

长江电力（600900.SH）

来水好转拐点已至，业绩释放提升分红

核心观点：

- **来水偏枯电量低位，投资收益稳健增长。**2023 年公司实现归母净利润 272.39 亿元（调整后同比+14.8%），乌白注入公司收入业绩提升。但乌白并表及新增负债导致财务费用提升至 125.56 亿元，研发投入考核导致研发费用大增至 7.89 亿元，电站增加库区维护支出（营业外支出）提升。2024Q1 公司实现归母净利润 39.67 亿元（同比+9.8%），主要系电价提升弥补电量下滑，且投资收益同比提升 55.7%，财务费用同比下降 3 亿元，预计 24 年可下降超 10 亿元。2023 年公司拟每股分红 0.82 元，分红总额 200.64 亿元，分红率 73.7%。
- **来水恢复蓄水高位，二季度迎来电量拐点。**根据经营公告，2023 年公司发电量 2763 亿千瓦时（同比+5.34%），公司规划 2024 年来水正常情况下力争发电量达到 3074 亿千瓦时，发电量可提升 300 亿千瓦时以上，2024 年一季度虽然公司发电量同比下滑 5.1%，但蓄能增幅再度提升，测算 3 月末蓄能偏高 62 亿千瓦时，上年 Q2 电量低基数、4 月来水正常蓄能高位，二季度公司将迎来电量拐点释放业绩弹性。
- **业绩提升、稳定分红，DDM 之路仍然通畅。**23 年来水偏枯电量低基数，厄尔尼诺带动来水恢复，蓄水已然恢复，联合调度优势将显，电量有望大幅提升，根据公司年报，承诺十四五 70% 分红率，分红预期稳定即可使用 DDM 估值。此外，公司电站推进扩机增容、流域联调增发电量、主导开发金沙江下游水风光基地、推进抽蓄建设，以及折旧、财务费用下降释放利润。水电龙头仍有成长空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24~26 年归母净利润分别 352/369/390 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 18/17/16 倍。来水好转业绩修复，十四五承诺 70% 分红率。作为水电龙头，参考可比公司，给予公司 24 年 20 倍 PE 估值，对应 28.74 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动；上网电价调整风险；投资收益不及预期风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	68863	78112	86906	88454	90189
增长率（%）	23.8%	13.4%	11.3%	1.8%	2.0%
EBITDA（百万元）	53003	60396	72586	73447	74377
归母净利润（百万元）	23726	27239	35163	36906	39041
增长率（%）	-9.7%	14.8%	29.1%	5.0%	5.8%
EPS（元/股）	0.97	1.11	1.44	1.51	1.60
市盈率（P/E）	21.66	20.97	17.95	17.10	16.16
ROE（%）	10.4%	13.5%	16.6%	16.5%	16.6%
EV/EBITDA	14.13	14.54	12.86	12.62	12.40

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

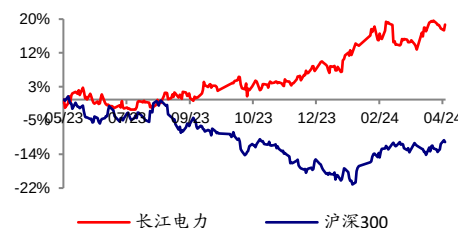
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	25.79 元
合理价值	28.74 元
前次评级	买入
报告日期	2024-05-02

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

长江电力（600900.SH）：乌 2024-01-21

白注入业绩增长，来水恢复弹性显著

长江电力（600900.SH）：电 2024-01-05

量测算符合预期，来水恢复业绩弹性显著

长江电力（600900.SH）：来 2023-10-31

水好转业绩大增，蓄能恢复增发电量可期

联系人：郝兆升 0755-82557403

haozhaosheng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、乌白注入业绩提升，来水偏枯电量低位.....	4
二、乌白注入量价齐升，来水好转期待电量修复	7
三、水风光蓄共振、投资收益增长，水电龙头再攀高峰	11
（一）六库联调+流域联调，平滑来水波动增发电量	11
（二）水风光+抽蓄并举，开启成长新篇章.....	12
（三）持续推进产业投资，投资收益熨平业绩波动	13
四、期待来水好转修复业绩，维持“买入”评级	14
五、风险提示	14

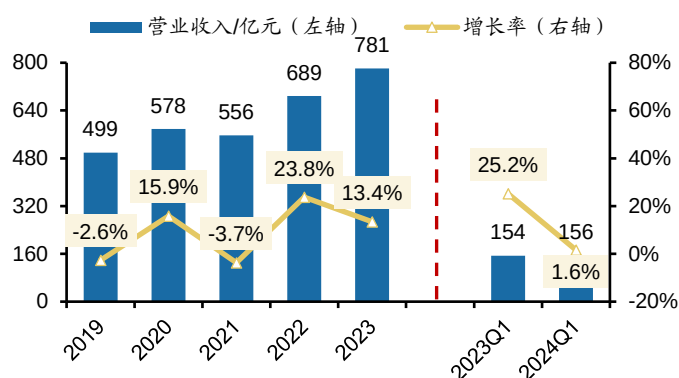
图表索引

图 1: 2023 年公司营业收入同比+13.4%.....	4
图 2: 2023 年公司归母净利润同比+14.8%.....	4
图 3: 2023 年公司总成本同比+16.7%.....	4
图 4: 2023 年公司折旧费用同比+13.0%.....	4
图 5: 2023 年公司财务费用 126 亿元.....	5
图 6: 2023 年公司期间费用率上升至 19.1%.....	5
图 7: 截至 2024 年 3 月末公司总负债为 3520 亿元.....	5
图 8: 截至 2024 年 3 月末公司资产负债率为 61.9%.....	5
图 9: 截至 2023 年末公司总资产为 5719 亿元.....	6
图 10: 截至 2023 年末长期股权投资达 717 亿元.....	6
图 11: 2023 年公司毛利率达 57.8%.....	6
图 12: 2023 年公司 ROE 为 13.5%.....	6
图 13: 2023 年公司经营性现金流同比+49%.....	7
图 14: 2023 年公司投资现金流净额-128 亿元.....	7
图 15: 2023 年公司分红率达 73.7%.....	7
图 16: 2023 年度股息率 3.5%.....	7
图 17: 2023 年公司发电量同比+5.3%.....	8
图 18: 2021-2023 年各电站发电量情况.....	8
图 19: 2024Q1 公司发电量同比-5.1%.....	8
图 20: 2024Q1 乌东德平均入库流量同比-16.9%.....	9
图 21: 2024 年至今溪洛渡平均入库流量同比-19.4%.....	9
图 22: 2024 年至今三峡平均入库流量同比+4.9%.....	9
图 23: 2024 年至今三峡平均出库流量同比+9.9%.....	9
图 24: 测算长江电力日度发电量（截至 4 月 28 日）.....	10
图 25: 六库联调后每年额外增发电量 60-70 亿千瓦时.....	11
图 26: 投资收益占利润总额比例逐年提升.....	14
表 1: 公司运营管理六座巨型水电站（截至 2023 年末）.....	7
表 2: 长江电力六大水库蓄水分位点.....	9
表 3: 乌白注入后公司四库联调升级为六库联调.....	11
表 4: 政策支持风光水储一体化发展.....	12
表 5: 公司主要长期股权投资公司及投资收益.....	13
表 6: 长江电力同业对比（收盘价日期: 2024/04/30）.....	14

一、乌白注入业绩提升，来水偏枯电量低位

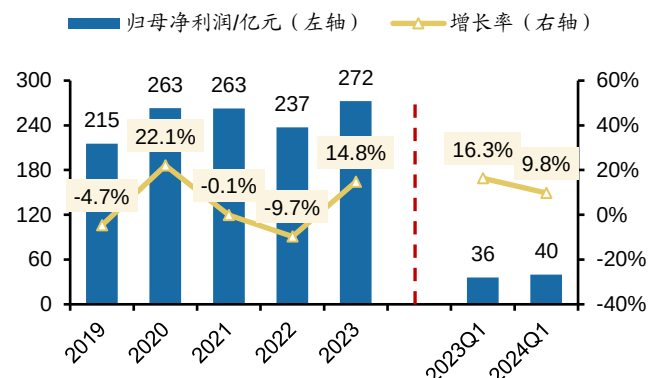
2023年公司归母净利润同比提升14.8%，24Q1归母净利润同比提升9.8%。2023年公司收购乌白电站，带动收入业绩提升，全年实现营业收入781亿元（同比+13.4%），归母净利润272亿元（同比+14.8%），但2023年长江电力来水偏枯，公司实际发电量较规划值偏低300亿千瓦时，电量业绩均处于低位，来水恢复后业绩仍有较大弹性。2024年一季度公司发电量同比下降5.1%，但电价提升下，公司实现营业收入156亿元（同比+1.6%），同时财务费用下降、投资收益提升，归母净利润40亿元（同比+9.8%）。

图 1：2023年公司营业收入同比+13.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

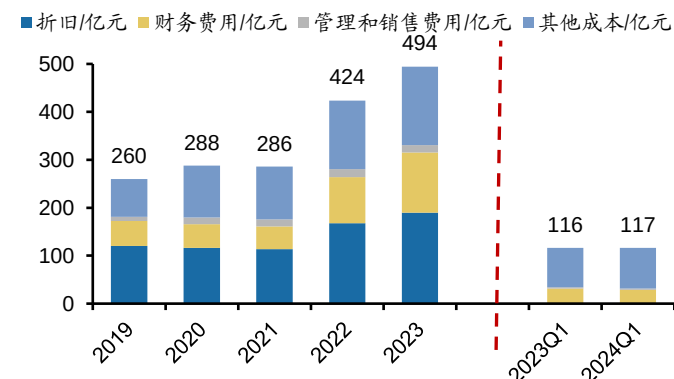
图 2：2023年公司归母净利润同比+14.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

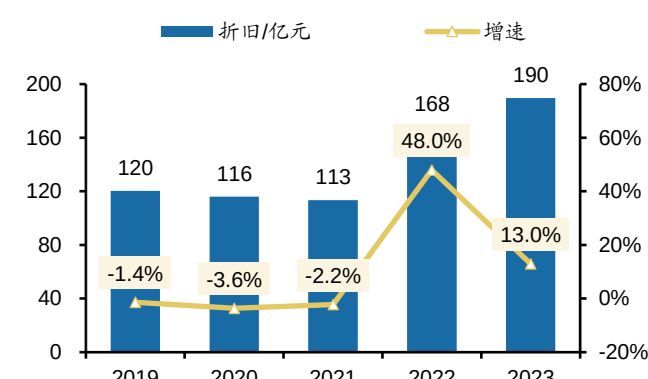
乌白注入成本提升，折旧、财务费用占总成本六成以上。乌白并表后成本提升，主要是折旧和财务费用提升幅度较大，由于白鹤滩在2022年陆续投产，2023年后折旧仍有增加，2023年公司折旧190亿元，相比2021年增加77亿元，考虑期间三峡机器设备折旧有到期的情况，预计乌白年均折旧约80亿元，同时水电站数量增加、发电量提升，维护修理费用和水资源费、库区基金相应增加，体现在其他成本中。

图 3：2023年公司总成本同比+16.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2023年公司折旧费用同比+13.0%

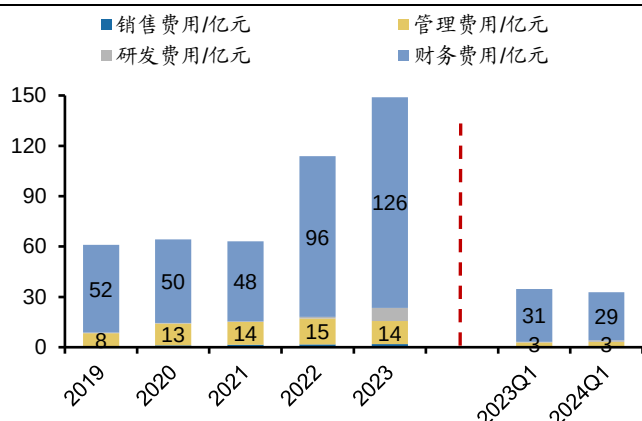


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

负债增加带动财务费用大增，央企研发投入考核下研发费用提升。由于乌白负债并表及新增负债支付收购款，公司负债规模提升带动财务费用增加，2023年财务费用

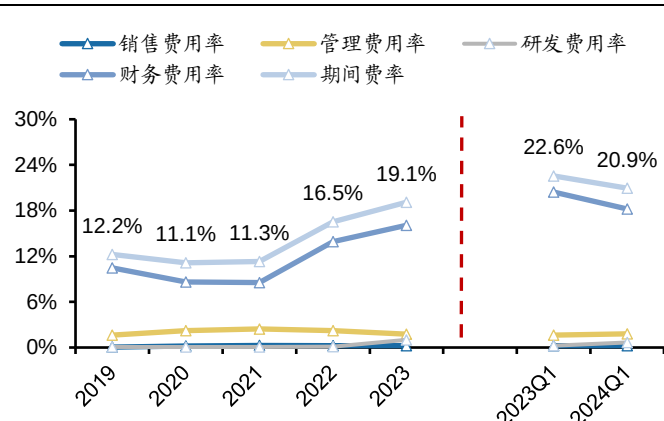
125.56亿元，各季度财务费用接近，相比2022年收购前增加约85亿元，未来公司可通过偿还置换存量负债降低财务费用。央企实行一利五率考核，公司研发投入明显增加，2023年研发费用7.9亿元，同比增加7亿元，预计将维持当前较高的水平。

图 5：2023年公司财务费用126亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

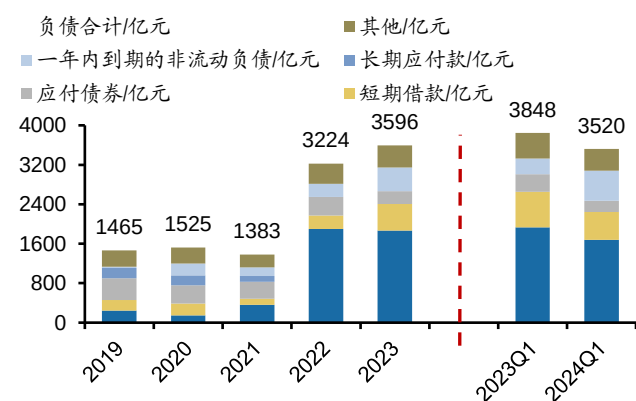
图 6：2023年公司期间费用率上升至19.1%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

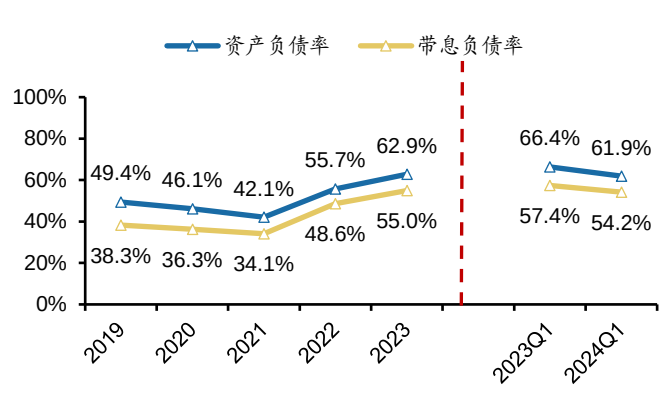
截至2023年末，乌白收购完成公司总负债3596亿元、资产负债率62.9%。公司刚收购乌白完成时，2023年3月末公司总负债3848亿元，资产负债率66.4%，之后一年偿还负债，总负债降低至2024年3月末的3520亿元，降低328亿元，带动资产负债率从66.4%降低至61.9%。负债规模下降在2024年体现出效益，2024年一季度公司财务费用同比下降3亿元，预计全年财务费用同比降幅可达12亿元以上。

图 7：截至2024年3月末公司总负债为3520亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

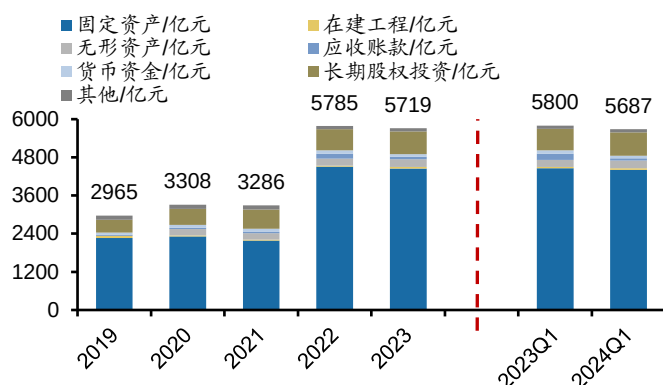
图 8：截至2024年3月末公司资产负债率为61.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

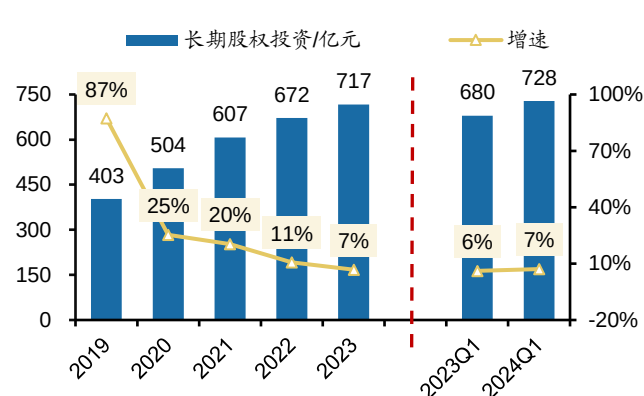
资产端以固定资产和长期股权投资为主，2023年末长期股权投资达717亿元。资产端，截至2023年末公司总资产达5719亿元，其中固定资产占比77.8%，长期股权投资717亿元，占比12.5%，资产规模增加主要系收购乌白并表，12月末公司固定资产原值6157亿元，相比22年末增加2622亿元，大部分为乌白对应固定资产原值。同时，近年来公司积极扩张战略投资，将投资目标聚焦于与水电主业相关产业，长期股权投资规模逐年增长，2019-2023年CAGR达15.5%。

图 9：截至2023年末公司总资产为5719亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

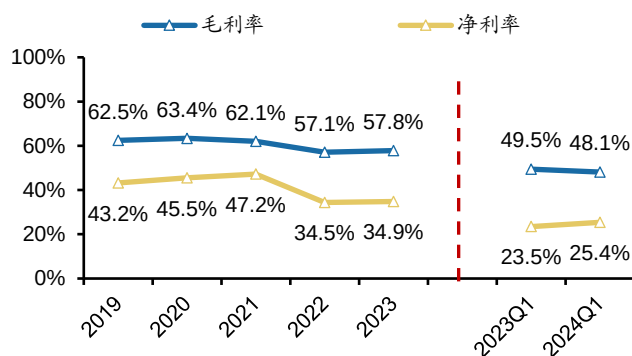
图 10：截至2023年末长期股权投资达717亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

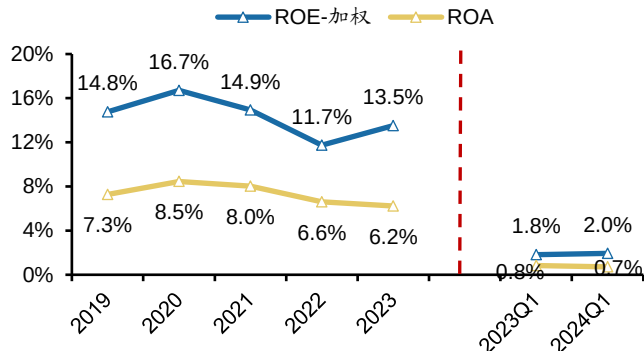
2023年公司毛利率、净利率分别为57.8%、34.9%，ROE为13.5%。2023年公司营业收入同比+13.4%，营业成本同比+11.6%，导致毛利率同比提升0.7pct至57.8%，主要由于白鹤滩完全投产，毛利率提升，但来水偏枯影响增幅有限。2023年公司净利率提升0.4pct至34.9%，带动ROE提升1.8ct至13.5%。

图 11：2023年公司毛利率达57.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

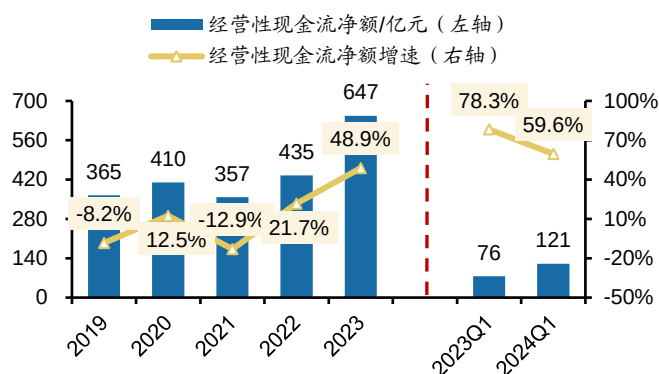
图 12：2023年公司ROE为13.5%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

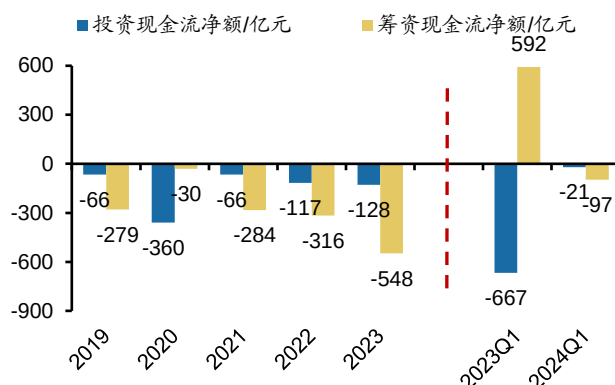
经营活动现金流充裕，2023年公司经营性现金流净额647亿元。公司经营性现金流充裕，收购乌白后大幅增长，2023年经营现金流净额647亿元，同比增长48.9%。同时公司资本支出有所扩大，主要系水风光一体化项目和抽水蓄能项目建设支出，2023年投资现金流净额-128亿元，由于收购乌白新增借款，2023年筹资现金流净额-548亿元。

图 13: 2023年公司经营性现金流同比+49%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

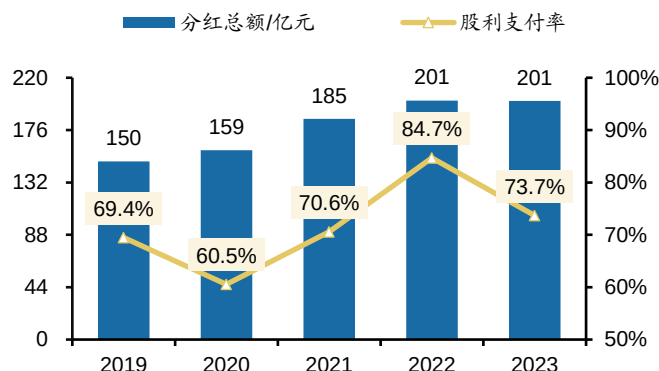
图 14: 2023年公司投资现金流净额-128亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

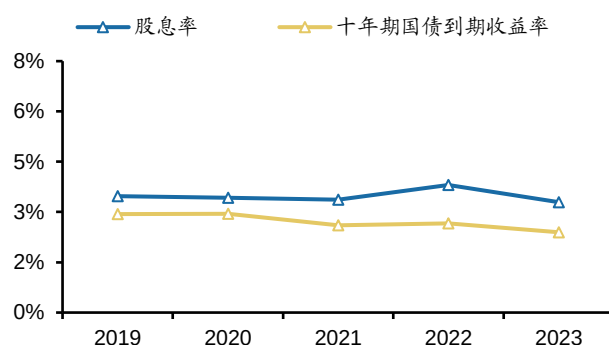
2023年分红率73.7%, 承诺十四五期间分红率不低于70%。由于现金流稳定且充裕, 公司常年保持高比例分红, 近几年分红率保持在60%以上, 2023年分红总额200.64亿元, 分红率73.7%, 略超公司承诺2021-2025年每年不低于70%的分红率, 但每股股利0.82元, 较2022年每股股利0.8533元有所降低。从股息率来看, 公司股息率水平常年高于十年期国债到期收益率, 2023年度股息率3.5%。

图 15: 2023年公司分红率达73.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2023年度股息率3.5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 股息率对应年末收盘价

二、乌白注入量价齐升, 来水好转期待电量修复

公司为全球最大的水电公司, 截至2023年末, 境内共有葛洲坝、三峡、向家坝、溪洛渡、乌东德、白鹤滩六座水电站, 总装机71.70GW, 2023年末市占率17%, 境外路德斯公司装机0.1GW, 公司总装机71.80GW。此外, 公司积极推进梯级电站改造扩容, 目前葛洲坝、溪洛渡、向家坝正推进扩机扩容工作, 装机仍有提升空间, 其中葛洲坝的19台125MW的机组已扩容改造至150MW, 装机增长17.2%。

表 1: 公司运营管理六座巨型水电站 (截至2023年末)

水电站	装机规模 /GW	机组结构	年设计发电量 /亿千瓦时	2022 年实际发电量 /亿千瓦时	首台机组 投产时间	世界排名 (截至 2022 年)
-----	-------------	------	-----------------	----------------------	--------------	---------------------

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

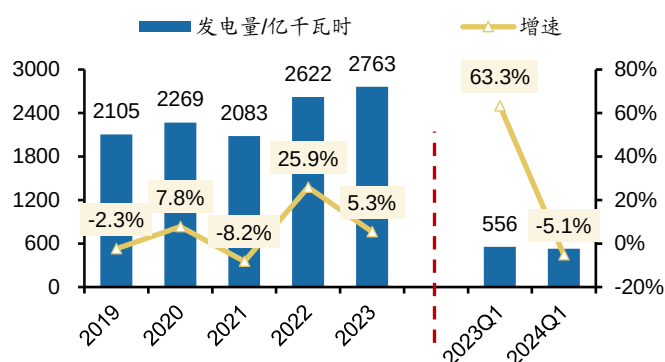
葛洲坝	2.74	19台×125MW+2台×170MW+1台×20MW	157	174	1981年	
三峡	22.50	32台×700MW+2台×50MW	882	788	2003年	1
向家坝	6.40	8台×800MW	307	316	2012年	11
溪洛渡	13.86	18台×770MW	571	578	2013年	4
乌东德	10.20	12台×850MW	389	-	2020年	7
白鹤滩	16.00	16台×1000MW	624	-	2021年	2
合计	71.70		2930	1856		

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：葛洲坝 19*125MW 的机组已增容改造至 19*150MW；路德斯公司 10 万千瓦水电装机未在表中列示

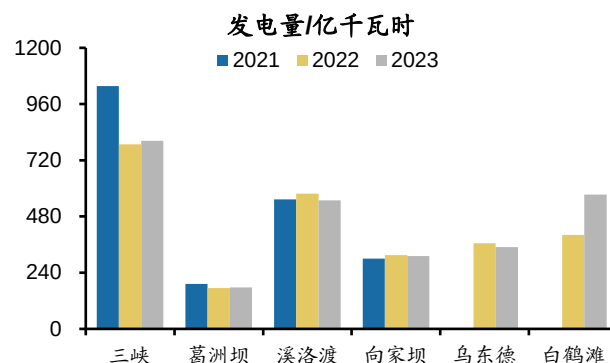
2023年来水偏枯，但受益于乌白投产发电量同比+5.3%。2023年年初各电站蓄能较低，叠加来水偏枯，公司发电量同比下滑，但受益于乌白投产，全年仍实现电量增长，2023年公司发电量2763亿千瓦时（同比+5.3%），2022年年报中公司披露2023年度发电计划为3064亿千瓦时，来水偏枯导致发电量较计划偏低301亿千瓦时。2023年年报公司披露2024年度发电计划为3074亿千瓦时，且所需水量减少，证明公司六库增发电量仍有提升潜力，若完成年度规划，公司发电量将提升310亿千瓦时以上。

图 17：2023年公司发电量同比+5.3%



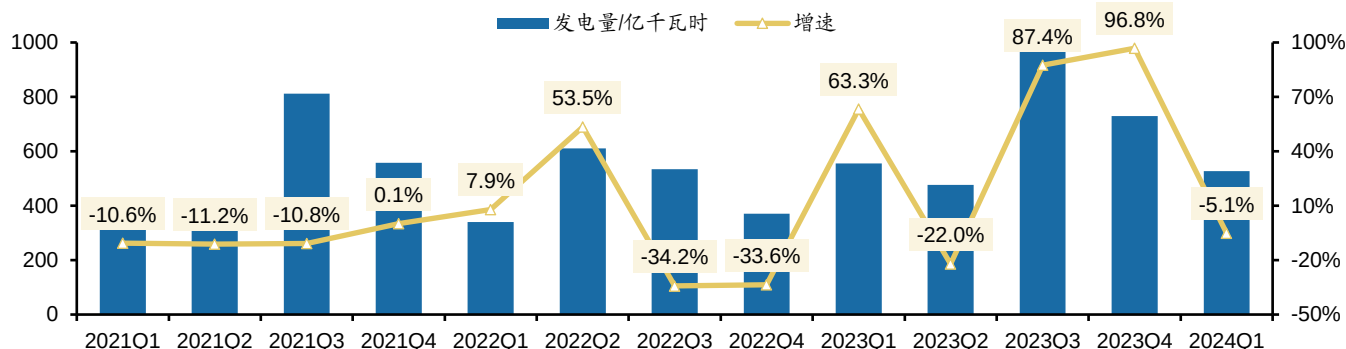
数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心
备注：2023Q1增速为6座/4座

图 18：2021-2023年各电站发电量情况



数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

图 19：2024Q1公司发电量同比-5.1%

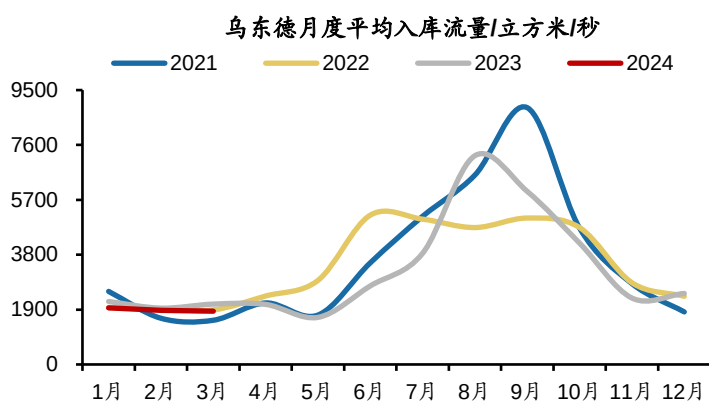


数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

备注：2018-2022年各季度发电量为4座电站汇总，2023年后为6座电站汇总

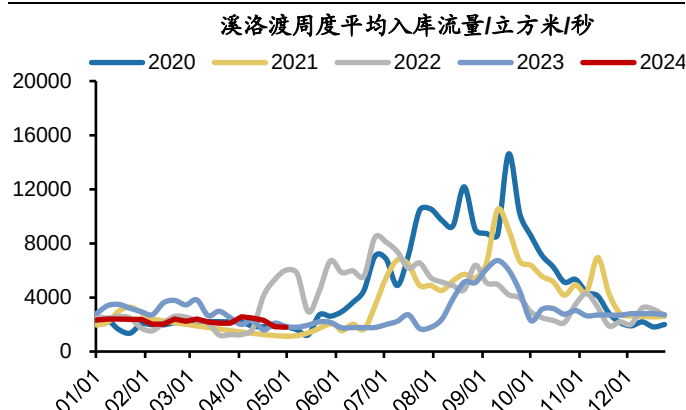
2024年一季度来水正常，但放水节奏放缓导致发电量下降。2024Q1乌东德平均入库流量同比降低16.9%，主要受雅砻江放水减少影响，2024年至4月28日，溪洛渡平均入库流量同比降低19.4%，主要受雅砻江和乌白今年放水速度不如去年影响，三峡平均入库、出库流量同比+4.9%、+9.9%，主要系湖北来水较好，从水位变化来看，2024年各水电站水位下降速度低于2023年，反映了今年放水趋缓。此外，4月份以来，来水明显好转，我们测算4月长江电力日度发电量明显高于去年。

图 20: 2024Q1乌东德平均入库流量同比-16.9%



数据来源：长江水文网，广发证券发展研究中心

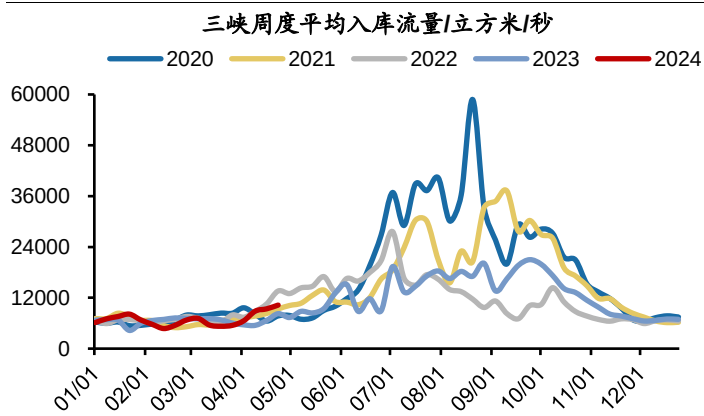
图 21: 2024年至今溪洛渡平均入库流量同比-19.4%



数据来源：长江水文网，广发证券发展研究中心

备注：数据截至4月28日

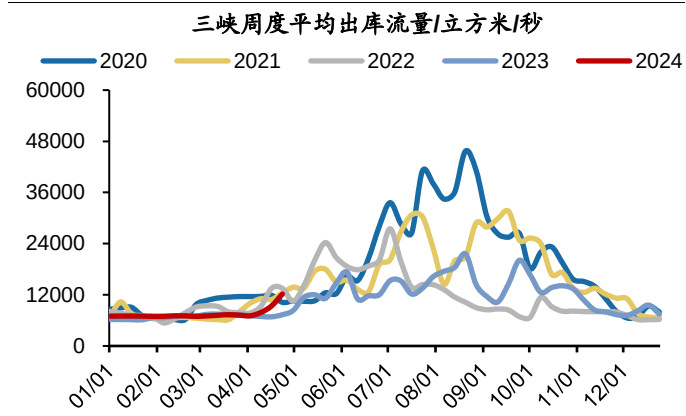
图 22: 2024年至今三峡平均入库流量同比+4.9%



数据来源：长江水文网，广发证券发展研究中心

备注：数据截至4月28日

图 23: 2024年至今三峡平均出库流量同比+9.9%



数据来源：长江水文网，广发证券发展研究中心

备注：数据截至4月28日

表 2: 长江电力六大水库蓄水分位点

	乌东德			白鹤滩			溪洛渡			向家坝			三峡			葛洲坝		
所在流域	金沙江下游			金沙江下游			金沙江下游			金沙江下游			长江上游			长江上游		
正常蓄水位/米	975			825			600			380			175			66		
死水位/米	945			765			540			370			145			63		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1月	61%	38%	67%	41%	76%	47%	90%	55%	74%	86%	33%	35%	85%	34%	76%	100%	67%	100%

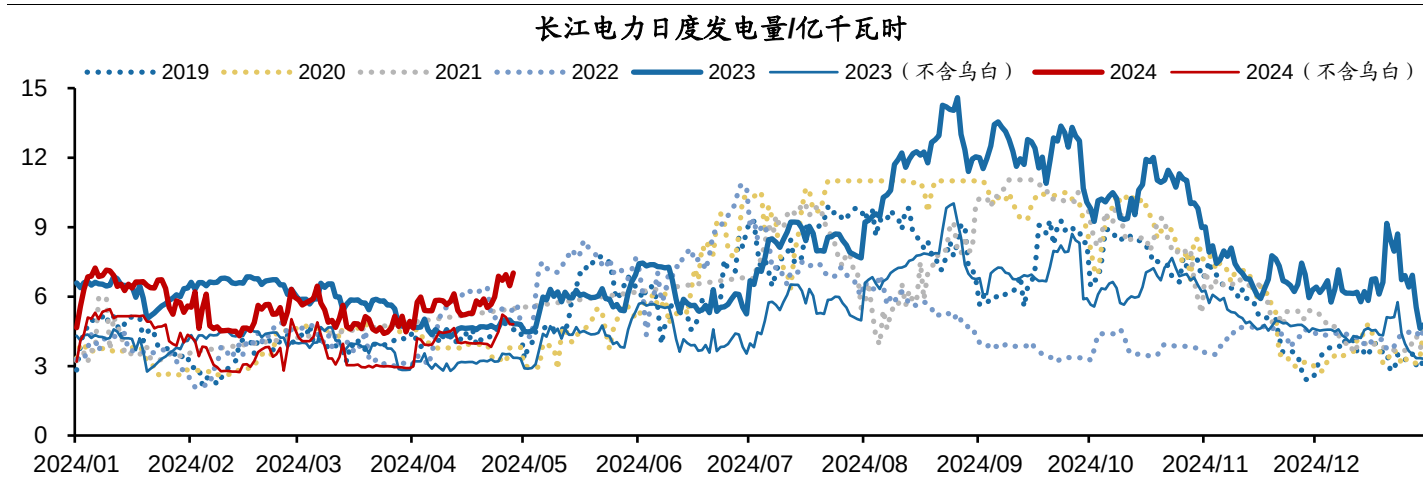
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2月	56%	33%	76%	40%	43%	32%	89%	31%	71%	76%	82%	72%	81%	40%	62%	33%	67%	100%
3月	67%	36%	62%	50%	17%	25%	60%	32%	76%	43%	27%	36%	68%	41%	47%	33%	67%	100%
4月28日	-	51%	54%	33%	17%	17%	67%	18%	46%	87%	33%	63%	72%	40%	46%	67%	67%	100%
4月	51%	52%		32%	17%		68%	19%		83%	40%		77%	40%		67%	67%	
5月	64%	19%		27%	10%		64%	9%		28%	74%		10%	24%		100%	33%	
6月	22%	16%		36%	34%		35%	17%		14%	44%		12%	19%		100%	67%	
7月	18%	20%		17%	40%		31%	39%		14%	32%		14%	49%		67%	33%	
8月	14%	62%		20%	82%		28%	80%		57%	19%		5%	40%		67%	33%	
9月	33%	29%		59%	97%		62%	90%		76%	87%		29%	81%		100%	33%	
10月	63%	86%		99%	95%		82%	95%		74%	73%		49%	95%		67%	67%	
11月	61%	76%		99%	89%		81%	80%		68%	62%		45%	88%		67%	67%	
12月	57%	90%		92%	71%		58%	93%		90%	47%		44%	74%		67%	67%	

数据来源：长江水利部、珠江水利委员会，四川省水文水资源勘测中心，湖北省水文水资源中心，广发证券发展研究中心

图 24：测算长江电力日度发电量（截至4月28日）



数据来源：四川、湖北省水文水资源勘测中心，长江水利网，中国煤炭资源网，长江电力经营公告，广发证券发展研究中心

三、水风光蓄共振、投资收益增长，水电龙头再攀高峰

（一）六库联调+流域联调，平滑来水波动增发电量

乌白并网实施六库联调，有效平滑来水波动，增发电量。乌白电站投产后，长江电力四库联调升级为六库联调，总调节库容370亿立方米，其中白鹤滩、溪洛渡水电站具有年调节能力，多库联合调度有助于形成水库群梯级效应，通过梯级调度熨平来水波动，增发电量。

表 3：乌白注入后公司四库联调升级为六库联调

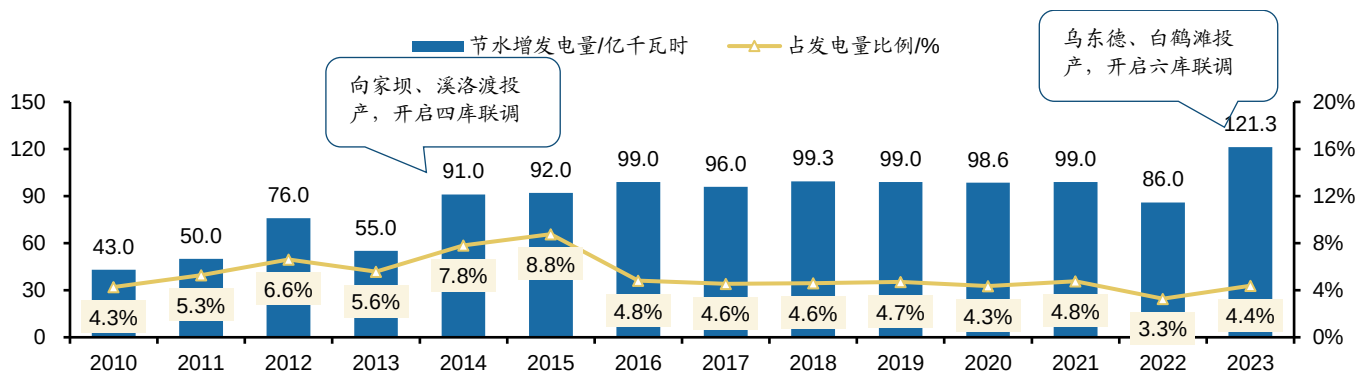
流域名称	上市公司	主要电站	装机容量/万千瓦	调节库容/亿立方米	调节能力	
					各电站调节能力	流域调节能力
长江流域	长江电力	葛洲坝	273.5	0.86	三峡的反调节枢纽	乌白电站投产后，形成以三峡为核心的六库联调
		三峡	2250	165	季调节能力	
		溪洛渡	1386	65	年调节能力	
		向家坝	640	9	不完全季调节能力	
		乌东德	1020	26	季调节能力	
		白鹤滩	1600	104	年调节能力	
		合计	7169.5	370		

数据来源：公司定期报告，公司官网，广发证券发展研究中心

梯级电站群联合调度可减少弃水、提高运行水头、增发电量。联合调度的优势主要体现在以下两个方面：**1.减少弃水**，汛期上游水库可提前拦蓄部分水量，待来水减少后，逐步释放拦蓄水量，从而提高梯级电站发电效益；**2.抬高水头**，通过“早蓄水、晚消落、动汛限”，提高水库平均运行水头，从而提高机组发电功率，多水库联合调度同样可提高防洪能力，下游水库可在汛期提高水位。

以长江电力为例，通过四库联调，长江电力2014年以来每年可增发电量接近100亿千瓦时，2023年节水增发电量121.3亿千瓦时，来水好转后仍将提升，此外，上游调节电站投产后实施流域梯级联合调度同样对公司存在增发效益，目前雅砻江两河口电站已完全投产、金沙江中游龙盘电站正推进建设。

图 25：六库联调后每年额外增发电量60-70亿千瓦时



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

（二）水风光+抽蓄并举，开启成长新篇章

水电调节风光出力，风光水储一体化获政策支持。我国已提出2030年碳达峰、2060年碳中和的发展目标，风光建设成为实现目标必由之路，然而风光发电出力不稳将增加电网负荷，在此情况下，火电、水电调节作用凸显。国家能源局、发改委发文针对风光水火储一体化发展征求意见，云南、四川均出台规划，计划在金沙江下游开发风光水一体化发展基地。

表 4：政策支持风光水储一体化发展

时间	部门	政策	主要内容
2020 年 8 月 27 日	国家发改委、国家能源局	《开展“风光水火储一体化”“源网荷储一体化”的指导意见》（征求意见稿）	鼓励存量水电机组通过龙头电站建设优化出力特性，明确就近打捆新能源电力的“一体化”实施方案。
2021 年 2 月 25 日	国家发改委、国家能源局	《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》	积极实施存量“风光水火储一体化”提升，稳妥推进增量“风光水（储）一体化”，探索增量“风光储一体化”，严控增量“风光火（储）一体化”
2021 年 9 月 22 日	四川省发改委	《四川省“十四五”光伏、风电资源开发若干指导意见》	将流域梯级水电站周边一定范围内的光伏、风电就近接入水电站，利用水电站互补调节和其通道送出，提高送出通道利用率。按照国家“十四五”风光水一体化可再生能源综合开发基地建设要求，规划建设金沙江上游、金沙江下游、雅砻江流域、大渡河中上游 4 个风光水一体化可再生能源综合开发基地。推进其他流域水库电站风光水互补开发。
2022 年 1 月 6 日	云南省人民政府	《云南省加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系行动计划》	加快推进在适宜地区适度开发风电、光伏发电基地建设。打造金沙江下游、澜沧江中下游、红河流域“风光水储一体化”可再生能源综合开发基地。推进“风光储充放”一体化发展。到 2025 年，全省电力装机总规模达 1.5 亿千瓦以上。
2022 年 1 月 18 日	国家能源局	《关于委托开展“十四五”规划输电通道配套水风光及调节电源研究论证的函》	委托相关单位结合大型风电、光伏基地建设要求就“十四五”规划的 12 条特高压通道配套水风光及调节电源进行研究论证，并就“十四五”期间需新增的输电通道以及配套电源规模提出建议。

数据来源：国家发改委，国家能源局，四川省发改委，云南省政府，广发证券发展研究中心

（1）抽水蓄能：2023年甘肃张掖抽水蓄电站主体工程开工，获取安徽休宁抽水蓄项目并实现核准，全面受托运维长龙山抽水蓄能电站，实现年度“零次非计划停机”。

（2）水风光一体化：水风光储多能互补，运营金沙江下游“水风光储”一体化基地已投产新能源项目，累计接管运行装机近200万千瓦。

（3）智慧综合能源：与宜都市等4个主体签订“城市绿色综合能源管家”合作协议，在建已建光伏、储能规模均超1GW，

（4）境外业务：境外业务全年净利润约14.5亿元。

（三）持续推进产业投资，投资收益熨平业绩波动

公司围绕水电主业，向四个方向延伸产业投资。第一，以推进长江流域水资源综合利用效益最大化为目标，对流域优质水电企业进行股权投资，如国投电力、川投能源、金中公司；第二，以公司电能消纳区域为重点，对优质地方综合能源平台进行战略投资，如湖北能源、中能股份、上海电力、广州发展；第三，积极培育和发展国内外配售电业务，延长产业链，如路德斯公司；第四，探索推进其它清洁能源，综合能源服务以及长江大保护相关项目。2023年公司参与浙江新能定向增发，并将其转为权益法核算。

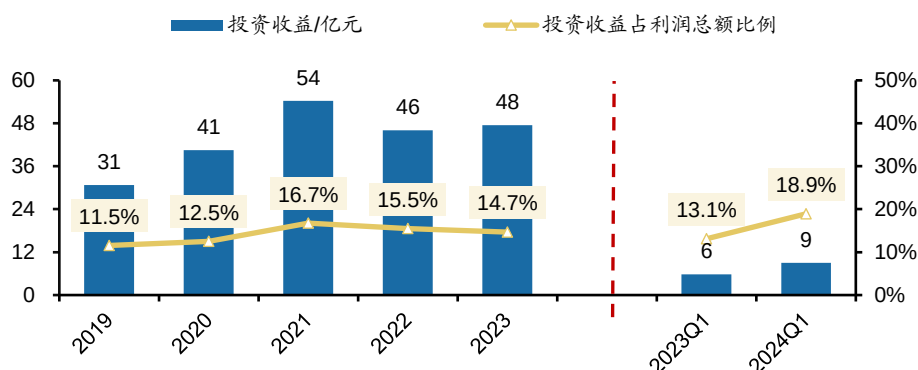
表 5：公司主要长期股权投资公司及投资收益

联营企业	长期股权投资余额/ 亿元（2023 年末）	权益法确认投资损益/亿元			发放股利或利润/亿元		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
国投电力	140.25	4.00	7.35	12.18	3.53	2.27	3.82
湖北能源	99.00	6.69	3.40	5.20	2.23	2.87	1.19
桂冠电力	58.53	0.12	3.71	1.37	0.02	1.34	2.56
川投能源	56.44	4.33	3.86	4.78	2.35	1.94	1.94
金中公司	52.71	1.07	2.66	2.50	0.18	0.98	2.46
广州发展	42.56	0.40	2.08	2.52	0.92	0.54	1.09
三峡水利	37.98	4.07	3.79	3.07	2.17	0.81	0.75
中能股份	37.59	1.77	1.19	3.89	1.61	1.20	0.92
三峡资本控股	37.26	1.54	0.90	1.04	0.34	0.53	0.58
鼎和财产保险	29.90		1.27	1.84			0.83
湖北清能投资	26.18	2.42	3.40	1.26	0.55	0.65	0.00
三峡财务	25.87	2.60	2.44	2.14	1.05	1.11	1.10
甘肃能源	16.27			0.94			0.16
上海电力	0.97	-1.89	0.12	0.10			0.00
其他	57.57	0.89	-0.81	-0.52	0.50	0.22	0.40
合计	719.08	28.02	35.34	42.31	15.45	14.48	17.80

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

2023年投资收益占利润总额比例14.7%，19-23年投资收益CAGR达11.5%。长期股权投资的增长带动投资收益增长，2023年投资收益达47.5亿元，其中42.31亿元来自权益法核算的长期股权投资，公司处置中能股份、上海电力的股权也贡献部分投资收益。2019-2023年投资收益CAGR达11.5%，投资收益占利润总额的比重稳定由2019年1.5%提升至2023年末的14.7%。投资收益的增长将有效平滑来水波动导致的业绩波动。

图 26：投资收益占利润总额比例逐年提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、期待来水好转修复业绩，维持“买入”评级

预计公司2024~2026年归母净利润分别为351.63、369.06、390.41亿元，EPS分别为1.44、1.51和1.60元/股，按最新收盘价对应PE分别为17.95、17.10、16.16倍。来水好转业绩修复，十四五承诺70%分红率。作为水电龙头，参考同业公司给予公司2024年20倍PE估值，对应28.74元/股合理价值，维持公司“买入”评级。

表 6：长江电力同业对比（收盘价日期：2024/04/30）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE/倍				归母净利润/亿元			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600900.SH	长江电力	6,310.35	25.79	22.41	17.95	17.10	16.16	213.09	351.63	369.06	390.41
600886.SH	国投电力	1,194.91	16.03	14.65	15.12	13.83	12.74	67.05	79.04	86.42	93.79
600674.SH	川投能源	816.50	16.75	15.33	15.86	14.98	14.20	44.00	51.48	54.52	57.50
600025.SH	华能水电	1,720.80	14.10	20.34	19.73	17.65	16.02	76.38	87.23	97.50	107.45

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

五、风险提示

来水波动风险：水电发电收入是公司收入的主要来源，而水电发电量的多少取决于来水情况，降水量减少、融雪量减少、金沙江上游和雅砻江引调水工程投运、或者在建拟建水电站蓄水，都会影响下游水电站来水，从而影响公司业绩。

上网电价调整风险：电价市场化改革持续推进，虽然公司主要以合同售电为主，但仍有部分电量参与市场化交易，合同售电中的电价也有调整的可能，若上网电价下降，则会直接影响公司业绩。

投资收益不及预期风险：公司长期股权投资持续提高，每年贡献的投资收益占利润总额比例超过14%，被投公司的业绩情况对公司利润有较大影响，若投资收益不及预期，可能影响公司业绩。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	27,089	17,695	19,955	17,756	16,218
货币资金	10,638	7,778	8,810	6,344	4,528
应收及预付	15,305	8,587	9,720	9,888	10,076
存货	567	587	550	541	525
其他流动资产	579	742	876	983	1,089
非流动资产	551,364	554,248	561,103	568,178	575,929
长期股权投资	67,166	71,684	79,684	87,684	95,684
固定资产	450,480	444,899	436,717	428,697	421,353
在建工程	3,034	4,760	11,760	18,760	25,760
无形资产	22,219	23,782	23,827	23,872	23,917
其他长期资产	8,465	9,123	9,116	9,166	9,216
资产总计	578,454	571,943	581,058	585,934	592,147
流动负债	91,751	143,871	148,306	143,241	138,823
短期借款	26,752	53,985	43,985	36,985	31,985
应付及预收	1,005	1,336	1,204	1,228	1,236
其他流动负债	63,993	88,549	103,116	105,028	105,601
非流动负债	230,685	215,773	208,801	206,801	204,801
长期借款	190,247	186,690	176,690	171,690	166,690
应付债券	37,620	25,836	28,836	31,836	34,836
其他非流动负债	2,818	3,247	3,275	3,275	3,275
负债合计	322,436	359,644	357,106	350,041	343,623
股本	22,742	24,468	24,468	24,468	24,468
资本公积	96,299	63,491	63,491	63,491	63,491
留存收益	106,843	111,368	121,916	132,988	144,700
归属母公司股东权益	227,673	201,330	212,155	223,227	234,939
少数股东权益	28,345	10,969	11,797	12,665	13,584
负债和股东权益	578,454	571,943	581,058	585,934	592,147

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	68863	78112	86906	88454	90189
营业成本	29524	32943	34175	34847	35075
营业税金及附加	1460	1602	1738	1769	1804
销售费用	173	192	215	221	225
管理费用	1538	1363	1390	1389	1398
研发费用	90	789	869	885	902
财务费用	9581	12556	11202	10145	9041
资产减值损失	-268	-42	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-385	-163	0	50	50
投资净收益	4600	4750	5465	5619	5784
营业利润	30388	33220	42770	44857	47567
营业外收支	-622	-807	-823	-830	-830
利润总额	29766	32413	41947	44027	46737
所得税	4664	4457	5956	6252	6777
净利润	25102	27956	35990	37775	39960
少数股东损益	1376	717	828	869	919
归属母公司净利润	23726	27239	35163	36906	39041
EBITDA	53003	60396	72586	73447	74377
EPS (元)	0.97	1.11	1.44	1.51	1.60

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43,477	64,719	61,973	64,148	62,985
净利润	25,102	27,956	35,990	37,775	39,960
折旧摊销	16,972	19,213	19,438	19,275	18,599
营运资金变动	-4,352	9,271	-225	1,644	278
其它	5,755	8,278	6,769	5,454	4,148
投资活动现金流	-11,702	-12,806	-21,691	-21,502	-21,337
资本支出	-12,433	-12,226	-19,116	-19,121	-19,120
投资变动	-1,032	-2,736	-8,000	-8,000	-8,000
其他	1,763	2,156	5,424	5,619	5,784
筹资活动现金流	-31,569	-54,802	-39,249	-45,111	-43,465
银行借款	90,632	152,980	-20,000	-12,000	-10,000
股权融资	8,027	16,445	0	0	0
其他	-130,227	-224,228	-19,250	-33,111	-33,465
现金净增加额	348	-2,862	1,031	-2,465	-1,816
期初现金余额	10,281	10,628	7,766	8,798	6,332
期末现金余额	10,628	7,766	8,798	6,332	4,516

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.8%	13.4%	11.3%	1.8%	2.0%
营业利润	-7.6%	9.3%	28.7%	4.9%	6.0%
归母净利润	-9.7%	14.8%	29.1%	5.0%	5.8%
获利能力					
毛利率	57.1%	57.8%	60.7%	60.6%	61.1%
净利率	36.5%	35.8%	41.4%	42.7%	44.3%
ROE	10.4%	13.5%	16.6%	16.5%	16.6%
ROIC	5.6%	6.7%	8.5%	8.6%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	55.7%	62.9%	61.5%	59.7%	58.0%
净负债比率	125.9%	169.4%	159.5%	148.4%	138.3%
流动比率	0.30	0.12	0.13	0.12	0.12
速动比率	0.29	0.12	0.13	0.12	0.11
营运能力					
总资产周转率	0.15	0.14	0.15	0.15	0.15
应收账款周转率	7.25	6.58	9.57	9.09	9.10
存货周转率	56.92	57.10	60.16	63.92	65.85
每股指标 (元)					
每股收益	0.97	1.11	1.44	1.51	1.60
每股经营现金流	1.91	2.65	2.53	2.62	2.57
每股净资产	10.01	8.23	8.67	9.12	9.60
估值比率					
P/E	21.66	20.97	17.95	17.10	16.16
P/B	2.10	2.84	2.97	2.83	2.69
EV/EBITDA	14.13	14.54	12.86	12.62	12.40

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：高级分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：高级分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：高级分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。