

2024年11月05日

长江电力 (600900.SH)

投资评级：买入（维持）

——三季度业绩超预期 关注信用利差边际变化

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2024年11月04日

收盘价(元)	27.90
一年内最高/最低(元)	32.28/22.17
总市值(百万元)	682,663.27
流通市值(百万元)	669,802.46
总股本(百万股)	24,468.22
资产负债率(%)	61.04
每股净资产(元/股)	8.60

资料来源:聚源数据

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2024 年三季报, 三季度单季度归母净利润 166.63 亿元, 同比增长 31.81%, 超过我们预期的 150-155 亿元。前三季度归母净利润 280.25 亿元, 同比增长 30.20%。
- 来水同比改善, 改善幅度小幅回落, 但是发电量结构带来平均电价提升。** 公司上半年实现发电量 1206.18 亿千瓦时, 较上年同期增加 16.86%, 三季度实现发电量 1151.96 亿千瓦时, 较上年同期增加 15.05%, 三季度总发电量增速小幅回落。但是从结构来看, 公司上半年三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩发电量分别同比增长 25.36%、16.98%、21.58%、10.91%、18.35% 和 3.43%, 其中权重最大但是电价相对较低的三峡电站发电量增速显著高于公司整体水平, 对整体电价产生一定拖累。而三季度六座电站(顺序同上)发电量分别同比增长 12.39%、-7.25%、23.49%、18.63%、15.13% 和 15.46%, 高电价机组发电量增速显著回升。综合因素影响下, 公司上半年营收同比增长 12.38%, 而三季度单季同比增长 17.27%, 系公司业绩超预期主要原因。
- 财务费用、投资收益贡献增长动能, 幅度也略超预期。** 资产注入完成后, 财务费用下降与投资收益增长为公司业绩增长的主要来源, 公司上半年利息费用 57.04 亿元, 较 2023 年同期减少 6.76 亿元, 已经超出市场预期(市场普遍预期全年下降 6-8 亿元)。公司三季度财务费用 28.08 亿元, 较 2023 年同期再次减少 3.36 亿元, 预计与公司大规模债务置换有关。公司筹资性现金流继续保持“大进大出”状态。公司三季度实现权益法核算投资收益 13.66 亿元, 较上年同期增长 2.1 亿元, 与公司参股公司业绩表现基本一致。
- 分母端仍然是公司股价表现的的决定性因素, 关注信用利差企稳信号。** 长期以来, 部分投资者将公司视为类债资产, 并将公司股息率与 10 年期国债收益率对标。但是从实际股价表现来看, 信用利差(即 10 年期 AA 级企业债收益率较 10 年期国债收益率的差值)对公司股价表现的解释力度更强。我们将权益折现率分为三部分, 分别为无风险收益率、信用债收益率较无风险收益率的利差以及权益折现率较信用债收益率的利差。水电是非常典型的“低协方差”资产, 基本面与宏观经济的相关程度非常低, 因此权益折现率较信用债的利差较低且相对稳定。但是相比国债, 水电可以视为分红金额不固定的超长久期信用债, 其属性更贴近信用债而非国债, 逆序刻度显示的信用利差与公司股价走势高度重合。由此, 公司 7 月以来的股价回调, 我们分析主要系信用利差走扩影响。今年上半年信用利差收窄的原因主要系稳定收益型资产荒, 而近期走扩或因两个因素, 其一是在财政刺激政策预期下, 信用债供给可能增加, 其二是权益市场回暖带来的债券机会成本提升。我们分析长期来看, 随着逆全球化以及人口老龄化, 长周期折现率下降仍然是公司最大的机会, 公司具备长期配置价值, 但是短期来看, 更好的买点需要等待信用利差企稳。
- 盈利预测与估值:** 结合公司三季报数据, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 335.9、352.4 和 369.8 亿元, 当前股价对应 PE 20、19、18 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 信用利差进一步走扩, 公司分红政策低于预期, 电价政策出现不利情况。

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,060	78,112	86,133	87,769	88,594
同比增长率(%)	-6.44%	50.04%	10.27%	1.90%	0.94%
归母净利润(百万元)	21,309	27,239	33,590	35,235	36,982
同比增长率(%)	-18.89%	27.83%	23.32%	4.89%	4.96%
每股收益(元/股)	0.87	1.11	1.37	1.44	1.51
ROE(%)	11.49%	13.53%	16.13%	16.36%	16.58%
市盈率(P/E)	32.04	25.06	20.32	19.37	18.46

资料来源:公司公告, 华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,778	8,613	8,777	8,859
应收票据及账款	8,522	7,501	7,644	7,716
预付账款	77	113	115	116
其他应收款	301	895	912	921
存货	587	701	723	724
其他流动资产	430	1,874	1,909	1,927
流动资产总计	17,695	19,698	20,080	20,263
长期股权投资	71,684	76,716	82,547	89,178
固定资产	445,626	439,573	433,231	426,599
在建工程	4,760	3,967	3,173	2,380
无形资产	23,782	19,750	15,714	11,673
长期待摊费用	39	19	0	0
其他非流动资产	8,358	8,314	8,270	8,227
非流动资产合计	554,248	548,339	542,936	538,057
资产总计	571,943	568,037	563,015	558,320
短期借款	53,985	73,272	66,669	61,888
应付票据及账款	1,336	1,343	1,384	1,387
其他流动负债	88,549	66,177	68,177	68,323
流动负债合计	143,871	140,792	136,230	131,598
长期借款	213,103	204,829	196,559	188,299
其他非流动负债	2,670	2,670	2,670	2,670
非流动负债合计	215,773	207,499	199,229	190,969
负债合计	359,644	348,292	335,460	322,566
股本	24,468	24,468	24,468	24,468
资本公积	63,491	63,491	63,491	63,491
留存收益	113,371	120,255	127,475	135,054
归属母公司权益	201,330	208,214	215,435	223,013
少数股东权益	10,969	11,531	12,121	12,740
股东权益合计	212,299	219,745	227,556	235,754
负债和股东权益合计	571,943	568,037	563,015	558,320

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	27,956	30,097	31,101	32,211
折旧与摊销	19,213	20,940	21,235	21,510
财务费用	12,556	10,920	10,204	9,591
投资损失	-4,750	-5,631	-6,431	-7,231
营运资金变动	9,293	-23,534	1,822	48
其他经营现金流	450	4,873	5,673	6,473
经营性现金净流量	64,719	37,665	63,604	62,601
投资性现金净流量	-12,806	-10,217	-10,350	-10,482
筹资性现金净流量	-54,802	-26,613	-53,091	-52,036
现金流量净额	-2,862	835	164	83

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	78,112	86,133	87,769	88,594
营业成本	32,943	34,789	35,854	35,922
税金及附加	1,602	1,780	1,814	1,831
销售费用	192	239	244	246
管理费用	1,363	1,809	1,843	1,860
研发费用	789	360	367	370
财务费用	12,556	10,920	10,204	9,591
资产减值损失	-42	-143	-146	-147
信用减值损失	-2	-12	-13	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,750	5,631	6,431	7,231
公允价值变动损益	-163	0	0	0
资产处置收益	6	-11	-11	-11
其他收益	5	4	4	4
营业利润	33,220	41,705	43,709	45,839
营业外收入	81	38	38	38
营业外支出	888	800	800	800
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	32,413	40,943	42,947	45,077
所得税	4,457	6,790	7,122	7,476
净利润	27,956	34,153	35,825	37,601
少数股东损益	717	562	590	619
归属母公司股东净利润	27,239	33,590	35,235	36,982
EPS(元)	1	1	1	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	50.04%	10.27%	1.90%	0.94%
营业利润增长率	23.33%	25.54%	4.81%	4.87%
归母净利润增长率	27.83%	23.32%	4.89%	4.96%
经营现金流增长率	109.36%	-41.80%	68.87%	-1.58%
盈利能力				
毛利率	57.83%	59.61%	59.15%	59.45%
净利率	35.79%	39.65%	40.82%	42.44%
ROE	13.53%	16.13%	16.36%	16.58%
ROA	4.76%	5.91%	6.26%	6.62%
ROIC	13.50%	9.30%	9.17%	9.57%
估值倍数				
P/E	25.06	20.32	19.37	18.46
P/S	8.74	7.93	7.78	7.71
P/B	3.39	3.28	3.17	3.06
股息率	2.94%	3.91%	4.10%	4.31%
EV/EBITDA	13	13	13	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。