿元（上调幅度为3%/7%/6%），同比增长42.4%/16.8%/4.8%；每股收益为1.24/1.35/1.42元（前值为1.20/1.26/1.34元），对应当前PE为18/17/16x。我们给予公司2023年21.5-23.5倍PE，对应26.7-29.1/股合理价值，较目前股价有18%-29%的溢价空间，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表 (更新至 2023 年 10 月 31 日)

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	7.7	1,382.4	0.4	0.4	0.5	0.5	21.9	18.4	16.6	15.2	1.7	无
600674.SH	川投能源	14.7	656.2	0.8	1.0	1.1	1.2	18.5	14.3	13.3	12.6	0.8	无
002039.SZ	黔源电力	14.1	60.2	1.0	0.8	1.4	1.5	14.5	17.1	10.2	9.2	0.9	无
600116.SH	三峡水利	8.0	153.2	0.3	0.3	0.5	0.6	32.0	28.0	16.7	13.0	0.7	买入
600900.SH	长江电力	22.6	5,522.5	0.9	1.2	1.4	1.4	24.1	18.2	16.7	15.9	0.9	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、三峡水利盈利数据取自 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	178809	245226	134733	营业收入	55646	52060	80869	90959	92001
应收款项	4342	5111	7939	8930	9032	营业成本	21113	22233	34056	35396	36122
存货净额	470	453	695	573	592	营业税金及附加	1164	1072	1665	1873	1894
其他流动资产	3181	436	677	761	770	销售费用	150	165	257	289	292
流动资产合计	17923	15302	188119	255490	145127	管理费用	1360	1360	2987	3022	3277
固定资产	221604	214222	442302	425261	407976	研发费用	39	90	139	157	158
无形资产及其他	20181	22113	21228	20344	19459	财务费用	4751	4092	6409	8393	6201
投资性房地产	8137	8465	8465	8465	8465	投资收益	5426	4600	4180	4180	4180
长期股权投资	60717	67166	76135	84706	92702	资产减值及公允价值变动	376	(654)	(1355)	(1355)	(1355)
资产总计	328563	327268	736250	794265	673729	其他收入	(33)	(149)	(139)	(157)	(158)
短期借款及交易性金融负债	29756	34949	174743	192218	57665	营业利润	32876	26936	38181	44655	46882
应付款项	694	942	1498	1235	1277	营业外净收支	(467)	(623)	(510)	(510)	(510)
其他流动负债	22956	16568	26424	22360	23336	利润总额	32409	26313	37671	44145	46372
流动负债合计	53406	52458	202666	215813	82279	所得税费用	5924	4664	6837	8012	8416
长期借款及应付债券	70418	76238	86910	91583	96255	少数股东损益	212	340	487	571	600
其他长期负债	14451	2818	2868	2918	2958	归属于母公司净利润	26273	21309	30347	35562	37356
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	292444	310314	181492	净利润	26273	21309	30347	35562	37356
少数股东权益	9224	10266	10436	10636	10846	资产减值准备	(58)	309	1095	(55)	(55)
股东权益	181064	185488	196110	240956	254031	折旧摊销	11407	11016	16931	21935	22127
负债和股东权益总计	328563	327268	498990	561906	446369	公允价值变动损失	(376)	654	1355	1355	1355
						财务费用	4751	4092	6409	8393	6201
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(14189)	(15804)	8247	(5285)	873
每股收益	1.16	0.87	1.24	1.35	1.42	其它	109	(328)	(924)	255	265
每股红利	0.88	0.92	0.81	0.88	0.92	经营活动现金流	23166	17154	57050	53766	61920
每股净资产	7.96	7.58	8.01	9.17	9.67	资本开支	0	(247600)	(9316)	(10211)	(10256)
ROIC	9.69%	8.11%	8%	8%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	14.51%	11.49%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(10293)	(254049)	(18286)	(18781)	(18252)
毛利率	62%	57%	58%	61%	61%	权益性融资	(86)	27	0	32400	0
EBIT Margin	57%	52%	52%	55%	55%	负债净变化	21992	2178	4673	4673	4673
EBITDA Margin	78%	73%	73%	79%	79%	支付股利、利息	(20008)	(22544)	(19725)	(23115)	(24281)
收入增长	-4%	-6%	55%	12%	1%	其它融资现金流	(8961)	269688	139795	17474	(134552)
净利润增长率	-0%	-19%	42%	17%	5%	融资活动现金流	(12174)	236267	130742	31432	(154161)
资产负债率	45%	43%	61%	57%	43%	现金净变动	699	(628)	169506	66417	(110493)
股息率	3.6%	4.1%	3.6%	4.2%	4.4%	货币资金的期初余额	9231	9930	9302	178809	245226
P/E	19.5	25.9	18.2	16.7	15.9	货币资金的期末余额	9930	9302	178809	245226	134733
P/B	2.8	3.0	2.8	2.5	2.3	企业自由现金流	0	(230059)	50047	47546	53879
EV/EBITDA	15.1	17.9	14.4	12.5	10.7	权益自由现金流	0	41808	189268	62824	(81076)

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提供。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