

# 长江电力 (600900)

## 2023 年报&2024 一季报点评: 业绩符合预期, 期待量价齐升

买入 (维持)

2024 年 05 月 04 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002  
renyx@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005  
tangyh@dwzq.com.cn

研究助理 谷玥

执业证书: S0600122090068  
guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	68,863	78,112	87,230	89,168	90,317
同比 (%)	23.75	13.43	11.67	2.22	1.29
归母净利润 (百万元)	23,726	27,239	34,350	36,135	37,656
同比 (%)	(9.69)	14.81	26.10	5.20	4.21
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.97	1.11	1.40	1.48	1.54
P/E (现价&最新摊薄)	26.60	23.17	18.37	17.46	16.76

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

■ **事件:** 2023 年公司实现营收 781.12 亿元, 同增 50.04%(调整后 13.43%); 归母净利润 272.39 亿元, 同增 27.83%(调整后 14.81%); 扣非归母净利润 275.08 亿元, 同增 28.59%(调整后 28.59%); 拟向全体股东每 10 股派息 8.20 元 (含税), 分红比例 73.66%。2024 年一季度公司实现营收 156.41 亿元, 同增 1.58%; 归母净利润 39.67 亿元, 同增 9.8%。

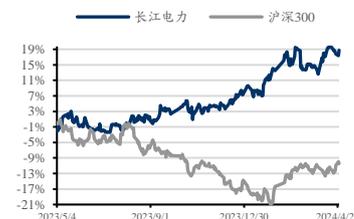
■ **2023 年乌白并表利润高增, 2024 年一季度来水偏枯财务费用改善。** 2023 年公司实现归母净利润 272.39 亿元, 同比增长 27.83%(调整后为 14.81%), 符合预期。2024 年一季度公司实现营业收入 156.41 亿元, 同比增长 1.58%; 归母净利润 39.67 亿元, 同比增长 9.8%。2024 年第一季度, 公司境内所属六座梯级电站总发电量约 527.47 亿千瓦时, 较上年同减 5.13%, 来水偏枯。2024 年一季度归母净利润增速大幅超过收入增速, 主要系财务费用下降 2.96 亿元, 同时投资收益增加 3.22 亿元所致。

■ **鼓励市场化交易&蓄水增加, 期待公司量价齐升。** 1) **蓄水、六库联调带来发电量释放。** ①**蓄水完成:** 公司所属长江干流六座梯级水库完成 2023 年度蓄水任务, 总可用水量达 410 亿立方米, 蓄能 338 亿千瓦时; 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, 同比增加 36%, 保证了 2024 年春季枯水期的发电能力。②**六库联调:** 公司梯级电站由四库联调升级为六库联调, 进一步提高水资源的使用效率, 2023 年新增 121.3 亿千瓦时发电量, 六库联调持续发挥作用, 为公司带来发电增量。 **国家政策鼓励下市场化占比将进一步提升、上网电价上行。** 公司各水电站电价根据合同和国家政策确定; 葛洲坝采用成本加成定价; 三峡、溪洛渡、向家坝采用落地电价倒推, 其中溪洛渡、向家坝的部分电量采用市场化定价。2023 年新并入的乌、白水电站以市场化定价为主。2023 年公司市场化交易电量占比提升至 37.76%(2022 年 7.6%, 考虑乌白并表调整后 33.91%)。2023 年公司上网电价为 281.28 元/兆瓦时 (2022 年 269.72 元/兆瓦时), 同比增加 11.56 元/兆瓦时。

■ **盈利预测与投资评级: 鼓励市场化交易&蓄水增加, 期待公司量价齐升。** 我们维持对公司 2024-2025 年归母净利润的预测 343.50/361.35 亿元, 新增 2026 年归母净利润预测 376.56 亿元; 2024-2026 年同比增长 26.1%/5.2%/4.2%; 对应当前 PE 18.4/17.5/16.8 倍 (估值日 2024/4/30), 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 来水量不及预期, 电价波动风险, 政策风险, 新能源电力市场竞争加剧风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	25.79
一年最低/最高价	21.14/26.30
市净率(倍)	3.07
流通 A 股市值(百万元)	619,147.15
总市值(百万元)	631,035.33

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.40
资产负债率(% ,LF)	61.89
总股本(百万股)	24,468.22
流通 A 股(百万股)	24,007.26

### 相关研究

《长江电力(600900): 2023 年业绩预告点评: 来水偏枯, 期待来水改善、蓄水、六库联调之下发电量释放》

2024-01-21

《长江电力(600900): 乌白注入装机高增, 长望盈利川流不息》

2023-11-06

**事件:** 2023 年公司实现营业收入 781.12 亿元, 同比增长 50.04%(调整后为 13.43%); 归母净利润 272.39 亿元, 同比增长 27.83%(调整后为 14.81%); 扣非归母净利润 275.08 亿元, 同比增长 28.59%(调整后为 28.59%); 加权平均 ROE 同比提高 1.79pct, 至 13.52%; 拟向全体股东每 10 股派息 8.20 元(含税), 分红比例 73.66%。2024 年一季度公司实现营业收入 156.41 亿元, 同比增长 1.58%; 归母净利润 39.67 亿元, 同比增长 9.8%; 扣非归母净利润 39.79 亿元, 同比增长 11.45%; 加权平均 ROE 同比提高 0.13pct, 至 1.95%。

## 1. 2023 年乌白并表利润高增, 2024 一季度来水偏枯财务费用改善

**2023 年乌白并表利润高增, 2024 年一季度来水偏枯财务费用改善。** 2023 年公司实现营业收入 781.12 亿元, 同比增长 50.04% (调整后为 13.43%); 归母净利润 272.39 亿元, 同比增长 27.83% (调整后为 14.81%), 符合预期; 扣非归母净利润 275.08 亿元, 同比增长 28.59% (调整后为 28.59%)。2024 年一季度公司实现营业收入 156.41 亿元, 同比增长 1.58%; 归母净利润 39.67 亿元, 同比增长 9.8%; 扣非归母净利润 39.79 亿元, 同比增长 11.45%; 加权平均 ROE 同比提高 0.13pct, 至 1.95%。2024 年一季度归母净利润增速大幅超过收入增速, 主要系财务费用下降 2.96 亿元, 同时投资收益增加 3.22 亿元所致。2023 年分业务来看:

- 1) **境内水电行业实现营收 690.46 亿元, 同比增加 12.39%; 毛利率为 60.97%, 增加 1.23pct, 毛利贡献 93.20%。** 公司水电总装机容量 7179.5 万千瓦, 其中, 国内水电装机 7169.5 万千瓦。公司运行乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝等六座水电站, 为社会持续提供优质、稳定、可靠的清洁能源。2023 年, 公司境内所属六座流域梯级电站发电量 2762.63 亿千瓦时, 同比增加 5.34%; 上网电量为 2747.80 亿千瓦时, 同比增加 5.37%; 售电量为 2749.88 亿千瓦时, 同比增加 5.34%; 上网电价为 281.28 元/兆瓦时 (2022 年 269.72 元/兆瓦时), 同比增加 11.56 元/兆瓦时。2024 年第一季度, 长江上游乌东德水库来水总量约 148.49 亿立方米, 较上年同期偏枯 7.71%; 三峡水库来水总量约 497.67 亿立方米, 较上年同期偏枯 4.14%。2024 年第一季度, 公司境内所属六座梯级电站总发电量约 527.47 亿千瓦时, 较上年同期减少 5.13%。
- 2) **其他行业实现营收 87.95 亿元, 同比增加 21.44%; 毛利率为 32.77%, 减少 2.42pct, 毛利贡献 6.38%。**

**受并购影响, 期间费用率增加。** 2023 年公司期间费用同比增长 161.1%至 149.01 亿元, 期间费用率上升 8.11pct 至 19.08%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 16.47%、增加 0.22%、增加 779.95%、增加 206.86%至 1.92 亿元、13.63 亿元、7.89 亿元、125.56 亿元; 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.07pct、下降 0.87pct、上升 0.84pct、上升 8.22pct 至 0.25%、1.75%、1.01%、16.08%。研发费用增加, 主要系取

工薪酬和项目费用增加。财务费用增加，主要系本报告期因并购云川公司带息负债规模增加，利息费用相应增加，以及本报告期为白鹤滩水电站全面投产后首个完整年度，利息支出费用化金额同比增加所致。

**经营性现金流净额大幅增加 109.36%至 647.19 亿元。**1) 2023 年公司经营活动现金流净额 647.19 亿元，同比增加 109.36%，主要系本报告期收回电费款增加所致；2) 投资活动现金流净额-128.06 亿元，同比减少 212.87%；3) 筹资活动现金流净额-548.02 亿元，同比减少 98.67%，主要系本报告期支付并购云川公司股权交易对价所致。

**并购云川公司融资增加资产负债率上升，加权平均 ROE 提升。**2023 年公司资产负债率为 62.88%，同比上升 22.7pct。2023 年公司应收账款同比增长 93.58%至 85.1 亿元，应收账款周转天数同比增加 1.51 天至 29.74 天；存货同比增长 29.37%至 5.87 亿元，存货周转天数同比减少 1.73 天至 5.74 天；应付账款同比增长 37.75%至 12.96 亿元，应付账款周转天数同比减少 0.92 天至 12.22 天，使净营业周期同比增加 0.7 天至 23.27 天。2023 年公司加权平均净资产收益率同比上升 1.79pct 至 13.52%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2023 年公司销售净利率为 35.79%，同比下降 5.79pct，总资产周转率为 0.17(次)，同比上升 0.01(次)，权益乘数从 22 年的 1.79 上升至 23 年的 2.32。

## 2. 鼓励市场化交易&蓄水增加，期待公司量价齐升

**水电市场交易比例持续提升，公司 2023 年市场化交易电量占比提升至 37.76%。**我国水电现行四种主要定价模式，分别为成本加成、标杆电价、倒推电价及市场化定价。2014 年 1 月，发改委出台《关于完善水电上网电价形成机制的通知》(发改价格[2014]61 号)，明确鼓励通过竞争方式确定水电价格，近年水电市场化电量持续增长。2021 年发改委在《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》等文件明确指出，电力市场建设需全面加速并适应工商业用户的需求，电力市场交易的政策和规则在未来将进一步完善，使得电价更真实地反映供需和资源的稀缺程度。作为低价、高质的清洁能源，水电在电力市场中将展现出强大的竞争优势。公司各水电站电价根据合同和国家政策确定；葛洲坝采用成本加成定价；三峡、溪洛渡、向家坝采用落地电价倒推，其中溪洛渡、向家坝的部分电量采用市场化定价。2023 年新并入的乌、白水电站以市场化定价为主；白鹤滩在过渡期(2022 年)后电价已完全市场化，外输高电价已确定。2023 年公司市场化交易电量占比提升至 37.76%(2022 年 7.6%，考虑乌白并表调整后 33.91%)，国家政策鼓励下市场化占比将进一步提升，预期公司上网电价继续上行。

**蓄水、六库联调带来发电量释放。**1) **蓄水完成：**公司所属长江干流六座梯级水库完成 2023 年度蓄水任务，总可用水量达 410 亿立方米，蓄能 338 亿千瓦时；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，同比增加 36%，保证了 2024 年春季枯水期的发电能力。2) **六库联调：**公司梯级电站由四库联调升级为六库联调，进一步提高水资源的使用效率，2023 年新增 121.3 亿千瓦时发电量，六库联调持续

发挥作用，为公司带来发电增量。

### 3. 盈利预测与投资建议

**鼓励市场化交易&蓄水增加，期待公司量价齐升。**我们维持对公司 2024-2025 年归母净利润的预测 343.50/361.35 亿元，新增 2026 年归母净利润预测 376.56 亿元；2024-2026 年同比增长 26.1%/5.2%/4.2%；对应当前 PE 18.4/17.5/16.8 倍(估值日 2024/4/30)，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

**来水量不及预期：**水电发电高度依赖于水资源情况，气候变化、降雨变化或其他原因导致的来水减少可能会严重影响水电站的发电量，进而影响公司经营情况。

**电价波动风险：**公司盈利水平与电价相关，政策调控、供需关系和市场竞争等因素将对电价产生影响，进而影响公司经营情况。

**政策风险：**国家对清洁能源和新能源的政策调整，可能会影响公司的回报预期和投资决策。

**市场风险：**随着新能源技术的发展，太阳能、风能等清洁能源的竞争日益加剧，可能会影响水电的市场份额。

长江电力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>17,695</b>	<b>14,209</b>	<b>25,440</b>	<b>51,952</b>	<b>营业总收入</b>	<b>78,112</b>	<b>87,230</b>	<b>89,168</b>	<b>90,317</b>
货币资金及交易性金融资产	7,778	5,343	16,185	42,932	营业成本(含金融类)	32,943	33,391	33,918	32,905
经营性应收款项	8,587	6,628	6,968	6,829	税金及附加	1,602	1,916	1,873	2,017
存货	587	653	623	581	销售费用	192	279	265	271
合同资产	11	13	13	13	管理费用	1,363	1,919	1,873	2,077
其他流动资产	731	1,573	1,652	1,597	研发费用	789	872	624	723
<b>非流动资产</b>	<b>554,248</b>	<b>551,529</b>	<b>542,934</b>	<b>529,131</b>	财务费用	12,556	11,128	10,518	10,178
长期股权投资	71,684	75,684	79,184	82,684	加:其他收益	5	15	18	0
固定资产及使用权资产	445,626	440,810	429,947	413,471	投资净收益	4,750	4,885	4,993	4,967
在建工程	4,760	3,056	1,954	1,272	公允价值变动	(163)	0	0	0
无形资产	23,782	23,632	23,482	23,332	减值损失	(45)	(32)	(22)	(17)
商誉	1,136	1,136	1,136	1,136	资产处置收益	6	35	(18)	0
长期待摊费用	39	54	60	65	<b>营业利润</b>	<b>33,220</b>	<b>42,626</b>	<b>45,070</b>	<b>47,097</b>
其他非流动资产	7,222	7,156	7,171	7,171	营业外净收支	(807)	(195)	(195)	(395)
<b>资产总计</b>	<b>571,943</b>	<b>565,738</b>	<b>568,374</b>	<b>581,084</b>	<b>利润总额</b>	<b>32,413</b>	<b>42,431</b>	<b>44,875</b>	<b>46,702</b>
<b>流动负债</b>	<b>143,871</b>	<b>151,548</b>	<b>155,712</b>	<b>158,471</b>	减:所得税	4,457	7,523	8,077	8,382
短期借款及一年内到期的非流动负债	102,034	123,439	128,439	130,439	<b>净利润</b>	<b>27,956</b>	<b>34,908</b>	<b>36,797</b>	<b>38,320</b>
经营性应付款项	1,336	1,279	1,361	1,296	减:少数股东损益	717	559	662	664
合同负债	15	16	14	14	<b>归属母公司净利润</b>	<b>27,239</b>	<b>34,350</b>	<b>36,135</b>	<b>37,656</b>
其他流动负债	40,486	26,814	25,898	26,721	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.11	1.40	1.48	1.54
非流动负债	215,773	190,751	177,721	175,711	EBIT	41,183	53,559	55,393	56,880
长期借款	186,690	166,690	156,690	156,690	EBITDA	60,396	80,529	82,708	84,337
应付债券	25,836	20,836	17,836	15,836	毛利率(%)	57.83	61.72	61.96	63.57
租赁负债	577	527	497	487	归母净利率(%)	34.87	39.38	40.52	41.69
其他非流动负债	2,670	2,698	2,698	2,698	收入增长率(%)	13.43	11.67	2.22	1.29
<b>负债合计</b>	<b>359,644</b>	<b>342,299</b>	<b>333,433</b>	<b>334,181</b>	归母净利润增长率(%)	14.81	26.10	5.20	4.21
归属母公司股东权益	201,330	211,911	222,752	234,048					
少数股东权益	10,969	11,527	12,190	12,854					
<b>所有者权益合计</b>	<b>212,299</b>	<b>223,438</b>	<b>234,941</b>	<b>246,902</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>571,943</b>	<b>565,738</b>	<b>568,374</b>	<b>581,084</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	64,719	55,766	68,683	72,554	每股净资产(元)	8.23	8.66	9.10	9.57
投资活动现金流	(12,806)	(19,575)	(13,940)	(9,083)	最新发行在外股份(百万股)	24,468	24,468	24,468	24,468
筹资活动现金流	(54,802)	(38,626)	(43,901)	(36,725)	ROIC(%)	6.67	8.30	8.46	8.57
现金净增加额	(2,862)	(2,435)	10,842	26,747	ROE-摊薄(%)	13.53	16.21	16.22	16.09
折旧和摊销	19,213	26,969	27,316	27,458	资产负债率(%)	62.88	60.50	58.66	57.51
资本开支	(12,226)	(20,461)	(15,413)	(10,545)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.17	18.37	17.46	16.76
营运资本变动	9,271	(12,709)	(1,248)	976	P/B (现价)	3.13	2.98	2.83	2.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>