

长江电力 (600900.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

市场化交易电价上浮，蓄能助电量增发

业绩简评

4月29日晚间公司发布2023年年报及2024年一季报，2023全年实现营收781.1亿元，同比+13.4%（调整后）；实现归母净利润272.4亿元，同比+14.8%（调整后）。1Q24实现营收156.4亿元，同比+1.6%；实现归母净利润39.7亿元，同比+9.8%。2023年计划现金分红0.82元/股（上年为0.85元/股），分红比例约73.7%。

经营分析

2023年公司市场化电量占比提升3.8pct，上网电价同比+4.3%。

乌白注入后，公司追溯调整22年总上网电量增加763亿度、市场化交易电量增加745亿度，或因乌白电站合同电量定价机制以市场化交易为主。受益于市场化电价上浮，23年公司水电平均上网电价为281.3元/MWh，同比+4.3%；量价齐升助境内水电业务实现营业收入690.5亿，同比+12.4%。1Q24涨价持续，使公司在发电量同比-5.1%的情况下实现营收同比+1.6%。2023年公司境内水电业务毛利率61.0%，同比-0.2pct，一方面因乌白处在投产初期、注入后折旧及财务费用增加；而电价上涨则有助于盈利能力提升。

2H23来水改善，蓄水计划完成使三峡1Q24在来水偏枯之下实现增发。2023年入汛以来，长江流域来水情况较上年同期显著改善，2H23公司六座电站发电量同比+28.3%；若考虑白鹤滩电站于2022年底完全投产，除乌白外的四座电站发电量同比+25.8%。据公司统计，1Q24三峡水库来水总量较上年同期偏枯4.1%；然而同期三峡电站完成发电量140.2亿千瓦时，同比+15.8%，主因公司2023年首次实现梯级水库全部按期蓄满。23年底三峡水库水位较上年同期高9.4米，年补水总量超242亿方；全年梯级联合调度节水增发发电量121.3亿千瓦时，强大调节能力有望平滑自然条件波动。

科技赋能，23年研发费用同比增加近7亿。一方面考虑到剩余技术可开发水电资源集中在西南地区，技术难度更大、经济指标更严苛；另外也为了适应风、光新能源为主的新型电力系统建设，公司加大研发投入向创新型清洁能源企业转型，23年度研发投入达20.7亿（不含税）。

盈利预测、估值与评

24年市场化电价上浮，盈利能力有望提升。预计公司2024~2026年分别实现归母净利润314.1/348.2/366.3亿元，EPS分别为1.28/1.42/1.50元，公司股票现价对应PE估值分别为20倍、18倍和17倍，维持“买入”评级。

风险提示

来水不及预期；电价不及预期；新业务拓展不及预期风险等。

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.48元

相关报告：

1.《长江电力公司点评：来水改善，量利齐升》，2023.10.31

2.《长江电力公司点评：来水偏枯致减量，降息提价盈利有望改善》，2023.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,060	78,112	84,948	93,059	96,474
营业收入增长率	-6.44%	50.04%	8.75%	9.55%	3.67%
归母净利润(百万元)	21,309	27,239	31,409	34,815	36,630
归母净利润增长率	-18.89%	27.83%	15.31%	10.84%	5.21%
摊薄每股收益(元)	0.937	1.113	1.284	1.423	1.497
每股经营性现金流净额	1.36	2.65	2.16	2.86	2.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.49%	13.53%	14.90%	15.73%	15.77%
P/E	22.41	20.97	19.85	17.91	17.02
P/B	2.57	2.84	2.96	2.82	2.68

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	55,646	52,060	78,112	84,948	93,059	96,474
增长率		-6.4%	50.0%	8.8%	9.5%	3.7%
主营业务成本	-21,113	-22,233	-32,943	-36,127	-38,991	-40,009
%销售收入	37.9%	42.7%	42.2%	42.5%	41.9%	41.5%
毛利	34,533	29,828	45,169	48,820	54,068	56,465
%销售收入	62.1%	57.3%	57.8%	57.5%	58.1%	58.5%
营业税金及附加	-1,164	-1,072	-1,602	-1,784	-1,954	-2,026
%销售收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
销售费用	-150	-165	-192	-251	-275	-285
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,360	-1,360	-1,363	-1,869	-2,047	-2,122
%销售收入	2.4%	2.6%	1.7%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-39	-90	-789	-849	-931	-965
%销售收入	0.1%	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	31,820	27,141	41,223	44,067	48,861	51,067
%销售收入	57.2%	52.1%	52.8%	51.9%	52.5%	52.9%
财务费用	-4,751	-4,092	-12,556	-10,836	-11,056	-10,532
%销售收入	8.5%	7.9%	16.1%	12.8%	11.9%	10.9%
资产减值损失	29	-278	-45	0	0	0
公允价值变动收益	335	-385	-163	10	10	10
投资收益	5,426	4,600	4,750	5,000	5,000	5,000
%税前利润	16.7%	17.5%	14.7%	13.3%	11.8%	11.1%
营业利润	32,876	26,936	33,220	38,252	42,826	45,556
营业利润率	59.1%	51.7%	42.5%	45.0%	46.0%	47.2%
营业外收支	-467	-623	-807	-600	-600	-600
税前利润	32,409	26,313	32,413	37,652	42,226	44,956
利润率	58.2%	50.5%	41.5%	44.3%	45.4%	46.6%
所得税	-5,924	-4,664	-4,457	-5,271	-6,334	-7,193
所得税率	18.3%	17.7%	13.7%	14.0%	15.0%	16.0%
净利润	26,485	21,649	27,956	32,380	35,892	37,763
少数股东损益	212	340	717	971	1,077	1,133
归属于母公司的净利润	26,273	21,309	27,239	31,409	34,815	36,630
净利率	47.2%	40.9%	34.9%	37.0%	37.4%	38.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	26,485	21,649	27,956	32,380	35,892	37,763
少数股东损益	212	340	717	971	1,077	1,133
非现金支出	11,469	11,395	19,258	25,579	25,223	25,119
非经营收益	-667	-47	8,233	4,535	6,850	6,358
营运资金变动	-1,554	-2,084	9,271	-9,719	2,024	925
经营活动现金净流	35,732	30,913	64,719	52,774	69,989	70,165
资本开支	-3,452	-4,834	-12,226	-26,689	-27,280	-15,680
投资	-5,087	-1,032	-2,736	-1,435	-2,500	-2,500
其他	1,974	1,773	2,156	5,000	5,000	5,000
投资活动现金净流	-6,565	-4,093	-12,806	-23,124	-24,780	-13,180
股权募资	155	27	16,445	0	0	0
债权募资	-2,335	7,077	29,545	4,802	-7,365	-19,517
其他	-26,201	-34,689	#####	-32,997	-35,636	-36,414
筹资活动现金净流	-28,381	-27,584	-54,802	-28,195	-43,000	-55,930
现金净流量	701	-623	-2,862	1,455	2,209	1,055

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,930	9,302	7,778	9,072	11,155	12,110
应收款项	4,398	5,231	8,812	7,680	8,414	8,722
存货	470	453	587	693	748	767
其他流动资产	3,126	316	518	418	425	427
流动资产	17,923	15,302	17,695	17,863	20,741	22,027
%总资产	5.5%	4.7%	3.1%	3.1%	3.6%	3.8%
长期投资	66,925	73,225	77,774	79,293	81,803	84,313
固定资产	221,604	214,222	449,659	449,185	449,068	437,458
%总资产	67.4%	65.5%	78.6%	78.3%	77.4%	76.2%
无形资产	21,216	23,345	25,121	26,581	28,203	29,822
非流动资产	310,640	311,966	554,248	555,772	559,773	552,278
%总资产	94.5%	95.3%	96.9%	96.9%	96.4%	96.2%
资产总计	328,563	327,268	571,943	573,635	580,514	574,305
短期借款	29,756	34,949	102,034	95,836	92,971	79,455
应付款项	14,164	12,093	37,224	27,925	30,171	30,982
其他流动负债	9,486	5,417	4,613	3,078	3,645	4,088
流动负债	53,406	52,458	143,871	126,839	126,788	114,525
长期贷款	36,439	38,618	186,690	194,690	191,690	186,690
其他长期负债	48,429	40,438	29,082	29,340	27,748	26,681
负债	138,275	131,514	359,644	350,868	346,226	327,896
普通股股东权益	181,064	185,488	201,330	210,826	221,271	232,259
其中：股本	22,742	22,742	24,468	24,468	24,468	24,468
未分配利润	76,768	79,541	86,400	95,823	106,267	117,256
少数股东权益	9,224	10,266	10,969	11,940	13,017	14,150
负债股东权益合计	328,563	327,268	571,943	573,635	580,514	574,305
比率分析	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.155	0.937	1.113	1.284	1.423	1.497
每股净资产	7.962	8.156	8.228	8.616	9.043	9.492
每股经营现金净流	1.571	1.359	2.645	2.157	2.860	2.868
每股股利	0.680	0.700	0.815	0.899	0.996	1.048
回报率						
净资产收益率	14.51%	11.49%	13.53%	14.90%	15.73%	15.77%
总资产收益率	8.00%	6.51%	4.76%	5.48%	6.00%	6.38%
投入资本收益率	8.89%	7.22%	6.72%	6.99%	7.60%	7.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.70%	-6.44%	50.04%	8.75%	9.55%	3.67%
EBIT 增长率	-6.39%	-14.71%	51.89%	6.90%	10.88%	4.51%
净利润增长率	-0.09%	-18.89%	27.83%	15.31%	10.84%	5.21%
总资产增长率	-0.68%	-0.39%	74.76%	0.30%	1.20%	-1.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.3	28.6	30.2	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	6.5	7.6	5.8	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	13.4	13.3	12.4	13.3	13.3	13.3
固定资产周转天数	1,434.6	1,481.8	2,078.9	1,888.1	1,695.6	1,597.7
偿债能力						
净负债/股东权益	47.43%	52.05%	144.49%	139.28%	128.40%	113.77%
EBIT 利息保障倍数	6.7	6.6	3.3	4.1	4.4	4.8
资产负债率	42.08%	40.19%	62.88%	61.17%	59.64%	57.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	20	34	43	119
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-01	买入	22.72	N/A
2	2022-08-31	买入	23.28	N/A
3	2022-10-31	买入	20.68	N/A
4	2023-04-28	买入	21.89	N/A
5	2023-08-31	买入	21.97	N/A
6	2023-10-31	买入	22.45	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806