

➤ **事件概述:** 4 月 29 日, 公司发布 2023 年度报告, 报告期内实现营业收入 781.12 亿元, 同比增长 13.43% (经重述); 归母净利润 272.39 亿元, 同比增长 14.81% (经重述); 扣非归母净利润 275.08 亿元, 同比增长 28.59% (经重述); 公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.82 元, 合计派发现金红利 200.64 亿元, 现金分红比例约 73.66%。公司发布 2024 年一季报, 报告期内实现营业收入 156.41 亿元, 同比增长 1.58% (经重述); 归母净利润 39.67 亿元, 同比增长 9.80% (经重述); 扣非归母净利润 39.79 亿元, 同比增长 11.45% (经重述)。

➤ **1Q24 电量总体承压:** 1Q24 三峡水库来水总量约 497.67 亿立方米, 较上年同期偏枯 4.14%, 但三、葛 2 座电站单季度完成电量 174.45 亿千瓦时, 同比增发 21.92 亿千瓦时, 增幅 14.4%; 同期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 7.7%, 金下区域乌、白、溪、向 4 座电站单季完成电量 353.01 亿千瓦时, 同比减发 50.44 亿千瓦时, 降幅 12.5%; Q1 公司 6 座电站合计完成电量 527.47 亿千瓦时, 同比下降 5.1%, 与单季度营收增速背离, 或因电价结算等因素影响。因云南、四川电力供需紧张, 区域市场化水电电价上行叠加高电价的乌、白注入, 2023 年公司境内水电综合平均上网电价同比增长 1.16 分/千瓦时至 0.2813 元/千瓦时 (含税), 考虑当前西南电力供应形势, 公司留存当地电价有望维持高位。4 月三峡来水呈现修复态势, 截至 2024 年 4 月 29 日, 三峡水位 158.43 米, 单月日均入库流量 8848 立方米/秒, 同比增长 31.2%; 日均出库流量 9779 立方米/秒, 同比增长 41.5%。

➤ **债务优化降费, 投资收益增厚业绩:** 因收购乌、白电站, 截至 2023 年底, 公司有息负债 (短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债) 合计约 2887 亿元, 资产负债率同升至 62.9%; 2023 年公司经营性现金流量净额 647.19 亿元, 投资性现金净流出 128.06 亿元, 除上年度分红后大部分用于偿还贷款以及置换存量高息债务。公司债务结构优化, 财务费用支出有望改善, 1Q24 公司财务费用同比下降 2.96 亿元; 此外多数参股公司业绩提升, 公司单季度投资收益同比增加 3.22 亿元至 9.00 亿元, 增幅 55.7%。

➤ **投资建议:** 4 月三峡来水呈现修复态势, 短期季度波动不改全年改善预期。公司年报提出 2024 年 3074 亿度 (6 座电站设计发电量之和) 的目标电量指引, 根据电量、电价、股本变化调整对公司盈利预测, 预计 24/25 年 EPS 分别为 1.44/1.47 元 (前值 1.44/1.46 元), 新增 26 年 EPS 为 1.51 元, 对应 4 月 29 日收盘价 PE 分别为 17.7/17.3/16.9 倍。参考公司历史估值, 给予公司 24 年 20.0 倍 PE 估值, 目标价 28.80 元/股, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 流域来水偏枯; 2) 需求下滑压制电量消纳; 3) 市场交易电价波动; 4) 财税等政策调整。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	78,112	87,581	88,059	88,559
增长率 (%)	13.4	12.1	0.5	0.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	27,239	35,167	36,087	36,926
增长率 (%)	14.8	29.1	2.6	2.3
每股收益 (元)	1.11	1.44	1.47	1.51
PE	22.9	17.7	17.3	16.9
PB	3.1	2.9	2.7	2.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测;

注: 股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价。

推荐

维持评级

当前价格:

25.48 元

目标价:

28.80 元



分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书: S0100122070006

邮箱: zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 长江电力 (600900.SH) 2023 年业绩快报点评: 4Q23 业绩高增, 抽蓄转型再进一步-2024/01/20
- 长江电力 (600900.SH) 2023 年三季报点评: 修复如期而至, 高水位蓄势待发-2023/10/31
- 长江电力 (600900.SH) 2023 年半年报点评: 否极泰来, 改善可期-2023/08/31
- 长江电力 (600900.SH) 事件点评: 输配电价落地, 白鹤起舞-2023/05/16
- 长江电力 (600900.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩、分红双超预期, 白鹤初啼、亮翅在即-2023/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	78,112	87,581	88,059	88,559
营业成本	32,943	34,846	35,150	35,470
营业税金及附加	1,602	1,752	1,761	1,771
销售费用	192	219	220	221
管理费用	1,363	1,401	1,409	1,417
研发费用	789	832	837	841
EBIT	41,183	48,531	48,682	48,838
财务费用	12,556	11,963	11,393	10,922
资产减值损失	-42	-50	-50	-50
投资收益	4,750	5,370	5,723	6,077
营业利润	33,220	41,895	42,970	43,951
营业外收支	-807	-800	-800	-800
利润总额	32,413	41,095	42,170	43,151
所得税	4,457	5,137	5,271	5,394
净利润	27,956	35,959	36,899	37,757
归属于母公司净利润	27,239	35,167	36,087	36,926
EBITDA	60,396	70,832	70,982	71,138

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,778	61,209	97,264	133,457
应收账款及票据	8,510	8,639	8,686	8,736
预付款项	77	70	70	71
存货	587	573	578	583
其他流动资产	742	676	678	680
流动资产合计	17,695	71,167	107,276	143,526
长期股权投资	71,684	76,684	81,684	86,684
固定资产	444,899	426,787	408,675	390,563
无形资产	23,782	21,850	19,919	17,988
非流动资产合计	554,248	540,969	527,691	514,412
资产合计	571,943	612,137	634,967	657,939
短期借款	53,985	58,463	61,463	64,463
应付账款及票据	1,336	1,356	1,367	1,380
其他流动负债	88,549	101,292	101,621	101,965
流动负债合计	143,871	161,111	164,451	167,808
长期借款	186,690	181,690	176,690	171,690
其他长期负债	29,082	41,082	53,082	65,082
非流动负债合计	215,773	222,773	229,773	236,773
负债合计	359,644	383,883	394,223	404,580
股本	24,468	24,468	24,468	24,468
少数股东权益	10,969	11,760	12,572	13,402
股东权益合计	212,299	228,253	240,744	253,358
负债和股东权益合计	571,943	612,137	634,967	657,939

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.43	12.12	0.55	0.57
EBIT 增长率	14.30	17.84	0.31	0.32
净利润增长率	14.81	29.11	2.61	2.33
盈利能力 (%)				
毛利率	57.83	60.21	60.08	59.95
净利润率	35.79	41.06	41.90	42.63
总资产收益率 ROA	4.76	5.75	5.68	5.61
净资产收益率 ROE	13.53	16.24	15.82	15.39
偿债能力				
流动比率	0.12	0.44	0.65	0.86
速动比率	0.12	0.44	0.65	0.85
现金比率	0.05	0.38	0.59	0.80
资产负债率 (%)	62.88	62.71	62.09	61.49
经营效率				
应收账款周转天数	39.77	36.00	36.00	36.00
存货周转天数	6.50	6.00	6.00	6.00
总资产周转率	0.14	0.14	0.14	0.13
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	1.44	1.47	1.51
每股净资产	8.23	8.85	9.33	9.81
每股经营现金流	2.65	2.62	2.69	2.72
每股股利	0.82	1.00	1.03	1.05
估值分析				
PE	22.9	17.7	17.3	16.9
PB	3.1	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	15.41	12.74	12.34	11.95
股息收益率 (%)	3.22	3.92	4.04	4.12

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	27,956	35,959	36,899	37,757
折旧和摊销	19,213	22,301	22,301	22,301
营运资金变动	9,271	-234	286	300
经营活动现金流	64,719	64,225	65,748	66,656
资本开支	-12,226	-4,823	-4,823	-4,823
投资	-2,736	-4,990	-4,990	-4,990
投资活动现金流	-12,806	-4,893	-4,090	-3,736
股权募资	16,445	0	0	0
债务募资	29,545	24,882	10,000	10,000
筹资活动现金流	-54,802	-5,900	-25,603	-26,727
现金净流量	-2,862	53,431	36,054	36,193

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026