



## 增持(维持)

所属行业: 公用事业/电力  
当前价格(元): 23.50

### 证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

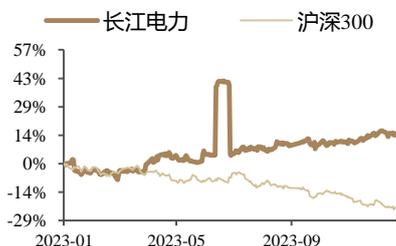
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.86	3.75	5.15
相对涨幅(%)	1.70	12.32	12.01

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《长江电力(600900.SH): Q3来水转好, 业绩显著提升》, 2023.11.6
- 《长江电力(600900.SH): 来水偏枯影响上半年业绩, 下半年有望明显改善》, 2023.9.4
- 《长江电力(600900.SH): 乌白注入带来新动能, 分红超预期凸显企业价值》, 2023.5.3
- 《长江电力(600900.SH): 2022年来水偏枯致业绩承压, 水风光一体化+抽水蓄能带来新动能》, 2023.1.31

# 长江电力(600900.SH): Q4业绩同比高增, 乌白增发效益有望体现

## 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年业绩快报, 2023年公司实现营业收入780.62亿元, 同比增长13.4%(调整后), 实现归母净利润273.89亿元, 同比增长15.4%(调整后)。其中2023第四季度, 公司实现营业收入202.07亿元, 同比增长27.9%(调整后), 实现归母净利润58.65亿元, 同比增长91.9%(调整后)。
- 来水总体偏枯, 发电量小幅增长。** 2023年, 长江上游乌东德水库来水总量约1029.08亿立方米, 较上年同期偏枯5.46%; 三峡水库来水总量约3428.46亿立方米, 较上年同期偏丰0.71%; 公司总发电量2762.63亿千瓦时, 较上年同期增加5.34%。其中, 乌东德电站完成发电量349.14亿千瓦时, 较上年同期减少4.64%; 白鹤滩电站完成发电量573.24亿千瓦时, 较上年同期增加43.11%; 溪洛渡电站完成发电量549.34亿千瓦时, 较上年同期减少4.97%; 向家坝电站完成发电量311.32亿千瓦时, 较上年同期减少1.33%; 三峡电站完成发电量802.71亿千瓦时, 较上年同期增加1.88%; 葛洲坝电站完成发电量176.88亿千瓦时, 较上年同期增加1.46%。
- 蓄水情况良好, 抽蓄建设加速。** 公司于23年8月1日启动乌东德、白鹤滩水库蓄水工作启动; 9月10日启动三峡水库蓄水工作。至10月20日, 公司所属长江干流六座梯级水库已完成2023年度蓄水任务, 总可用水量达410亿立方米(同比增加超160亿立方米), 蓄能338亿千瓦时(同比增加超90亿千瓦时), 随着公司各水库蓄水任务圆满完成, 24年六库增发效益有望更加显著。抽蓄建设方面, 公司已启动张掖抽蓄电站建设, 该项目总装机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。
- 投资建议与估值:** 我们预计2024年来水如期修复, 同时叠加六库联调, 看好公司24年业绩高增。预计公司2023-2025年营业收入分别为780.6亿元、878.8亿元、895.6亿元, 增速分别为49.9%(调整前)、12.5%、1.9%, 归母净利润分别为273.9亿元、345.5亿元、364.5亿元, 增速分别为28.5%(调整前)、26.2%、5.5%, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 来水不及预期; 电价波动风险; 抽蓄建设不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	24,468.22		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	23,546.30	营业收入(百万元)	55,646	52,060	78,062	87,847	89,557
52 周内股价区间(元):	18.74-28.90	(+/-)YOY(%)	-3.7%	-6.4%	49.9%	12.5%	1.9%
总市值(百万元):	575,003.12	净利润(百万元)	26,273	21,309	27,389	34,551	36,446
总资产(百万元):	578,872.09	(+/-)YOY(%)	-0.1%	-18.9%	28.5%	26.2%	5.5%
每股净资产(元):	8.06	全面摊薄 EPS(元)	1.07	0.87	1.12	1.41	1.49
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	62.1%	57.3%	55.5%	59.2%	59.3%
		净资产收益率(%)	14.5%	11.5%	6.4%	7.5%	7.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.12	1.41	1.49
每股净资产	8.16	17.49	18.90	20.39
每股经营现金流	1.36	2.30	2.14	2.21
每股股利	0.85	0.70	0.70	0.70
价值评估(倍)				
P/E	22.41	20.99	16.64	15.78
P/B	2.57	1.34	1.24	1.15
P/S	9.92	7.12	6.33	6.20
EV/EBITDA	15.18	15.58	12.90	12.25
股息率%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	57.3%	55.5%	59.2%	59.3%
净利润率	41.6%	36.5%	40.5%	41.5%
净资产收益率	11.5%	6.4%	7.5%	7.3%
资产回报率	6.5%	4.7%	5.6%	5.6%
投资回报率	7.2%	4.7%	5.6%	5.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-6.4%	49.9%	12.5%	1.9%
EBIT 增长率	-15.0%	44.2%	22.4%	1.7%
净利润增长率	-18.9%	28.5%	26.2%	5.5%
偿债能力指标				
资产负债率	40.2%	49.1%	44.8%	40.8%
流动比率	0.3	0.3	0.5	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.6
现金比率	0.2	0.1	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.2	30.0	40.0	50.0
存货周转天数	7.5	6.1	6.6	6.7
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1
固定资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	21,309	27,389	34,551	36,446
少数股东损益	340	1,141	1,069	744
非现金支出	11,395	13,150	13,885	14,827
非经营收益	-47	4,386	5,004	4,049
营运资金变动	-2,084	10,211	-2,263	-1,979
经营活动现金流	30,913	56,277	52,245	54,087
资产	-4,834	-44,995	-35,235	-37,148
投资	-1,032	-10,002	-4,978	-4,978
其他	1,773	4,387	6,126	6,246
投资活动现金流	-4,093	-50,610	-34,087	-35,880
债权募资	7,077	-8,771	1,000	1,000
股权募资	27	32,149	0	0
其他	-34,689	-28,271	-10,502	-9,652
融资活动现金流	-27,584	-4,893	-9,502	-8,652
现金净流量	-623	774	8,656	9,555

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 19 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	52,060	78,062	87,847	89,557
营业成本	22,233	34,767	35,834	36,454
毛利率%	57.3%	55.5%	59.2%	59.3%
营业税金及附加	1,072	1,717	1,933	1,928
营业税金率%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
营业费用	165	327	264	269
营业费用率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
管理费用	1,360	2,040	1,855	2,116
管理费用率%	2.6%	2.6%	2.1%	2.4%
研发费用	90	156	176	179
研发费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	27,089	39,060	47,791	48,617
财务费用	4,092	8,060	10,373	9,413
财务费用率%	7.9%	10.3%	11.8%	10.5%
资产减值损失	-268	0	0	0
投资收益	4,600	4,418	6,149	6,269
营业利润	26,936	35,425	43,548	45,440
营业外收支	-623	-632	-632	-632
利润总额	26,313	34,793	42,916	44,808
EBITDA	38,206	52,210	61,675	63,444
所得税	4,664	6,263	7,296	7,617
有效所得税率%	17.7%	18.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	340	1,141	1,069	744
归属母公司所有者净利润	21,309	27,389	34,551	36,446

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,302	10,076	18,733	28,287
应收账款及应收票据	4,397	8,679	10,989	14,087
存货	453	717	607	756
其它流动资产	1,150	1,024	2,217	1,509
流动资产合计	15,302	20,496	32,545	44,639
长期股权投资	67,166	77,166	82,166	87,166
固定资产	211,351	436,839	449,959	463,819
在建工程	2,871	1,486	843	521
无形资产	22,113	32,038	39,969	47,892
非流动资产合计	311,966	556,219	581,919	608,576
资产总计	327,268	576,715	614,464	653,215
短期借款	26,752	27,752	28,752	29,752
应付票据及应付账款	942	1,297	1,294	1,342
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	24,764	39,039	40,171	40,684
流动负债合计	52,458	68,089	70,218	71,779
长期借款	38,618	184,157	174,157	164,157
其它长期负债	40,438	30,668	30,668	30,668
非流动负债合计	79,056	214,824	204,824	194,824
负债总计	131,514	282,913	275,042	266,603
实收资本	22,742	24,468	24,468	24,468
普通股股东权益	185,488	427,934	462,485	498,932
少数股东权益	10,266	11,407	12,476	13,219
负债和所有者权益合计	327,268	576,715	614,464	653,215

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。