

## 公用事业

2021年07月17日

# 长江电力 (600900)

——来水偏枯业绩仍然增长 看好全年表现

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

**市场数据：** 2021年07月16日  
 收盘价(元) 19.29  
 一年内最高/最低(元) 21.97/17.81  
 市净率 2.5  
 息率(分红/股价) 3.63  
 流通A股市值(百万元) 438690  
 上证指数/深证成指 3539.30/14972.21

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2021年03月31日  
 每股净资产(元) 7.7  
 资产负债率% 45.74  
 总股本/流通A股(百万) 22742/22742  
 流通B股/H股(百万) -/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
查浩 A0230519080007  
zhahao@swsresearch.com  
邹佩轩 A0230520110002  
zoupux@swsresearch.com

### 联系人

邹佩轩  
(8621)23297818x转  
zoupux@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 事件：

- **公司公告 2021 年二季度发电量情况及上半年业绩快报。**公司 2021 年第二季度总发电量约 397.95 亿千瓦时，较上年同期减少 11.24%。2021 年 1-6 月，公司实现利润总额 100.12 亿元，比上年同期增长 5.30%；归属于上市公司股东的净利润 83.94 亿元，比上年同期增长 6.22%。

### 投资要点：

- **2021 年二季度在来水严重偏枯背景下，归母净利润基本持平，体现出强劲的内生增长动能。**公司 2021 年一季度实现发电量 315 亿千瓦时，同比减少约 38 亿千瓦时；二季度发电量 397.95 亿千瓦时，同比减少约 50 亿千瓦时，上半年累计发电量同比减少 88 亿千瓦时。但是公司二季度单季归母净利润与上年同期仍然持平，体现出强劲的内生增长动能。我们分析主要来自于公司 2021 年上半年主要参股公司持股比例进一步增加、今年 LDS 全年并表以及三峡首台机组折旧到期，根据最新披露数据，目前公司持股国投电力、川投能源、桂冠电力比例已上升至 14.9%、14.05%和 10%，预计年内公司主要参股公司有望全部转为权益法核算。
- **乌东德机组全部投产完毕，白鹤滩首台机组顺利投产，未来六库联调空间广阔。**6 月底乌东德电站全部 12 台机组如期并网发电；白鹤滩首台机组实现投运。乌白投产后公司联合调度模式将从现有的“四库联调”升级为“六库联调”，金沙江下游乌白溪向四座电站调节库容分别为 26、104、65、9 亿立方米，乌白调节库容显著大于溪向。同时，预计年内雅砻江中游两河口、杨房沟电站投产，进一步增加长江流域联合调度能力。今年二季度溪洛渡水库来水较上年同期偏枯 44.68%，我们判断与白鹤滩与两河口电站蓄水不无关系，预计三季度起上述两电站蓄水的边际影响将由负转正，未来“六库联调”乃至长江全流域调度节水增发空间广阔，看好公司全年业绩表现。
- **在未来以新能源为主体的新型电力系统下，公司有望从单一水电主业成长为综合性清洁能源平台。**随着我国新能源发电量占比快速提升，水电迅速启停、出力线性的灵活性优势将日益凸显。未来水电有望成为整个电力系统的稳定器，定位的变化打开公司更长时间维度的成长空间。目前我国西南水风光多能互补基地已纳入十四五规划，公司明确表示进军金沙江下游多能互补项目建设。受益于干热河谷效应，乌东德、白鹤滩电站附近为我国南方内陆地区风力、光照资源同时最佳的区域，叠加极低的借贷成本，多能互补项目有望获得极高的收益率，将持续贡献公司“十四五”业绩增量。
- **盈利预测与估值：**我们继续维持公司 2021-2023 年归母净利润预测分别为 266、283、300 亿元，对应 PE 分别 16、15、15 倍，维持“买入”评级，强调公司当前股价具备战略性配置价值。上述盈利预测暂未考虑乌白注入，我们预计乌白投产后有望择机注入，可合计带来约 100 亿元归母净利润增量但是考虑到具体注入时间、增发方案、收购对价等尚未确定，我们暂不纳入盈利模型。

### 财务数据及盈利预测

	2020	2021Q1	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	57,783	8,870	58,383	59,164	59,963
同比增长率(%)	15.9	5.8	1.0	1.3	1.4
归母净利润(百万元)	26,298	2,869	26,603	28,327	30,044
同比增长率(%)	22.1	25.3	1.2	6.5	6.1
每股收益(元/股)	1.16	0.13	1.17	1.25	1.32
毛利率(%)	63.4	43.2	59.5	60.1	60.4
ROE(%)	15.3	1.6	14.6	14.8	14.9
市盈率	17		16	15	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	49,874	57,783	58,383	59,164	59,963
其中: 营业收入	49,874	57,783	58,383	59,164	59,963
减: 营业成本	18,697	21,149	23,628	23,605	23,756
减: 税金及附加	1,169	1,193	1,205	1,221	1,238
主营业务利润	30,008	35,441	33,550	34,338	34,969
减: 销售费用	28	115	117	118	120
减: 管理费用	814	1,293	1,306	1,324	1,342
减: 研发费用	41	40	40	41	41
减: 财务费用	5,211	4,986	4,590	4,315	4,003
经营性利润	23,915	29,007	27,497	28,540	29,463
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	3	-1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-36	-18	0	0	0
加: 投资收益及其他	3,050	3,908	5,105	6,083	7,083
营业利润	26,933	32,896	32,602	34,624	36,547
加: 营业外净收入	-306	-440	0	0	0
利润总额	26,627	32,456	32,602	34,624	36,547
减: 所得税	5,060	5,949	5,764	5,978	6,172
净利润	21,567	26,506	26,838	28,646	30,375
少数股东损益	24	208	234	319	331
归属于母公司所有者的净利润	21,543	26,298	26,603	28,327	30,044
全面摊薄总股本	22,000	22,742	22,742	22,742	22,742
每股收益 (元)	0.98	1.19	1.17	1.25	1.32

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。