

2024年04月30日

长江电力 (600900.SH)

——2023年经营性现金流倍增 2024Q1业绩逆势增长

买入 (维持)

投资要点:

证券分析师

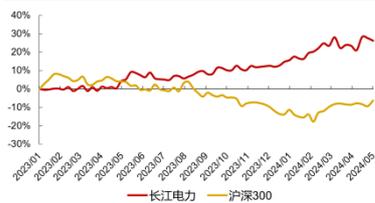
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **事件:** 公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报, 2023 年全年实现归母净利润 272.39 亿元, 同比增长 14.81%, 2024 年一季度实现归母净利润 39.67 亿元, 同比增长 9.8%, 超过我们此前预期的 34 亿元。每股分红 0.82 元, 分红比例 (以归母净利润为分母) 73.66%, 符合预期。
- **2023 年长江流域来水持续偏枯, 业绩低于年初预期, 但是经营性现金流量净额同比翻倍, 现金流价值凸显。** 受拉尼娜现象影响, 长江流域 2023 年来水持续偏枯, 公司六座电站总发电量 2763 亿千瓦时, 同比增长 5.34%, 但是考虑到乌东德、白鹤滩 2022 年蓄水尚未完成, 发电量基数较低, 2023 年实际发电量不及预期, 全年业绩低于 2023 年初预期的 300 亿元量级。但是凭借乌白并表带来的巨额折旧, 公司 2023 年经营性现金流量净额达到 647.19 亿元, 同比涨幅超 1 倍, 扣除利息费用 127.38 亿元后, 公司权益现金流高达 500 亿元量级。
- **2024 年一季度来水偏枯趋势延续, 但是公司业绩逆势增长, 主要系财务费用减少、投资收益增加。** 长江流域 2024 年一季度降雨呈东多西少格局, 公司一季度发电量同比减少 5.13%, 但是归母净利润逆势增长约 3.5 亿元, 超过我们此前预期。分拆来看, 公司一季度财务费用同比减少约 3 亿元, 投资收益同比增长 3.2 亿元。尤其是权益法投资收益, 一季度数值达到 8.87 亿元, 同比增长 3.3 亿元, 绝对值创历史新高, 推算与国投电力、川投能源、桂冠电力、中能股份等参股公司业绩全部正增长有关。
- **继续看好以水电为代表的低协方差资产, 公司作为标志性公司有望持续受益。** 随着国内外宏观环境的变化, 我们分析市场对风险的重新定价将成为未来一段时间板块轮动的核心驱动力。从 DCF 模型的角度看, 分母端的权重或边际上升, 由此带来估值体系的重构。结合经典的投资组合理论, 就“收益-风险比”而言, 无论个股多么优质, 构建组合都优于全仓个股, 于是个股的定价取决于其在组合中的地位。由此进一步引出协方差概念以及著名的 CAPM 模型。
- 在市场对分母端重新定价的过程中, 低协方差资产 (与宏观经济弱相关) 的折现率有望持续下降。低协方差资产重估是市场均衡的必然结果, 与市场对宏观经济的预期无关。进一步的, 当折现率下降时, 久期越长的资产越受益, 因此, 我们认为低协方差且长周期资产将在未来一段时间内持续占优, 而水电恰恰是两条路径的交汇点, 公司作为龙头公司有望充分受益。
- **盈利预测与评级:** 结合公司 2024 年一季度数据, 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润分别为 339.94、357.42 和 374.23 亿元, 当前股价对应 PE 18、17、17 倍, 维持“买入”评级。简易 DCF 估值, 预计公司在来水正常情况下, 每年自由可支配现金在 500 亿元量级。在永续经营假设下, 直接对上述现金流折现, 在 6%折现率下, 公司权益价值=500 亿元/6%=8333 亿元; 在 5%折现率下, 公司的权益价值=500 亿元/5%=1 万亿元。
- **风险提示:** 来水波动, 电价不及预期。

股票数据: 2024年4月29日

收盘价 (元)	25.48
一年内最高/最低 (元)	26.30/21.14
总市值 (亿元)	6235

基础数据: 2024年3月31日

总股本 (亿股)	244.7
总资产 (亿元)	5686.7
净资产 (亿元)	2167.1
每股净资产 (元)	8.40
市净率 PB	3.03

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	52060	78112	86133	88004	88842
同比增长率 (%)	-6.44%	50.04%	10.27%	2.17%	0.95%
归母净利润 (百万元)	21309	27239	33994	35742	37423
同比增长率 (%)	-18.89%	27.83%	24.80%	5.14%	4.70%
每股收益 (元/股)	0.87	1.11	1.39	1.46	1.53
毛利率 (%)	57.3%	57.8%	59.5%	59.5%	59.8%
ROE (%)	11.49%	13.53%	16.07%	16.08%	16.03%
市盈率			18	17	17

表 1：公司利润表预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	55646	52060	78112	86133	88004	88842
营业收入	55646	52060	78112	86133	88004	88842
营业总成本	28578	29012	49445	50565	50806	50238
营业成本	21113	22233	32943	34847	35602	35686
税金及附加	1164	1072	1602	1723	1760	1777
销售费用	150	165	192	215	220	222
管理费用	1360	1360	1363	1981	2024	1955
研发费用	39	90	789	100	100	100
财务费用	4751	4092	12556	11699	11099	10499
其中：利息费用	4803	4275	12738	11938	11338	10738
减：利息收入	117	167	239	239	239	239
加：其他收益	4	3	5	5	5	5
投资净收益	5426	4600	4750	5631	6181	6781
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2802	3534	4231	4831	5431	6031
公允价值变动净收益	335	-385	-163	0	0	0
资产减值损失	40	-268	-42	0	0	0
信用减值损失	-12	-10	-2	0	0	0
资产处置收益	14	-52	6	0	0	0
营业利润	32876	26936	33220	41204	43385	45390
加：营业外收入	30	2	81	100	0	0
减：营业外支出	497	625	888	888	888	888
利润总额	32409	26313	32413	40416	42496	44502
减：所得税	5924	4664	4457	5622	5856	6078
净利润	26485	21649	27956	34794	36640	38423
持续经营净利润	26485	21649	27956	34794	36640	38423
减：少数股东损益	212	340	717	800	898	1000
归属于母公司所有者的净利润	26273	21309	27239	33994	35742	37423

资料来源：ifind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数