

强烈推荐-A (维持)

长江电力 600900.SH

当前股价: 14.0 元
2017年05月04日

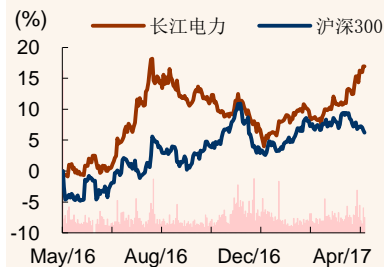
四库联调业绩增长, 高分红凸显投资价值

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	2200000
已上市流通股(万股)	974594
总市值(亿元)	3080
流通市值(亿元)	1364
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	16.5
资产负债率	56.2%
主要股东	中国长江三峡集团公
主要股东持股比例	57.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	5	17
相对表现	7	4	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《长江电力(600900)—2016 三季报点评: 四库联调配合来水偏丰, 债务结构持续优化业绩稳健》2016-10-31
- 2、《长江电力(600900)—2016 半年报点评: 财务费用大幅下降增厚利润, 资产并购带来跨越式发展》2016-08-31
- 3、《长江电力(600900)—来水偏丰, 业绩持续超预期》2016-07-27

朱纯阳
010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨
010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件 1:

2017年4月28日晚, 公司发布了2016年年报, 实现营业收入489.39亿元, 同比增长3.17%, 归属于上市公司股东的净利润207.81亿元, 同比增长13.97%; 实现基本每股收益0.9446元, 同比增长13.97%。

事件 2:

同时, 公司发布了2017年一季度报告, 实现营业收入78.55亿元, 同比增长0.26%, 归属于上市公司股东的净利润27.08亿元, 同比增长23.48%; 实现基本每股收益0.1231元, 同比增长23.48%。

评论:

1、公司2017年营收同比增长3.17%, 归属净利润同比增长13.97%

2016年公司实现营业收入489.39亿元, 同比增长3.17%; 营业成本192.38亿元, 同比增长6.21%; 归属净利润207.81亿元, 同比增长13.97%; 基本每股收益0.9446元, 同比增长13.97%。

营业收入小幅增长的原因是来水偏丰发电量有所增长但电价下调。2016年8月31日, 公司与中南方电网超高压输电公司签订《2016年度溪洛渡右岸电站购售电合同》, 约定2016年度合同电量为260.4亿千瓦时, 电价为0.3244元/千瓦时, 较去年价格0.3421元/千瓦时下调了0.0177元/千瓦时。2016年9月12日, 公司与国家电网公司签订了《2016年度向家坝水电站购售电补充协议》, 约定2016年度合同电量为300.5亿千瓦时, 电价为0.296元/千瓦时, 较去年价格0.3218元/千瓦时下调了0.0258元/千瓦时。2016年12月29日, 公司与国家电网公司签订了《2016年度溪洛渡左岸电站购售电补充协议》, 约定2016年度合同电量为265.7亿千瓦时, 电价为0.296元/千瓦时, 较去年价格0.3218元/千瓦时下调了0.0258元/千瓦时, 其中2016年送浙江落地侧50.76亿千瓦时的直接交易电量按照0.3551元/千瓦时结算。

2、四库联调配合来水偏丰, 并入川云公司2016年电量同比增长92.29%

2016年, 溪洛渡-向家坝梯级电站上游来水量约1370.83亿立方米, 较上年同期偏丰12.2%; 三峡-葛洲坝梯级电站上游来水量约4085.88亿立方米, 较上年同期偏丰8.2%。同时, 公司开展以溪洛渡为龙头、以三峡为核心的四级水库联合调度, 4座电站全部超设计发电量。公司2016年总发电量约2060.6亿千瓦时, 较上年同期(不含溪洛渡-向家坝梯级电站发电量)增加92.29%。其中, 三峡电站发电量935.33亿千瓦时, 同比增加7.5%; 葛洲坝电站发电量182.99亿千瓦时, 同比增加1.82%; 溪洛渡电站发电量610.03亿千瓦时, 向家坝电站发电量332.25亿千瓦时。

2016年，三峡电站年平均利用小时为4257.61小时，同比增加8.22%；葛洲坝电站年平均利用小时为7235.56小时，同比增加2.37%；溪洛渡电站年平均利用小时为4831.60小时，同比增加10.23%；向家坝电站年平均利用小时为5530.40小时，同比增加7.78%。

2017年第一季度公司总发电量约328.5亿千瓦时，较上年同期公告数据增长73%，主要是由于川云公司并表所致。其中，三峡电站完成发电量139.3亿千瓦时，较上年同期偏少10.6%；葛洲坝电站完成发电量31.8亿千瓦时，较上年同期偏少6.7%；溪洛渡电站完成发电量102.1亿千瓦时，较上年同期偏多13.4%；向家坝电站完成发电量55.3亿千瓦时，较上年同期偏多9.9%。

随着流域多级水电站的建设，“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四级电站联合调度的实现，其综合效益将逐渐凸显。

3、低利率周期发债优化债务结构，财务费用大幅降低促进营业利润增长

2016年，公司财务费用支出66.79亿元，同比降低21.02亿元，下降23.93%，而本年度营业利润222.77亿元，同比增长11.76亿元，财务费用对利润的增厚作用显著。财务费用的降低，一方面是由于公司充分利用债务融资工具，发债利率在全市场处于较低水平，募集部分低成本资金180亿元，加权发行成本3.14%。另一方面，15年调息累计也对财务费用的降低起到了一定的作用。

表1：2016年以来长江电力融资情况

发行日	项目	期限	发行总额（亿元）	利率
2016/10/12	第一期公司债券	10年	30	3.35%
2016/8/1	第二期中期票据	5年	40	3.12%
2016/6/15	第二期超短期融资券	270天	40	2.79%
2016/3/3	第一期超短期融资券	153天	40	2.64%
2016/1/13	第一期中期票据	5年	30	3.04%

但税收优惠政策的变动，对公司业绩的影响也较大。一方面，2016年至2017年，百万千瓦水电站的增值税即征即退政策从8%以上调整为12%以上，2018年增值税返还政策结束，对2016至2019年的营业外收入都将产生较大影响。另一方面，川云公司从2016年起进入所得税三免三减半政策的减半期，19年起所得税不再减半，因此所得税也有所增加，对利润产生一定影响。

4、度电指标分析

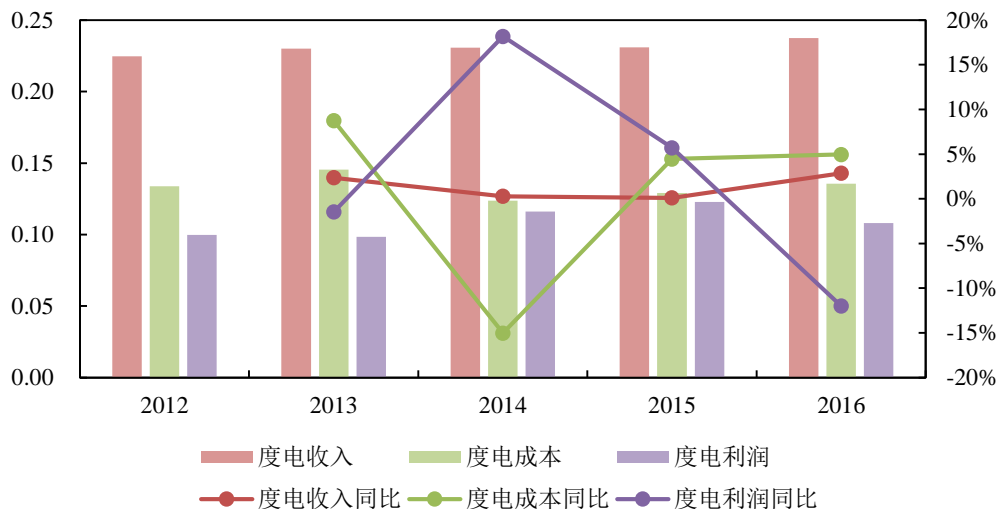
表2：长江电力度电指标分析

单位：元/千瓦时	2012	2013	2014	2015	2016
度电收入	0.225	0.230	0.231	0.231	0.237
同比		2.37%	0.29%	0.10%	2.86%
度电成本	0.134	0.145	0.124	0.129	0.136
同比		8.75%	-15.02%	4.46%	4.97%
度电利润	0.100	0.098	0.116	0.123	0.108
同比		-1.47%	18.17%	5.71%	-11.98%
度电管理费用	0.005	0.005	0.005	0.005	0.004
同比		12.74%	-16.62%	6.51%	-17.91%
度电财务费用	0.040	0.038	0.029	0.027	0.032

同比 -4.98% -23.93% -7.00% 19.39%

资料来源：招商证券

图1：长江电力度电收入利润分析



资料来源：招商证券

由上图可以看出，度电收入近五年来较为稳定，2016年在电价下调的情况下甚至略有增长，主要是由于川云公司并表，对应的上网电价高于三峡及葛洲坝电站所致。2016年度电成本变化小幅增长，而度电利润出现下滑，主要是由于2015年处置部分长期股权投资及可供出售金融资产，因此2016年投资净收益大幅下降。度电管理费用基本不变，此处由于2015年为调整前数据，度电财务费用并未体现出显著下降。

5、重大资产并购引爆新一轮增长，有望成为全球水电行业引领者

报告期内，公司完成川云公司100%股权收购，实现了对溪洛渡、向家坝电站的全资持有，收购完成后公司装机容量由2527.7万千瓦增长至4387.7万千瓦，增加比例为73.58%；核定全年发电量从1,039亿千瓦时增加至1,917.47亿千瓦时，增加比例为84.55%。溪洛渡、向家坝电站的发电量主送上海、浙江、广东等地，上网电价较高，公司在华东、华南电力市场的占有率进一步提高，市场竞争优势更加明显。随着2020年以后乌东德和白鹤滩电站的投产和注入公司，公司的装机规模将再次实现大幅跨越，装机容量从4387.7万千瓦增长至7207.7万千瓦，幅度高达64.27%。公司届时将拥有世界前12大水电站中的5座，有望再次带来公司的跨越式发展。

6、三峡集团举牌国投，增持三峡水利，水电平台优势凸显

自2016年12月8日至2017年3月13日下午15:00收市，长江电力及其一致行动人通过二级市场累计增持国投电力公司339,301,100股，约占公司总股本的5%。

表3：长电举牌国投详情

股东名称	增持方式	增持时间	增持价格 (元)	增持股数 (股)	增持比例 (%)
长江电力	集中竞价	2016.12.8-2017.1.4	6.60-6.86	128,920,388	1.90%
长江电力	集中竞价	2017.2.6-2017.3.13	6.84-7.13	189,652,312	2.79%
三峡资本	集中竞价	2016.12.6-2016.12.15	6.63-6.92	5,928,400	0.09%
三峡资本	大宗交易	2017.2.23	7.12	8,000,000	0.12%

长电资本	集中竞价	2016.12.5-2016.12.7	6.85-6.91	6,800,000	0.10%
合计				339,301,100	5.00%

资料来源：招商证券

三峡集团大幅增持国投电力股份，将有利于未来三峡集团旗下的水电站和国投电力旗下的水电站实现六库联调，发挥水电的梯级调度效应。

3月31日，公司受让重庆中节能持有三峡水利10.2%股权完成过户，截至三峡水利一季报，三峡集团通过长江电力、三峡资本和长电资本合计持股达到17.4%，三峡集团成为三峡水利第二大股东。三峡水利为地处重庆万州区的地方性电网企业，在产业链上处于长江电力下游。在电力体制改革环境下，长江电力下属两江长兴、当地涪陵聚龙电力、黔江乌江电力及三峡水利有望进行“四网融合”，共同打造“三峡电网”，大水电平台的资源优势将逐渐凸显。

7、稳定高分红方案凸显公司长期投资价值

收购完成后，公司修改了公司章程，约定对2016年至2020年每年度的利润分配按每股不低于0.65元进行现金分红，相对于12.08的增发价格，股息率为5.38%，相对于13.34的目前价格，股息率为4.87%；对2021年至2025年每年度的利润分配按不低于当年净利润的70%进行现金分红。

2016年公司拟派息157亿元，对应每股0.71元，派息率75%。其中，中国长江三峡集团公司、四川省能源投资集团有限责任公司和云南省能源投资集团有限公司以资产作价认购的35亿股，每10股派现6.5元；金沙江资产重组前公司老股东持有的165亿股和配套融资向七家战略投资者非公开发行的20亿股，按每10股派现7.25元，高于公司约定的分红，该分红价格对应当前股价的股息率为5.22%。

8、积极开展多领域投资，打造新的利润增长点

公司积极与中核和中广核建立战略合作伙伴关系，积极介入核电领域，逐步形成“水核互补”的清洁能源业务发展新模式，积极参与桃花江和中核霞浦核电项目以及中核集团核燃料产业的股权多元化工作。除此之外，公司现金流充沛，多领域多方向投资上市公司股权，持有湖北能源、广州发展、上海电力等公司股份，资本运作稳健积极，在加强公司抗风险能力的同时，为公司未来协同发展提供前瞻性布局。在海外项目方面，借助国家“一带一路”战略，紧跟三峡集团国际业务布局，迅速扩大海外电站技术咨询业务，为海外电站提供人员培训、电站运行检修等服务。此外，在2016年上半年，公司以全资子公司长电国际为主体，与中国三峡集团全资子公司三峡欧洲联合向黑石集团下属公司BCP Meerwind Cayman Limited收购其全资子公司BCP Lux公司100%股权，目前已完成交割，长电国际对BCP Lux持股30%，三峡欧洲持股70%。通过联合投资德国Meerwind海上风电项目，打通海外投融资渠道、积累海外投资管理和公司治理经验，助推公司发展再上新台阶。

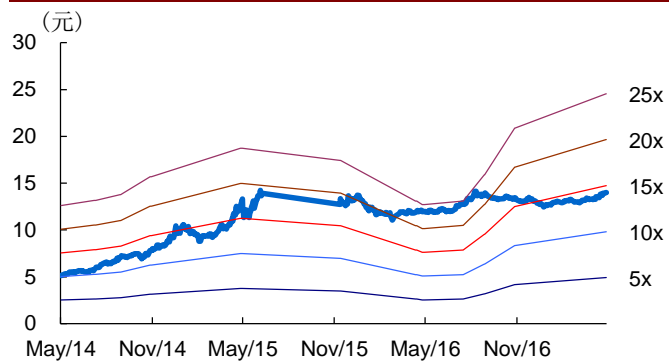
9、维持“强烈推荐”评级

考虑未来财务费用降低、税收政策变动，增值税返还政策结束后预期将有替代性的优惠政策，按照当前增值税返还比例继续减半测算，2017-2019年公司归属净利润分别为213.1、209.1、210.6亿元，对应EPS分别为0.97、0.95、0.96，对应当前股价（13.89元）的估值分别为14.4、14.7、14.6。此外，乌东德和白鹤滩电站预计于2020年左右投产，将再次带来跨越式发展，维持“强烈推荐”评级。

10、风险提示

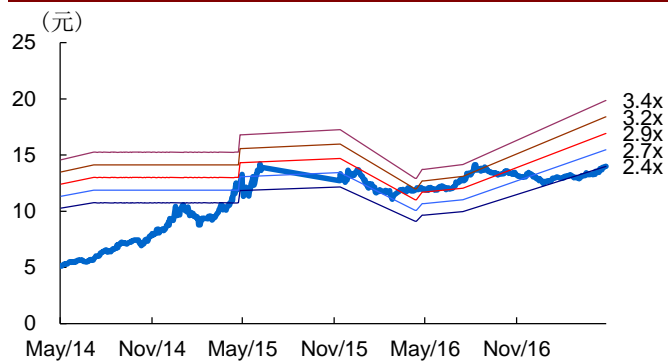
来水不及预期，税收优惠政策结束。

图 2：长江电力历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：长江电力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6095	9075	7880	7786	8145
现金	3856	3379	2247	2171	2522
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	109	87	86	86	86
应收款项	1648	3111	3069	3058	3061
其它应收款	62	666	661	659	660
存货	402	439	432	434	435
其他	17	1393	1384	1379	1381
非流动资产	135903	289820	428104	557447	678428
长期股权投资	11157	13097	13097	13097	13097
固定资产	118852	261782	400083	529441	650436
无形资产	66	168	151	136	122
其他	5828	14773	14773	14773	14773
资产总计	141998	298895	435984	565234	686573
流动负债	18648	62111	188879	308488	419839
短期借款	0	16300	160720	280314	391647
应付账款	143	146	147	147	148
预收账款	89	97	97	98	98
其他	18417	45567	27915	27929	27947
长期负债	31994	108258	108108	107958	107808
长期借款	12745	26852	26702	26552	26402
其他	19249	81406	81406	81406	81406
负债合计	50643	170369	296987	416446	527647
股本	16500	22000	22000	22000	22000
资本公积金	28549	44253	44253	44253	44253
留存收益	43571	58506	68817	78449	88428
少数股东权益	32	327	488	645	804
归属于母公司所有者权益	88620	124759	135069	144702	154681
负债及权益合计	139295	295455	432544	561793	683132

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	17717	38990	42899	50431	58006
净利润	11520	20781	21310	20913	21049
折旧摊销	6180	12319	16944	25885	34248
财务费用	2899	6723	5663	4703	3799
投资收益	(2211)	(1334)	(1268)	(1268)	(1268)
营运资金变动	(703)	374	81	32	12
其它	32	126	169	166	166
投资活动现金流	1353	(44230)	(153969)	(153969)	(153969)
资本支出	(460)	(2254)	(155237)	(155237)	(155237)
其他投资	1814	(41976)	1268	1268	1268
筹资活动现金流	(18329)	4070	109938	103462	96314
借款变动	(77639)	(64128)	126600	119445	111182
普通股增加	16163	5500	0	0	0
资本公积增加	27750	15703	0	0	0
股利分配	(169)	(8250)	(11000)	(11280)	(11070)
其他	15567	55245	(5663)	(4703)	(3799)
现金净增加额	742	(1170)	(1132)	(76)	351

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	24239	48939	48596	48418	48471
营业成本	9798	19238	19303	19354	19422
营业税金及附加	516	1074	1066	1062	1063
营业费用	5	8	8	8	8
管理费用	512	825	819	816	817
财务费用	2850	6679	5663	4703	3799
资产减值损失	(125)	106	106	106	106
公允价值变动收益	0	(66)	(66)	(66)	(66)
投资收益	2211	1334	1334	1334	1334
营业利润	12894	22277	22898	23636	24523
营业外收入	2050	2912	2930	1711	1711
营业外支出	17	34	34	34	34
利润总额	14928	25154	25794	25313	26200
所得税	3407	4216	4323	4242	4993
净利润	11520	20938	21471	21071	21207
少数股东损益	0	157	161	158	159
归属于母公司净利润	11520	20781	21310	20913	21049
EPS (元)	0.70	0.94	0.97	0.95	0.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	1577%	102%	-1%	-0%	0%
营业利润	39994%	73%	3%	3%	4%
净利润	86063%	80%	3%	-2%	1%
获利能力					
毛利率	59.6%	60.7%	60.3%	60.0%	59.9%
净利率	47.5%	42.5%	43.9%	43.2%	43.4%
ROE	13.0%	16.7%	15.8%	14.5%	13.6%
ROIC	10.0%	12.8%	7.3%	5.2%	3.9%
偿债能力					
资产负债率	35.7%	57.0%	68.1%	73.7%	76.9%
净负债比率	18.3%	20.3%	43.0%	54.3%	60.9%
流动比率	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
速动比率	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
存货周转率	8.0	45.7	44.3	44.7	44.7
应收帐款周转率	28.7	20.6	15.7	15.8	15.8
应付帐款周转率	43.8	133.1	131.6	131.6	131.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.70	0.94	0.97	0.95	0.96
每股经营现金	1.07	1.77	1.95	2.29	2.64
每股净资产	5.37	5.67	6.14	6.58	7.03
每股股利	0.50	0.50	0.51	0.50	0.51
估值比率					
PE	20.1	14.8	14.5	14.7	14.6
PB	2.6	2.5	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	39.1	20.7	18.8	15.8	13.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。