

长江电力 (600900.SH)

2023年乌白电站注入带来量价齐升, 2024Q1业绩保持稳增长

买入

核心观点

2023年收入业绩稳健增长, 乌白电站注入带来发电量和上网电价提升。2023年公司实现营业收入781.1亿元(+13.4%); 归母净利润272.4亿元(+14.8%); 其中2023Q4实现营业收入202.6亿元(+28.2%); 归母净利润57.2亿元(+87.0%)。受益于2023年初乌白电站注入, 虽2023年长江流域来水总体偏枯, 2023年公司境内六座梯级电站总发电量约2763亿千瓦时, 同比+5.3%; 公司平均上网电价为0.281元/千瓦时, 同比提升5.0%。截至2023年底, 公司可控水电装机容量为7179.5万千瓦。

2023年公司投资收益同比增长3%, 现金分红率74%。2023年, 公司在坚持做强做优水电主业的同时, 积极开展产业链上下游和相关新兴领域战略投资, 全年实现投资收益47.5亿元(同比+3.3%), 新增对外参股投资约33亿元, 截至年底累计原始投资余额约574亿元。2023年, 公司现金分红(含税)200.64亿元, 占归母净利润73.66%, 每股分红0.82元, 按最新收盘价计算, 股息率为3.2%。

2024Q1业绩保持平稳增长, 来水偏枯影响发电量。2024Q1公司实现营业收入156.4亿元(+1.6%); 归母净利润39.7亿元(+9.8%); 扣非归母净利润39.8亿元(+11.5%)。2024Q1境内六座梯级电站总发电量约527.5亿千瓦时, 较上年同期减少5.1%; 主要系长江上游乌东德水库来水总量较上年同期偏枯7.7%; 三峡水库来水总量较上年同期偏枯4.1%。

2024Q1净利率同比提升, 主要得益于财务费用率下降和投资收益提升。2024Q1, 公司毛利率为48.14%, 同比-1.36pct; 净利率为26.06%, 同比+1.79pct, 主要受益于财务费用率同比下降2.21pct。另外2024Q1公司投资收益为9.0亿元, 同比增长55.7%, 一定程度上弥补了来水偏枯带来的业绩缺口。

投资建议:考虑公司六库联调有助于平滑来水波动进而增发发电量, 同时公司积极推进水风光储一体化发展, 未来业绩有望稳健增长。我们基本维持2024-2025年盈利预测并新增2026年盈利预测, 预计2024-2026年EPS为1.40/1.48/1.56元, 对应PE为18.5/17.4/16.6x; 给予公司2024年20.5-21.5倍PE, 对应28.6-30.0元/股合理价值, 较目前股价有11%-16%溢价空间, 维持“买入”评级。

风险提示:来水不及预期, 电价大幅下降, 政策变化, 抽水蓄能等项目进展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,060	78,112	86,918	89,826	93,704
(+/-%)	-6.4%	50.0%	11.3%	3.3%	4.3%
归母净利润(百万元)	21309	27239	34177	36317	38049
(+/-%)	-18.9%	27.8%	25.5%	6.3%	4.8%
每股收益(元)	0.94	1.11	1.40	1.48	1.56
EBIT Margin	52.1%	52.8%	60.4%	60.7%	61.2%
净资产收益率(ROE)	11.5%	13.5%	16.2%	16.3%	16.0%
市盈率(PE)	27.5	23.2	18.5	17.4	16.6
EV/EBITDA	18.8	16.4	13.5	12.9	12.3
市净率(PB)	3.16	3.13	2.98	2.84	2.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师: 黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师: 李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

证券分析师: 郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人: 崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.79元
总市值/流通市值	631035/619147百万元
52周最高价/最低价	26.30/21.14元
近3个月日均成交额	2143.75百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《长江电力(600900.SH)-稀缺的现金牛资产, 稳定增长兼具高股息》——2024-02-02
- 《长江电力(600900.SH)-来水偏丰驱动发电量提升, 三季度业绩显著增长》——2023-11-01
- 《长江电力(600900.SH)-来水偏枯拖累23H1业绩, 装机规模及现金流大幅增长》——2023-09-07
- 《长江电力(600900.SH)-23Q1来水改善致业绩回升, 水风光储一体化持续推进》——2023-05-03
- 《长江电力(600900.SH)-来水欠佳致三季度业绩下滑, 水风光一体化及抽蓄布局稳步推进》——2022-11-06

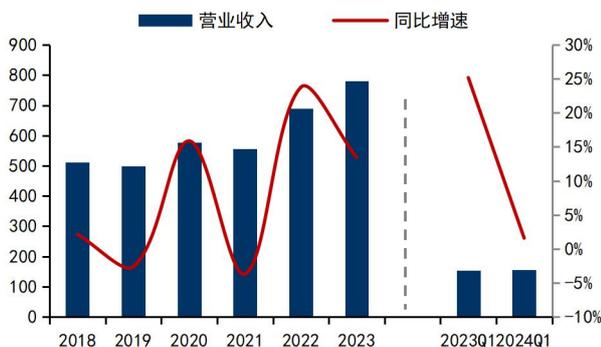
2023 年乌白电站注入带动公司收入和业绩实现稳健增长。2023 年公司实现营业收入 781.1 亿元，同比+13.4%；归母净利润 272.4 元，同比+14.8%；其中 2023Q4 公司实现营业收入 202.6 亿元，同比+28.2%；归母净利润 57.2 亿元，同比+87.0%。2023 年收入业绩实现稳健增长，主要得益于乌白电站注入带来发电量和综合电价提升。2023 年公司平均上网电价为 0.281 元/千瓦时，同比提升 5.0%。截至 2023 年底，公司可控水电装机容量 7179.5 万千瓦；其中国内可控水电装机 7169.5 万千瓦，占全国水电装机的 17.01%；国外可控水电装机 10 万千瓦。

2023 年发电量同比提升，来水偏枯下平均利用小时数下降。受益于乌白电站注入，虽 2023 年长江流域来水总体偏枯，2023 年公司境内所属六座梯级电站总发电量约 2763 亿千瓦时，同比增长 5.3%。其中，2023Q1 发电量为 556 亿千瓦时（+18%），2023Q2 发电量为 476 亿千瓦时（-38%），2023Q3 发电量为 1001 亿千瓦时（+23%）。2023 年公司境内所属六座梯级电站平均利用小时数约为 3844 小时，同比下降 5.1%，主要系长江流域来水总体偏枯，2023 年乌东德水库和三峡水库来水总量较上年同期分别偏枯 5.5%/偏丰 0.7%。

2024Q1 公司收入小幅增长，业绩保持稳健增长。2024Q1 公司实现营业收入 156.4 亿元，同比+1.6%；归母净利润 39.7 亿元，同比+9.8%；扣非归母净利润 39.8 亿元，同比+11.5%；业绩增速明显快于收入增速主要系公司财务费用率同比下降 2.2pct，带动净利率同比提升 1.8pct 至 26.1%。

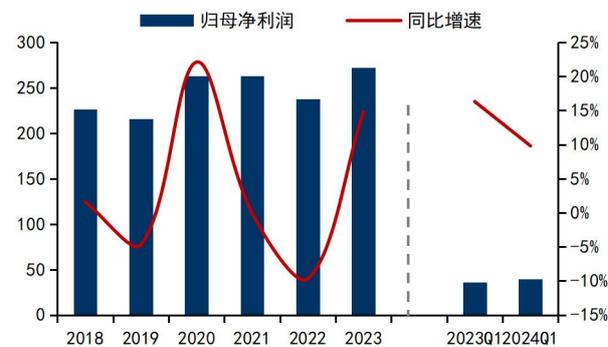
2024Q1 长江流域来水偏枯，发电量同比下降 5%。2024Q1 公司境内所属六座梯级电站总发电量约 527.5 亿千瓦时，较上年同期减少 5.1%；主要系长江上游乌东德水库来水总量较上年同期偏枯 7.7%；三峡水库来水总量较上年同期偏枯 4.1%。其中，白鹤滩、溪洛渡、向家坝电站的发电量同比下降 21%/7%/19%；乌东德、三峡、和葛洲坝电站的发电量同比增长 3%/16%/9%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因 2023 年乌白电站注入，2022 年数据做了重述。

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因 2023 年乌白电站注入，2022 年数据做了重述。

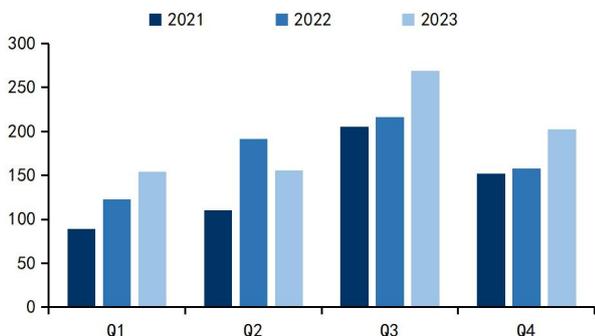
表1：公司在运水电站发电量情况

电站名称	2023 年		2024Q1	
	总发电量 亿千瓦时	同比变动	总发电量 亿千瓦时	同比变动
三峡电站	802.71	1.88%	140.15	15.79%
葛洲坝电站	176.88	1.46%	34.30	8.92%
溪洛渡电站	549.34	-4.97%	121.71	-7.25%
向家坝电站	311.32	-1.33%	64.36	-18.64%
乌东德电站	349.14	-4.64%	59.56	3.49%

白鹤滩电站	573.24	43.11%	107.38	-20.79%
合计	2,762.63	5.34%	527.46	-5.13%

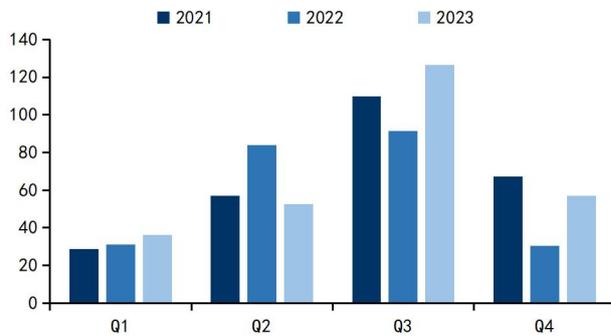
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2023年1月乌白电站完成资产注入。

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因2023年乌白电站注入，2022年数据做了重述。

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

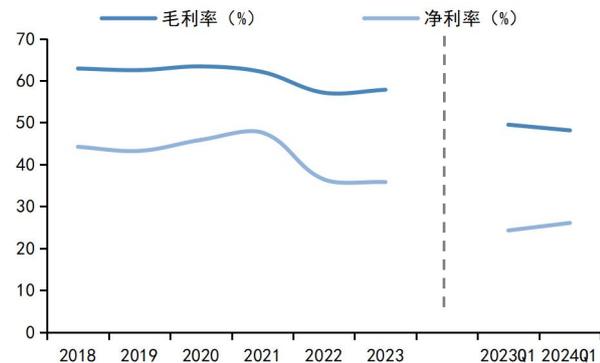


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因2023年乌白电站注入，2022年数据做了重述。

2023年净利率同比下滑，毛利率与财务费用率同比提升。2023年，公司毛利率为57.83%，同比提升0.70pct；净利率为35.79%，同比降低0.66pct，主要受财务费用明显增加影响。2023年，公司销售、管理、财务、研发费用率分别为0.25%/2.76%/16.08%/1.01%，同比变动-0.00/+0.39/+2.16/+0.88pct，期间费用率19.08%，较去年同期提高了2.55%。因2023年并购乌白电站，公司带息负债规模和利息费用增加，及白鹤滩水电站全面投产后利息支出费用化金额同比增加，2023年财务费用总计为125.56亿元，同比提高31.05%（上年数据均做了重述）。

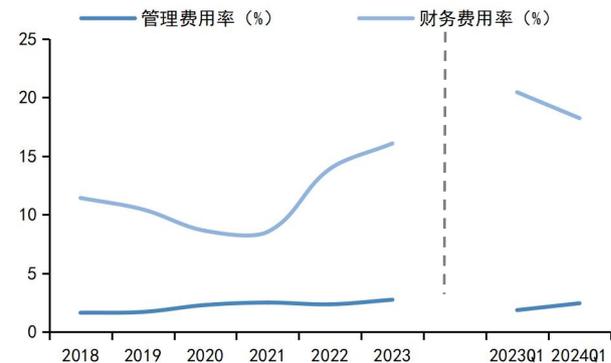
2024Q1毛利率有所下降，财务费用率下降带动净利率提升。2024Q1，公司毛利率为48.14%，同比-1.36pct；净利率为26.06%，同比+1.79pct，主要受益于财务费用率同比下降2.21pct。考虑后续公司逐渐还本付息、置换高息债务、优化负债结构，预计公司财务费用率会逐渐下行。

图5：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因2023年乌白电站注入，2022年数据做了重述。

图6：公司费用率情况

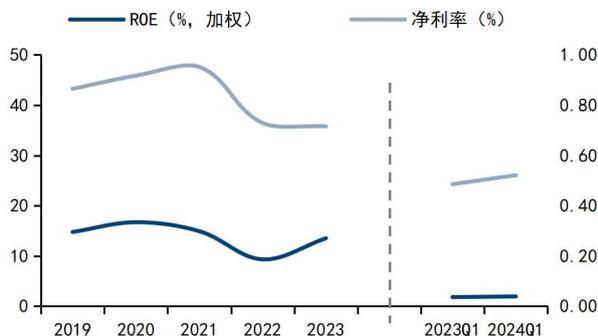


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因2023年乌白电站注入，2022年数据做了重述。

2023年ROE同比提升，经营性净现金流同比增加。2023年，公司ROE为13.52%，同比增加4.20pct。2023年，公司收回电费款增加，经营性净现金流入647.19亿元，同比提高48.86%；投资性净现金流出128.06亿元，同比增长9.44%；融资

性净现金流出 548.02 亿元，同比增长 73.60%，主要系支付并购云川公司交易对价所致。

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因 2023 年乌白电站注入，2022 年数据做了重述。

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：因 2023 年乌白电站注入，2022 年数据做了重述。

2023 年公司投资收益同比增长 3%，现金分红率 74%。2023 年，公司在坚持做强做优水电主业的同时，积极开展产业链上下游和相关新兴领域战略投资，全年实现投资收益 47.5 亿元（同比+3.3%），新增对外参股投资约 33 亿元，截至年底累计原始投资余额约 574 亿元。另外，2023 年公司累计减持所持上海电力 1.05% 股权，处置贡献投资收益约 1.19 亿元。2023 年，公司现金分红（含税）200.64 亿元，占归母净利润 73.66%，每股分红 0.82 元，按最新收盘价计算，股息率为 3.2%。

2023 年水库调度取得突破，“六库联调”下 2023 年节水增发电量 121 亿千瓦时。金沙江下游梯级电站全面实施“调控一体化”管理，全年实现零弃水损失电量，水资源综合利用率再创历史新高。三峡水库汛前消落目标水位首次提高至 150 米，梯级电站全年节水增发电量 121.3 亿千瓦时；乌东德水库首次蓄至正常蓄水位 975 米，梯级水库首次实现按期蓄满；梯级水库年补水总量超 242 亿立方米。

抽水蓄能、新能源发电与国际业务多点开花，持续拓展业务赛道与盈利空间。2023 年公司推动首座抽水蓄能电站——甘肃张掖抽蓄电站开工，安徽休宁抽蓄项目获得核准，全面受托运维长龙山抽水蓄能电站，新一批抽蓄项目有序推进。此外，公司“流域性水风光多能互补一体化关键技术研究”项目成功申报湖北省级科技重大专项并全面启动实施，扩大新能源差异化优势。另外，公司巴基斯坦卡洛特水电站、巴基斯坦三峡风电和三峡巴西大水电技改等海外运维项目平稳有序开展，2023 年境外业务实现净利润约 14.5 亿元，经营业绩再创历史新高。

公司发布 2024 年经营计划，2024 年营业收入计划增长 7%（不作为业绩承诺）。2024 年，在乌东德水库来水总量不低于 1300 亿立方米、三峡水库来水总量不低于 4900 亿立方米，且年内来水分布有利于发电的情况下，公司六座梯级电站力争实现年发电量 3074 亿千瓦时（同比+11%），总发电量预算为 3088 亿千瓦时。2024 年，公司力争实现营业收入 838 亿元（同比+7%），不代表业绩承诺。

投资建议：公司是我国水电上市公司龙头，六库联调有助于平滑来水波动进而增发电量，同时公司积极推进水风光储一体化发展，未来业绩有望稳健增长。我们基本维持 2024-2025 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入为 869.2/898.3/937.0 亿元，同比增长 11.3%/3.3%/4.3%；归母净利润为 341.8/363.2/380.5 亿元，同比增长 25.5%/6.3%/4.8%；EPS 为 1.40/1.48/1.56 元，对应 PE 为 18.5/17.4/16.6x；给予公司 2024 年 20.5-21.5 倍 PE，对应

28.6-30.0元/股合理价值，较目前股价有11%-16%溢价空间，维持“买入”评级。

表2: 同业可比公司估值比较（更新至2024年4月30日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600025.SH	华能水电	-	9.6	1,720.8	0.5	0.5	19.8	17.8
600674.SH	川投能源	-	16.8	816.5	1.1	1.1	15.9	15.0
600886.SH	国投电力	-	16.0	1,194.9	1.1	1.2	15.1	13.9
600900.SH	长江电力	买入	25.8	6,310.4	1.4	1.5	18.5	17.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理并预测 注：华能水电、国投电力、川投能源盈利数据取自Wind一致预测。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9302	7778	9000	8694	8694	营业收入	52060	78112	86918	89826	93704
应收款项	5111	8691	8329	8608	8979	营业成本	22233	32943	34337	35386	36663
存货净额	453	587	642	683	743	营业税金及附加	1072	1602	1790	1842	1921
其他流动资产	436	638	710	740	768	销售费用	165	192	214	221	231
流动资产合计	15302	17695	18681	18724	19184	管理费用	1360	1363	1517	1568	1635
固定资产	214285	449698	440986	433528	427231	研发费用	90	789	522	359	375
无形资产及其他	22113	23782	24830	25879	26928	财务费用	4092	12556	10725	10014	9299
投资性房地产	8402	9084	9084	9084	9084	投资收益	4600	4750	4800	5000	5400
长期股权投资	67166	71684	75684	79684	83684	资产减值及公允价值变动	(654)	(205)	(202)	(199)	(196)
资产总计	327268	571943	569267	566900	566111	其他收入	(149)	(780)	(525)	(362)	(376)
短期借款及交易性金融负债	34949	102034	134793	146974	157372	营业利润	26936	33220	42407	45234	48783
应付款项	942	1336	1463	1511	1677	营业外净收支	(623)	(807)	(632)	(687)	(709)
其他流动负债	16568	40501	44409	48622	51624	利润总额	26313	32413	41775	44546	48074
流动负债合计	52458	143871	180665	197107	210673	所得税费用	4664	4457	6673	7243	8961
长期借款及应付债券	76238	212526	162526	132526	102526	少数股东损益	340	717	925	986	1064
其他长期负债	2818	3247	3247	3247	3247	归属于母公司净利润	21309	27239	34177	36317	38049
长期负债合计	79056	215773	165773	135773	105773	现金流量表 (百万元)					
负债合计	131514	359644	346437	332879	316446	净利润	21309	27239	34177	36317	38049
少数股东权益	10266	10969	11246	11542	11968	资产减值准备	1030	(448)	(3)	(3)	(3)
股东权益	185488	201330	211583	222478	237698	折旧摊销	11039	19121	20021	19878	19735
负债和股东权益总计	327268	571943	569267	566900	566111	公允价值变动损失	1030	(448)	(3)	(3)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	4092	12556	10725	10014	9299
每股收益	0.94	1.11	1.40	1.48	1.56	营运资本变动	(4153)	20412	4270	3912	2708
每股红利	0.85	0.82	0.98	1.04	0.93	其它	659	(1157)	6205	5313	4327
每股净资产	8.16	8.23	8.65	9.09	9.71	经营活动现金流	30913	64719	64668	65413	64814
ROIC	10%	10%	9%	10%	10%	资本开支	(4871)	(12233)	(12356)	(13465)	(14484)
ROE	11%	14%	16%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	57%	58%	60%	61%	61%	投资活动现金流	(4093)	(12806)	(16356)	(17465)	(18484)
EBIT Margin	52%	53%	60%	61%	61%	权益性融资	27	16445	0	0	0
EBITDA Margin	73%	77%	83%	83%	82%	负债净变化	2178	148073	(50000)	(30000)	(30000)
收入增长	-6%	50%	11%	3%	4%	支付股利、利息	(19406)	(20064)	(23924)	(25422)	(22829)
净利润增长率	-19%	28%	25%	6%	5%	其它融资现金流	(2901)	(180094)	32758	12181	10398
资产负债率	43%	65%	63%	61%	58%	融资活动现金流	(27584)	(54802)	(47091)	(48255)	(46330)
股息率	3%	3%	4%	4%	4%	现金净变动	(628)	(1524)	1222	(306)	0
P/E	27.5	23.2	18.5	17.4	16.6	货币资金的期初余额	9930	9302	7778	9000	8694
P/B	3.2	3.1	3.0	2.8	2.7	货币资金的期末余额	9302	7778	9000	8694	8694
EV/EBITDA	18.8	16.4	13.5	12.9	12.3	企业自由现金流	24348	62860	56049	56014	54638
						权益自由现金流	20245	20057	29796	29809	27471

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032