

2024年09月04日

## 长江电力 (600900.SH)

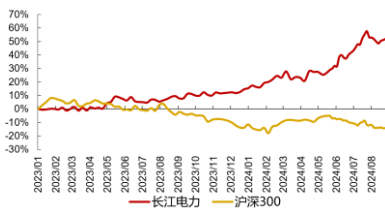
买入 (维持)

——来水改善带动业绩增长 历史新高之际重申配置价值

## 证券分析师

查浩  
S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com邹佩轩  
S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com邓思平  
S1350524070003  
dengsiping@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 上半年实现营业收入 348.08 亿元, 同比增长 12.38%, 实现归母净利润 113.62 亿元, 同比增长 27.92%, 符合预期。
- **来水改善, 电价小幅下行, 预计与发电量结构有关。** 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%; 但是营业收入同比增长 12.38%, 由此计算上网电价小幅下滑。从发电量结构来看, 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。
- **财务费用降幅超预期, 投资收益平稳增长。** 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 7.76 亿元, 大幅超出预期 (市场普遍预期全年下降 6-8 亿元), 我们分析一方面来自债务总额下降, 另一方面是公司债务置换。公司 2024 年 6 月底债务总额较 2023 年 6 月底减少约 115 亿元, 但是从现金流量表来看, 公司 2023 年以来筹资性现金流长期“大进大出”, 债务置换显著降低利息支出。公司上半年权益法核算投资收益 25.6 亿元, 同比增长 20.55%, 与公司参股公司业绩表现基本一致。公司上半年营业外支出 3.84 亿元 (上年同期为 0.08 亿元), 是业绩的主要拖累项, 公告解释为捐赠支出与库区维修开支。
- **继续看好水电资产, 我们分析当前驱动水电公司股价上涨的更底层因素来自分母端, 市场对水电资产的绝对低协方差属性重新定价。** 从 DCF 模型出发, 权益资产的价格从根本上取决于盈利能力、无风险利率与风险溢价三个要素的组合, 其中后两者合称折现率 (必要收益率), 是影响宽基指数涨跌最重要的因素。我们可以将权益资产视为分红金额不固定的超长久期信用债, 权益资产的折现率可以分解为无风险收益率, 信用债收益率较无风险收益率的利差 (简称信用利差) 以及权益折现率较信用债收益率的利差三部分。此轮市场大级别回调始于 2020 年底, 截至 2024 年 6 月底, 10 年期国债收益率从 3.3%降至 2.3%, 收窄 1 pct, 10 年期 AA 级企业债收益率从 5.2%降至 3.0%, 信用利差从 1.9%降至 0.7%, 收窄 1.2 pct。无风险收益率与信用利差合计收窄 2.2 pct, 对权益资产构成显著利好, 但是宽基指数仍大幅回调, 说明对于市场整体而言, 权益收益率较信用债收益率的利差大幅走扩, 走扩幅度超过了 2.2 pct。
- 然而, 在权益资产内部, **不同资产基本面与宏观经济波动的相关程度不同**, 导致不同资产第三项利差的走扩幅度分化, 只要走扩幅度低于 2.2 个百分点, 这类权益资产就可以受益于无风险利率及信用利差收窄带来的利好, 从而享受“结构性的长牛”。对于水电而言, 由于“宏观经济波动不会影响降雨波动”, 因此在宽基指数风险溢价扩张的背景下, 水电风险溢价不存在扩张的基础。更进一步的, 根据市值和权益现金流倒算隐含折现率, 长江电力隐含折现率从 2020 年的大约 10%降到 2024 年 6 月的 7.1% (500 亿量级权益现金流/7000 亿市值), 下降 2.9 个百分点。由此计算长江电力隐含折现率较信用债的利差不仅没有扩张, 反而收窄 0.7 个百分点。综上, 水电上涨是由无风险收益率、信用利差以及权益较信用债利差三部分同时压缩带来的, 在当前市场风险偏好下, 我们分析水电板块仍然具备配置价值。
- **盈利预测与评级:** 结合公司中报数据, 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润分别为 339.94、357.42 和 374.23 亿元, 当前股价对应 PE 21、20、19 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 来水波动, 电价不及预期。

## 股价数据: 2024年9月2日

收盘价 (元) 29.71  
年内最高/最低 (元) 31.28/21.02  
总市值 (亿元) 7270

## 基础数据: 2024年6月30日

总股本 (亿股) 245  
总资产 (亿元) 5745  
净资产 (亿元) 2050  
每股净资产 (元) 7.92  
市净率 PB 3.92

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	52060	78112	86133	88004	88842
同比增长率 (%)	-6.44%	50.04%	10.27%	2.17%	0.95%
归母净利润 (百万元人民币)	21309	27239	33994	35742	37423
同比增长率 (%)	-18.89%	27.83%	24.80%	5.14%	4.70%
每股收益 (元人民币/股)	0.87	1.11	1.39	1.46	1.53
毛利率	57.3%	57.8%	59.5%	59.5%	59.8%
ROE (%)	11.49%	13.53%	16.07%	16.08%	16.03%
市盈率			21	20	19

**表 1：公司利润表预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	55646	52060	78112	86133	88004	88842
营业收入	55646	52060	78112	86133	88004	88842
营业总成本	28578	29012	49445	50565	50806	50238
营业成本	21113	22233	32943	34847	35602	35686
税金及附加	1164	1072	1602	1723	1760	1777
销售费用	150	165	192	215	220	222
管理费用	1360	1360	1363	1981	2024	1955
研发费用	39	90	789	100	100	100
财务费用	4751	4092	12556	11699	11099	10499
其中：利息费用	4803	4275	12738	11938	11338	10738
减：利息收入	117	167	239	239	239	239
加：其他收益	4	3	5	5	5	5
投资净收益	5426	4600	4750	5631	6181	6781
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2802	3534	4231	4831	5431	6031
公允价值变动净收益	335	-385	-163	0	0	0
资产减值损失	40	-268	-42	0	0	0
信用减值损失	-12	-10	-2	0	0	0
资产处置收益	14	-52	6	0	0	0
营业利润	32876	26936	33220	41204	43385	45390
加：营业外收入	30	2	81	100	0	0
减：营业外支出	497	625	888	888	888	888
利润总额	32409	26313	32413	40416	42496	44502
减：所得税	5924	4664	4457	5622	5856	6078
净利润	26485	21649	27956	34794	36640	38423
持续经营净利润	26485	21649	27956	34794	36640	38423
减：少数股东损益	212	340	717	800	898	1000
归属于母公司所有者的净利润	26273	21309	27239	33994	35742	37423

资料来源：ifind，华源证券研究

## 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

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。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。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，本公司均不承担任何法律责任。

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。

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。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。

## 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。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.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。

本报告采用的基准指数       ： 沪深 300 指数