

分析师: 陈拓
登记编码: S0730522100003
chentuo@ccnew.com

乌白电站注入后, 公司抗风险能力增强, 盈利能力将逐步提升

——长江电力(600900)2023 年年报及 2024 年一季度报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

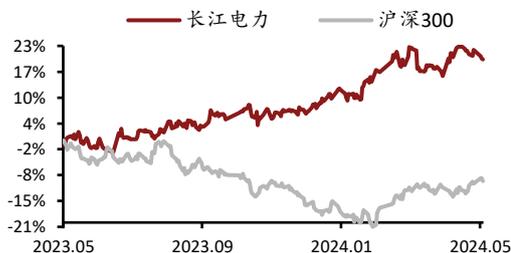
市场数据(2024-05-08)

收盘价(元)	25.31
一年内最高/最低(元)	26.00/21.23
沪深 300 指数	3,630.22
市净率(倍)	3.01
流通市值(亿元)	6,076.24

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	8.40
每股经营现金流(元)	0.49
毛利率(%)	48.14
净资产收益率_摊薄(%)	1.93
资产负债率(%)	61.89
总股本/流通股(万股)	2,446,821.77/2,400,725.65
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

- 《长江电力(600900)季报点评: 三季度来水枯转丰, 公司单季度盈利创新高》2023-11-03
- 《长江电力(600900)公司深度分析: 流水不争先, 争的是滔滔不绝》2023-09-13
- 《长江电力(600900)季报点评: 三季度来水偏丰, 单季度净利润快速增长》2020-11-03

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 05 月 09 日

投资要点:

长江电力发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 781.12 亿元, 同比增长 13.43%; 实现归母净利润 272.39 亿元, 同比增长 14.81%。2023 年第四季度公司实现营业收入 202.56 亿元, 同比增长 28.23%; 实现归母净利润 57.15 亿元, 同比增长 86.98%。

2024 年第一季度公司实现营业收入 156.41 亿元, 同比增长 1.58%; 实现归母净利润 39.67 亿元, 同比增长 9.80%。

- 公司经营稳健, 2023 年长江来水偏枯, 公司逆势实现归母净利润同比增长 14.81%

2023 年收购云川公司后, 公司水电装机容量达 7179.5 万千瓦。其中国内六座水电站总装机 7169.5 万千瓦, 占全国运营水电装机容量约 17%。2023 年, 三峡水库来水总量约 3428 亿立方米, 较 2022 年同期偏丰 0.71%, 近乎持平; 三峡、葛洲坝发电量分别同比增长 1.88%、1.46%。2023 年来水延续了 2022 年极端偏枯的局面, 三峡 2023 年发电量仅为 802.71 亿千瓦时, 远低于 2020 年全年 1118.02 千瓦时的发电量。2023 年长江上游乌东德水库来水总量约 1029 亿立方米, 较 2022 年同期偏枯 5.46%; 乌东德、溪洛渡、向家坝发电量分别同比减少 4.64%、4.97%、1.33%。由于 2022 年白鹤滩机组未全部投产, 2023 年完全投产后发电量同比增长 43.11%。

虽然公司水电业务在 2023 年持续面对来水偏枯的不利因素, 但是在 2023 年公司并购云川水电后, 由“四库联调”升级为“六库联调”新格局, 梯级电站全年节水增发发电量 121.3 亿千瓦时。2023 年六座电站发电量合计 2762.63 亿千瓦时, 同比增长 5.34%。此外, 境外业务提质增效, 全年贡献净利润 14.5 亿元; 投资净收益全年实现 47.5 亿元, 占全年利润总额的比例近 15%。

- 2024 年一季度乌东德、三峡水库来水偏枯, 在发电量下滑态势下仍实现业绩正增长

2024 年一季度, 长江上游乌东德水库、三峡水库来水总量分别较 2023 年同期偏枯 7.71%、4.14%。一季度公司六座电站总电量 527.47 亿千瓦时, 同比减少 5.13%。其中, 三峡、葛洲坝、乌东德较 2023 年同期增加 15.79%、8.94%、3.49%; 白鹤滩、溪洛渡、向家坝分别较 2023 年同期减少 20.79%、7.24%、18.65%。2023 年初收购云川公司后, 公司 2023 年财务费用增至 125.56 亿元, 同比增加 29.75 亿元, 通过降低债务规模和融资成本, 2024 年一季度公司财务费用降至 28.51 亿元, 同比减少 9.4%。在乌、白水电站注入完成后, 公司平均上网电价

如期提升，2023 年公司平均上网电价 281.28 元/兆瓦时，相较 2022 年提升 11.56 元/兆瓦时。此外，公司一季度实现投资净收益超 9 亿元，同比增长 55.73%。

根据公司 2023 年年报，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，公司六座梯级电站计划实现年发电量 3074 亿千瓦时。

● **我国可再生能源高速发展，水电 2023 年发电量同比下滑，2024 年一季度同比回暖**

我国可再生能源保持高速度发展。据国家能源局统计，2023 年全国可再生能源新增装机 3.05 亿千瓦，占全国新增发电装机 82.7%，占全球新增装机的一半。截至 2023 年 12 月底，全国可再生能源发电总装机达 15.16 亿千瓦，占全国发电总装机的 51.9%，在全球可再生能源发电总装机中的比重接近 40%。

2024 年一季度，我国可再生能源新增装机 6367 万千瓦，同比增长 34%，占新增装机的 92%。截至 2024 年一季度末，我国可再生能源装机达到 15.85 亿千瓦，同比增长 26%，约占我国总装机的 52.9%，其中，风、光合计突破 11 亿千瓦。

水电具有可再生、无污染、技术成熟、调峰能力强等特点，是我国传统优势能源之一，我国水电装机规模全球领先，全球装机排名前 11 的水电站，我国拥有 5 座，均属于长江电力。根据国家统计局数据，2023 年我国水电站来水整体偏枯，规上水电全年发电量 1.14 万亿千瓦时，同比减少 5.6%。其中下半年降水形势好转，发电量从 7 月份降幅收窄，8 月份开启同比正增长。2024 年一季度，全国规上水电发电量 2102 亿千瓦时，同比增长 2.2%。

● **公司做好水电主业同时，持续推进抽水蓄能、智慧综合能源、新能源业务和国际业务**

抽水蓄能：公司推动甘肃张掖抽水蓄电站主体工程开工，2023 年内获取安徽休宁、湖南宁乡抽蓄项目资源 240 万千瓦。管理华东地区最大抽蓄项目长龙山抽蓄电站，2023 年度新增抽蓄装机 210 万千瓦。

智慧综合能源：2023 年江苏首个共享储能项目（江苏丰储 200 兆瓦/400 兆瓦时共享储能项目）等一批重点示范项目建成投产。业务布局长江经济带、京津冀、粤港澳等战略区域 20 余个省市。截至 2023 年末，在建已建光伏、储能规模均突破 1GW。

新能源业务：坚持新能源与大水电、抽水蓄能、智慧综合能源协同发展路径，金沙江下游“水风光储”一体化基地已投产新能源项目。截至 2023 年末，管理的新能源总装机超 250 万千瓦。

国际业务：2023 年跟踪新能源装机规模约 97.4 万千瓦，秘鲁 Arrow 光伏项目成功交割，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 年国际业务全

年实现净利润约 14.5 亿元。

● **公司保持归母净利润 70%以上的分红比例**

公司 2023 年度利润分配预案为：以公司总股本 244.68 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 8.20 元（含税），共分派现金股利 200.64 亿元（含税），现金分红比例为 73.66%，超过 70%。

● **盈利预测和估值**

公司是 A 股市值最大的发电上市公司，水电主业经营稳健，盈利能力强且稳定，作为价值蓝筹标杆和高股息标的，为长期持有的投资者带来了较为丰厚的回报。

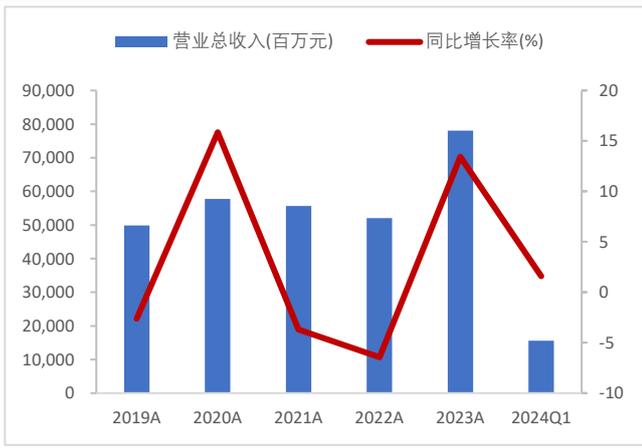
鉴于 2022 年、2023 年长江来水整体偏枯，乌、白电站所带来的盈利能力提升还未完全体现。我们对于 2024-2026 年长江来水情况较为乐观，预计公司年度发电量将逐步改善，乌、白水电站注入后公司盈利能力将再上新台阶，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 329.53 亿元、355.19 亿元、373.34 亿元，对应 2024-2026 年每股收益分别为 1.35 元、1.45 元、1.53 元，按照 5 月 8 日 25.31 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 18.79X、17.44X、16.59X，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：来水不及预期；电价下滑风险；项目进展不及预期；其他不可预测风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	68,863	78,112	85,059	87,207	89,289
增长比率（%）	23.75	13.43	8.89	2.53	2.39
净利润（百万元）	23,726	27,239	32,953	35,519	37,334
增长比率（%）	-9.69	14.81	20.98	7.79	5.11
每股收益(元)	0.97	1.11	1.35	1.45	1.53
市盈率(倍)	26.10	22.74	18.79	17.44	16.59

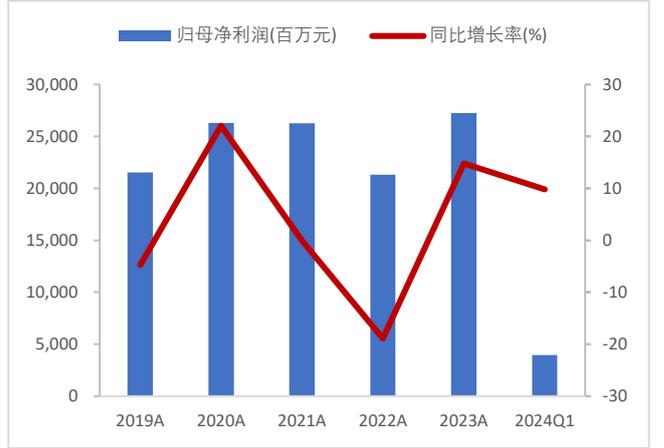
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业总收入及增长率



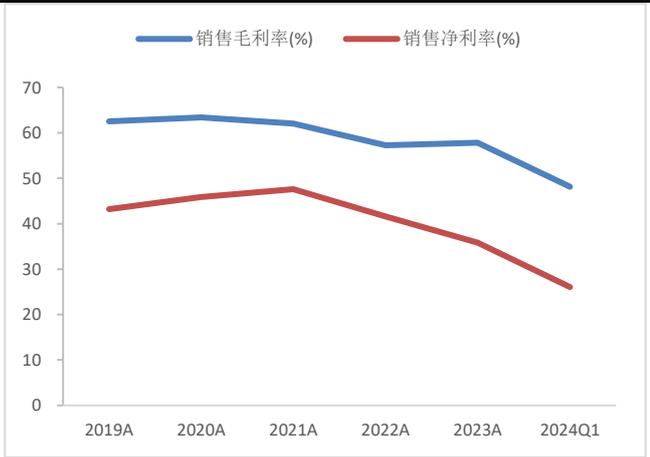
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及增长率



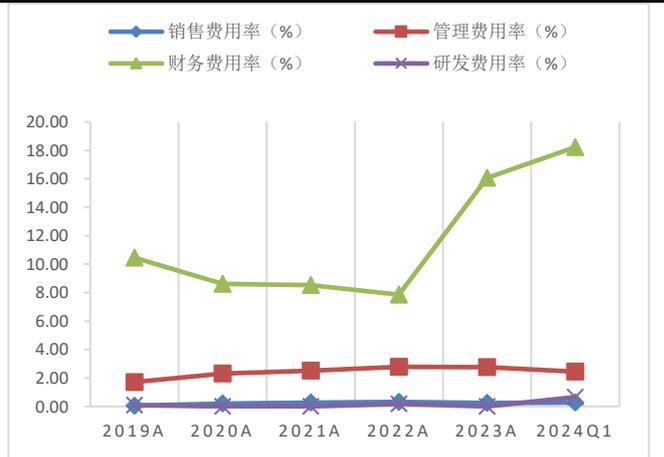
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司毛利率和净利率



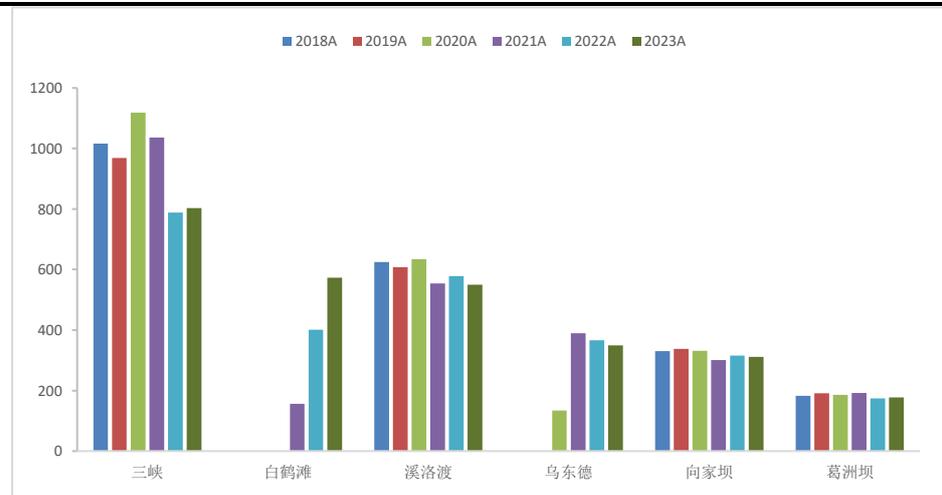
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司各发电站年发电量（亿千瓦时）



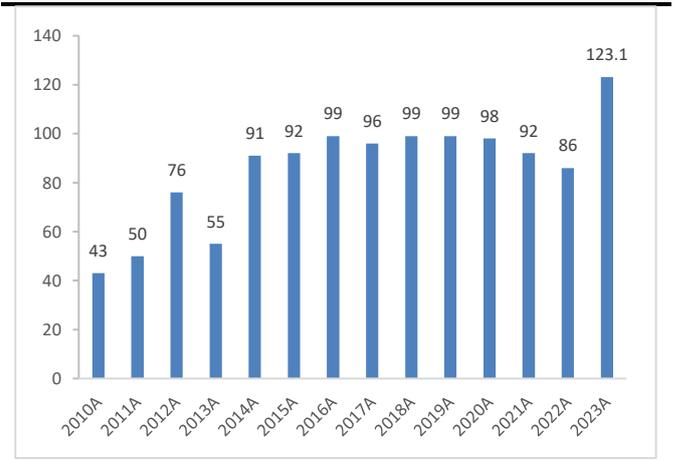
资料来源：公司公告，公司官网，中原证券研究所

图 6：公司历年投资收益情况



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 7：公司年节水增发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	27,089	17,695	18,562	19,361	22,115
现金	10,638	7,778	8,352	8,725	10,123
应收票据及应收账款	15,228	8,510	8,742	9,084	10,169
其他应收款	330	301	425	484	620
预付账款	77	77	107	120	187
存货	567	587	596	607	676
其他流动资产	250	441	340	340	340
非流动资产	551,364	554,248	538,226	521,460	505,564
长期投资	67,166	71,684	72,796	72,796	72,796
固定资产	450,480	444,899	426,524	408,593	391,157
无形资产	22,219	23,782	23,715	23,639	23,568
其他非流动资产	11,499	13,883	15,191	16,432	18,043
资产总计	578,454	571,943	556,788	540,820	527,679
流动负债	91,751	143,871	153,001	147,706	142,252
短期借款	26,752	53,985	54,085	53,585	50,085
应付票据及应付账款	1,005	1,336	1,290	1,295	1,195
其他流动负债	63,993	88,549	97,625	92,825	90,972
非流动负债	230,685	215,773	180,784	158,861	139,361
长期借款	190,247	186,690	154,490	133,990	114,490
其他非流动负债	40,438	29,082	26,294	24,871	24,871
负债合计	322,436	359,644	333,785	306,567	281,613
少数股东权益	28,345	10,969	11,511	12,107	12,720
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	121,252	131,907	143,107
归属母公司股东权益	227,673	201,330	211,491	222,146	233,346
负债和股东权益	578,454	571,943	556,788	540,820	527,679

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43,477	64,719	56,628	57,497	60,536
净利润	25,102	27,956	33,495	36,115	37,946
折旧摊销	16,972	19,213	20,843	21,120	21,558
财务费用	9,605	12,766	11,592	10,523	9,800
投资损失	-4,600	-4,750	-5,250	-5,500	-5,800
营运资金变动	-4,352	9,271	-4,669	-5,221	-3,309
其他经营现金流	750	263	617	460	340
投资活动现金流	-11,702	-12,806	-160	686	-203
资本支出	-12,433	-12,226	-4,199	-4,817	-5,998
长期投资	-1,032	-2,736	-1,169	3	-5
其他投资现金流	1,763	2,156	5,207	5,500	5,800
筹资活动现金流	-31,569	-54,802	-55,894	-57,810	-58,934
短期借款	14,437	27,233	100	-500	-3,500
长期借款	153,807	-3,557	-32,200	-20,500	-19,500
普通股增加	0	1,726	0	0	0
资本公积增加	39,384	-32,809	0	0	0
其他筹资现金流	-239,196	-47,397	-23,794	-36,810	-35,934
现金净增加额	348	-2,862	573	373	1,399

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	68,863	78,112	85,059	87,207	89,289
营业成本	29,524	32,943	35,737	36,428	37,414
营业税金及附加	1,460	1,602	1,616	1,417	1,476
营业费用	173	192	187	174	179
管理费用	1,538	1,363	1,369	1,413	1,473
研发费用	90	789	795	796	799
财务费用	9,581	12,556	11,347	10,273	9,540
资产减值损失	-268	-42	0	0	0
其他收益	3	5	6	6	0
公允价值变动收益	-385	-163	0	0	0
投资净收益	4,600	4,750	5,250	5,500	5,800
资产处置收益	-52	6	-35	20	0
营业利润	30,388	33,220	39,228	42,232	44,209
营业外收入	3	81	120	150	180
营业外支出	625	888	625	630	520
利润总额	29,766	32,413	38,723	41,752	43,869
所得税	4,664	4,457	5,228	5,636	5,922
净利润	25,102	27,956	33,495	36,115	37,946
少数股东损益	1,376	717	543	596	612
归属母公司净利润	23,726	27,239	32,953	35,519	37,334
EBITDA	53,003	60,396	70,913	73,145	74,967
EPS (元)	0.97	1.11	1.35	1.45	1.53

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	23.75	13.43	8.89	2.53	2.39
营业利润 (%)	-7.57	9.32	18.08	7.66	4.68
归属母公司净利润 (%)	-9.69	14.81	20.98	7.79	5.11
获利能力					
毛利率 (%)	57.13	57.83	57.99	58.23	58.10
净利率 (%)	34.45	34.87	38.74	40.73	41.81
ROE (%)	10.42	13.53	15.58	15.99	16.00
ROIC (%)	5.65	6.73	8.38	8.90	9.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.74	62.88	59.95	56.69	53.37
净负债比率 (%)	125.94	169.40	149.68	130.87	114.45
流动比率	0.30	0.12	0.12	0.13	0.16
速动比率	0.29	0.12	0.11	0.12	0.15
营运能力					
总资产周转率	0.15	0.14	0.15	0.16	0.17
应收账款周转率	7.25	6.58	9.86	9.78	9.28
应付账款周转率	36.17	29.34	27.64	28.18	30.05
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.97	1.11	1.35	1.45	1.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.78	2.65	2.31	2.35	2.47
每股净资产 (最新摊薄)	9.30	8.23	8.64	9.08	9.54
估值比率					
P/E	26.10	22.74	18.79	17.44	16.59
P/B	2.72	3.08	2.93	2.79	2.65
EV/EBITDA	14.13	14.54	12.76	12.06	11.44

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。