



多举措对冲电量下行，上半年完成保增长目标

长江电力（600900.SH）2021 年中期业绩快报点评 | 2021.7.16

中信证券研究部

核心观点



李想
首席公用环保分析师
S1010515080002



武云泽
公用环保分析师
S1010519100003

公司上半年归母净利润 83.9 亿元，同比增长 6.2%，归母扣非净利润 69.4 亿元，同比下滑 13.2%，业绩符合预期。在来水偏枯、发电量同比下滑 11.0%，且电价更高的溪洛渡、向家坝发电量降幅更大的情况下，预计公司凭借投资标的的股权增值与投资收益、以及 LDS 公司翘尾业绩等因素，完成业绩保增长目标。我们维持 2021~2023 年归母净利润预测为 247.8/252.1/259.0 亿元，维持目标价 24.5 元与“买入”评级。

■ **2021H EPS 0.37 元，符合预期。**公司发布 2021 年中期业绩快报，上半年营业收入 198.9 亿元，同比下滑 0.1%；归母净利润 83.9 亿元，同比增长 6.2%；归母扣非净利润 69.4 亿元，同比下滑 13.2%；基本 EPS 0.3691 元，同比增长 2.8%，业绩符合预期。分季度来看，公司 2Q2021 单季营业收入 110.2 亿元，同比下滑 4.4%；归母净利润 55.2 亿元，同比下滑 1.6%；归母扣非净利润 45.5 亿元，同比下滑 13.3%。

■ **来水偏枯叠加上游蓄水，上半年电量同比下滑 11%。**受到来水偏枯以及乌东德、白鹤滩、雅砻江中游两河口、金沙江上游苏洼龙等大型水电站蓄水影响，上半年溪洛渡/三峡来水分别同比下滑 27.2%/7.2%。受此影响，公司二季度发电量 398.0 亿千瓦时，同比下滑 11.2%；上半年累计发电量 713.3 亿千瓦时，同比下滑 11.0%。上半年三峡/葛洲坝/溪洛渡/向家坝发电量分别同比下滑 4.1%/0.2%/22.3%/21.0%，其中溪洛渡与向家坝由于主要外送浙江、广东、上海，电价相对更高而电量降幅更大，料对公司上半年综合电价带来额外压力。综合考虑电价影响，我们估算公司上半年发电主营净利润或同比下滑超过 10 亿元。

■ **多措并举投资赋能，实现业绩保增长目标。**上半年，公司在发电主营量价承压的情况下，净利润实现同比增长，我们认为主要得益于持有以公允价值计量的桂冠电力等标的的股权的股价上涨、秘鲁 LDS 公司上年 4 月底交割后的业绩翘尾贡献约 4 亿元、自参股公司确认的投资收益同比增长、三峡 6 月一台机组折旧到期等因素。公司上半年以来进一步增持国投电力、川投能源股权，“两投”旗下的杨房沟、两河口有望于下半年陆续启动投产增厚业绩；公司 5 月拟作为战略投资者参与上海电力非公开发行，根据上海电力公告，发行完成后公司持股比例或提升 4.23 个百分点至 14.21%，亦有助于投资收益进一步提升。

■ **乌白投产进展顺利，强化资产注入预期。**6 月 16 日，乌东德最后一台机组投运，合计 1,020 万千瓦实现全部投产；6 月 18 日，白鹤滩 500 千伏送出工程带电投运，成功接入四川电网主网；6 月 21 日，雅中—江西±800 千伏特高压直流投运，除了消纳雅中水电外，还将保障白鹤滩首批机组在配套直流投运前外送消纳；6 月 23 日，白鹤滩 1 号与 14 号机组顺利并网；7 月 10 日，白鹤滩 15 号机组并网。乌白进展顺利，预计全部投产后将由三峡集团注入长江电力，有望强化公司未来成长预期。

■ **风险因素：**上网电价低于预期，来水发电量低于预期，对外投资收益低于预期，乌东德、白鹤滩投产进展低于预期

■ **投资建议：**考虑公司上半年业绩符合预期，我们维持 2021~2023 年 EPS 预测为 1.09/1.11/1.14 元，现价对应动态 PE 为 19/18/18 倍，维持目标价 24.5 元与“买入”评级。

长江电力	600900
评级	买入 (维持)
当前价	20.28 元
目标价	24.50 元
总股本	22,742 百万股
流通股本	22,742 百万股
总市值	4,612 亿元
近三月日均成交额	822 百万元
52 周最高/最低价	21.63/18.02 元
近 1 月绝对涨幅	-0.73%
近 6 月绝对涨幅	5.62%
近 12 月绝对涨幅	5.35%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,874.09	57,783.37	57,631.51	57,780.95	57,916.24
营业收入增长率 YoY	-3%	16%	0%	0%	0%
净利润(百万元)	21,543.49	26,297.89	24,783.91	25,205.95	25,904.25
净利润增长率 YoY	-5%	22%	-6%	2%	3%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.95	1.16	1.09	1.11	1.14
毛利率	63%	63%	57%	57%	56%
净资产收益率 ROE	14.41%	15.28%	13.69%	13.27%	13.07%
每股净资产 (元)	6.57	7.57	7.96	8.35	8.72
PE	21.3	17.5	18.6	18.3	17.8
PB	3.1	2.7	2.5	2.4	2.3
PS	9.2	8.0	8.0	8.0	8.0
EV/EBITDA	12.8	11.4	12.2	12.0	11.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 7 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	49,874	57,783	57,632	57,781	57,916
营业成本	18,697	21,149	24,791	25,122	25,461
毛利率	62.51%	63.40%	56.98%	56.52%	56.04%
税金及附加	1,169	1,193	1,330	1,294	1,276
销售费用	28	115	144	144	145
销售费用率	0.06%	0.20%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用	814	1,293	1,441	1,445	1,448
管理费用率	1.63%	2.24%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用	5,211	4,986	4,030	3,858	3,598
财务费用率	10.45%	8.63%	6.99%	6.68%	6.21%
研发费用	41.07	39.57	44.91	44.06	42.98
研发费用率	0.08%	0.07%	0.08%	0.08%	0.07%
投资收益	3,075	4,053	4,918	5,593	6,364
EBITDA	43,816	49,160	46,070	46,685	47,268
营业利润	26,933	32,896	30,644	31,388	32,222
营业利润率	54.00%	56.93%	53.17%	54.32%	55.64%
营业外收入	29	51	31	37	40
营业外支出	335	491	408	411	437
利润总额	26,627	32,456	30,267	31,013	31,825
所得税	5,060	5,949	5,396	5,703	5,787
所得税率	19.00%	18.33%	17.83%	18.39%	18.18%
少数股东损益	24	208	86	105	134
归属于母公司股东的净利润	21,543	26,298	24,784	25,206	25,904
净利率	43.20%	45.51%	43.00%	43.62%	44.73%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,323	9,231	7,892	8,542	8,582
存货	222	282	304	314	323
应收账款	2,944	3,650	3,333	3,467	3,494
其他流动资产	545	1,512	1,208	1,260	1,332
流动资产	11,035	14,676	12,736	13,584	13,731
固定资产	226,292	231,120	220,761	210,341	199,862
长期股权投资	40,258	50,424	60,424	70,424	78,424
无形资产	191	20,614	20,614	20,614	20,614
其他长期资产	18,706	13,993	18,647	24,353	27,662
非流动资产	285,448	316,151	320,446	325,732	326,563
资产总计	296,483	330,827	333,183	339,316	340,294
短期借款	21,308	24,058	25,336	27,036	23,146
应付账款	87	868	413	522	666
其他流动负债	34,564	53,541	52,121	52,340	52,668
流动负债	55,959	78,467	77,871	79,898	76,481
长期借款	24,600	14,447	12,447	11,447	11,447
其他长期负债	65,908	59,592	55,592	51,592	47,592
非流动性负债	90,508	74,039	68,039	63,039	59,039
负债合计	146,467	152,505	145,910	142,937	135,519
股本	22,000	22,742	22,742	22,742	22,742
资本公积	44,364	56,928	56,928	56,928	56,928
归属于母公司所有者权益合计	149,510	172,118	180,983	189,985	198,245
少数股东权益	506	6,203	6,290	6,395	6,529
股东权益合计	150,016	178,322	187,273	196,380	204,774
负债股东权益总计	296,483	330,827	333,183	339,316	340,294

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	21,567	26,506	24,870	25,311	26,039
折旧和摊销	12,060	11,638	11,859	11,919	11,979
营运资金的变化	624	1,829	-1,354	125	368
其他经营现金流	2,213	1,063	-754	-1,645	-2,665
经营现金流合计	36,464	41,037	34,622	35,710	35,720
资本支出	-2,717	-3,628	-3,000	-3,000	-3,000
投资收益	3,075	4,053	4,918	5,593	6,364
其他投资现金流	-6,989	-36,462	-13,208	-14,290	-9,914
投资现金流合计	-6,631	-36,037	-11,290	-11,697	-6,549
权益变化	0	14,932	0	0	0
负债变化	5,419	3,102	-4,721	-3,301	-7,889
股利支出	-14,960	-14,960	-15,919	-16,204	-17,644
其他融资现金流	-18,332	-6,082	-4,030	-3,858	-3,598
融资现金流合计	-27,874	-3,007	-24,671	-23,362	-29,132
现金及现金等价物净增加额	1,959	1,992	-1,340	651	39

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	-2.62%	15.86%	-0.26%	0.26%	0.23%
营业利润	-1.68%	22.14%	-6.85%	2.43%	2.66%
净利润	-4.72%	22.07%	-5.76%	1.70%	2.77%
利润率 (%)					
毛利率	62.51%	63.40%	56.98%	56.52%	56.04%
EBITDA Margin	87.85%	85.08%	79.94%	80.80%	81.62%
净利率	43.20%	45.51%	43.00%	43.62%	44.73%
回报率 (%)					
净资产收益率	14.41%	15.28%	13.69%	13.27%	13.07%
总资产收益率	7.27%	7.95%	7.44%	7.43%	7.61%
其他 (%)					
资产负债率	49.40%	46.10%	43.79%	42.12%	39.82%
所得税率	19.00%	18.33%	17.83%	18.39%	18.18%
股利支付率	69.44%	60.53%	65.38%	70.00%	70.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。