

强烈推荐-A (维持)

长江电力 600900.SH

当前股价: 14.98 元

2017年09月01日

财务费用下降业绩增长, 高分红凸显投资价值

基础数据

上证综指	3361
总股本(万股)	2200000
已上市流通股(万股)	1150594
总市值(亿元)	3296
流通市值(亿元)	1724
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	17.7
资产负债率	59.8%
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《长江电力(600900)——四库联调业绩增长, 高分红凸显投资价值》2017-05-04
- 2、《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
- 3、《长江电力(600900)——2016 半年报点评: 财务费用大幅下降增厚利

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

2017年8月30日晚, 公司发布了2017半年报, 实现营业收入192.90亿元, 同比降低3.88%, 归属于上市公司股东的净利润81.05亿元, 同比增长7.34%; 实现基本每股收益0.3684元, 同比增长7.34%。

评论:

1、公司2017年营收同比降低3.88%, 归属净利润同比增长7.34%

2017上半年公司实现营业收入192.90亿元, 同比降低3.88%, 归属于上市公司股东的净利润81.05亿元, 同比增长7.34%; 实现基本每股收益0.3684元, 同比增长7.34%。

营收下滑的主要原因是来水偏枯发电量同比下滑。二季度来水偏枯发电量同比降低, 第二季度长江上游溪洛渡水库来水总量235亿立方米, 较上年同期偏枯5.18%, 三峡水库来水总量为1038亿立方米, 较上年同期偏枯11.02%。公司第二季度总发电量约487.61亿千瓦时, 较上年同期减少6.60%。其中, 三峡电站完成发电量248.73亿千瓦时, 较上年同期减少10.86%; 葛洲坝电站完成发电量52.99亿千瓦时, 较上年同期减少2.97%; 溪洛渡电站完成发电量115.72亿千瓦时, 较上年同期增加0.33%; 向家坝电站完成发电量70.17亿千瓦时, 较上年同期减少3.99%。上半年累计发电量816.11亿千瓦时, 由于2016第一季度川云公司尚未并表, 去年同期公告发电量712.11亿千瓦时, 同比增长14.60%。若加上川云公司一季度的发电量, 2016上半年发电量为852.48亿千瓦时, 同比降低4.27%。

2016年公司各电站电价较2015年有所下调, 2017上半年上半年未发生市场化交易电量, 公司所属4座电站电价与去年基本持平。6月, 国家发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加, 合理调整电价结构的通知》, 要求各省市利用基金降低空间上调燃煤标杆电价, 与此同时公司通过协调落实溪向电价调整机制, 提高溪向电价。其中通过协调南方电网, 溪洛渡右岸送广东电价自7月1日起, 每千瓦时上调1.07分。通过协调国家电网, 向家坝送上海电量自7月1日起, 每千瓦时上调0.25分。下半年电价的上调也将在一定程度上增加公司收益。

2、债务结构优化财务费用下降, 投资收益增长大幅增厚利润

上半年, 公司强化资金管理, 通过压降头寸、盘活存量资金, 合理安排债务结构, 有效减少财务费用, 同时把握有利时机, 果断处置存量金融资产及长期股权投资, 大幅增厚了净利润。

2017 上半年, 公司财务费用支出 28.25 亿元, 同比降低 4.20 亿元, 下降 12.95%, 而本期营业利润 97.18 亿元, 同比增长 14.31 亿元, 财务费用对利润的增厚作用显著。财务费用的降低, 是由于公司在 2016 年抓住债券市场处于历史低位的机会, 充分利用债务融资工具, 滚动发行直接融资产品, 降低融资成本, 且发债利率在全市场处于较低水平, 2016 年共计募集部分低成本资金 180 亿元, 加权发行成本 3.14%, 并通过 10 年期公司债等融资产品锁定了长期低成本融资。此外, 2017 上半年, 公司处置存量金融资产及长期股权投资取得投资收益约 6.4 亿元, 也是公司业绩增长的主要原因之一。

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%

资料来源: 公司公告, 招商证券

3、度电指标分析

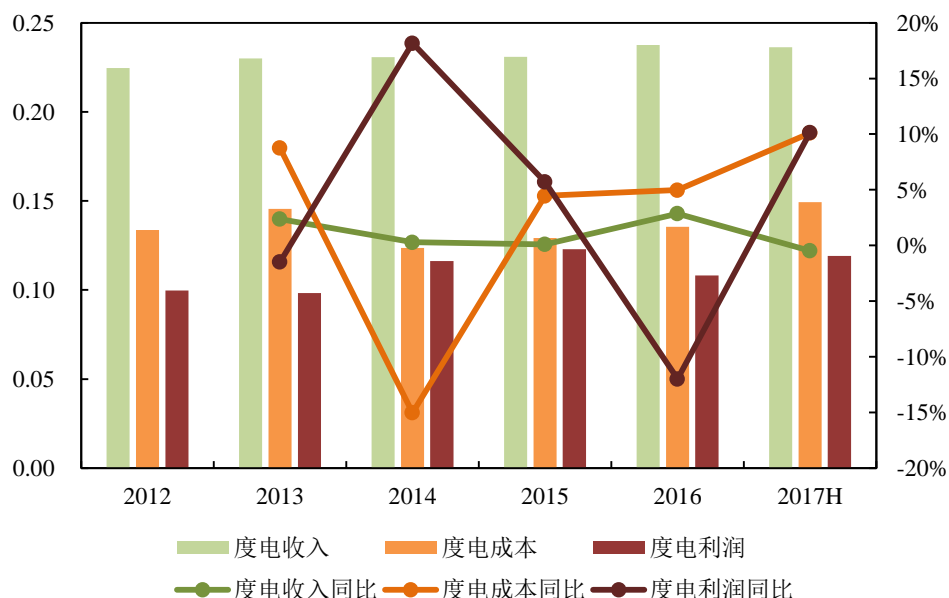
核算公司近五年及 2017 上半年的度电收入、度电利润、度电成本的变化情况, 如下表所示, 为方便比较, 2017 年上半年同比数据为相对 2016 年全年的增长率。度电收入近五年来较为稳定, 2016 年在电价下调的情况下甚至略有增长, 主要是由于川云公司并表, 对应的上网电价高于三峡及葛洲坝电站所致。2017 年度电成本有所上涨, 而度电利润在收入下滑成本上涨的情况下仍上涨 10.15%, 主要是由于 2017 上半年处置部分长期股权投资及可供出售金融资产, 投资净收益大幅增长。度电管理费用、度电财务费用变化不大。

表 2: 长江电力度电指标分析

单位: 元/千瓦时	2012	2013	2014	2015	2016	2017H
度电收入	0.225	0.230	0.231	0.231	0.237	0.236
同比		2.37%	0.29%	0.10%	2.86%	-0.48%
度电成本	0.134	0.145	0.124	0.129	0.136	0.149
同比		8.75%	-15.02%	4.46%	4.97%	10.10%
度电利润	0.100	0.098	0.116	0.123	0.108	0.119
同比		-1.47%	18.17%	5.71%	-11.98%	10.15%
度电管理费用	0.005	0.005	0.005	0.005	0.004	0.004
同比		12.74%	-16.62%	6.51%	-17.91%	-12.47%
度电财务费用	0.040	0.038	0.029	0.027	0.032	0.035
同比		-4.98%	-23.93%	-7.00%	19.39%	6.80%

资料来源: 公司公告, 招商证券

图1：长江电力度电收入利润分析



资料来源：公司公告，招商证券

4、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

2016年，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。

5、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：公司公告，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。

6、稳定高分红方案凸显公司长期投资价值

公司修改公司章程，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14.98的目前价格，股息率为4.33%；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。

7、积极开展新能源投资，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、电站运行检修等系统的服务。2016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。

8、配售电业务取得新进展，产业链进一步延伸

2016年，公司紧抓重庆电力体制改革试点机遇，通过“建设+并购”，公司配售电业务在重庆区域取得重大突破，成功实现从无到有、从起步到加速的跨越式发展，“发电-配电-售电”产业链延伸开局良好。2017上半年，重庆区域配售电业务进展顺利，建立了产权清晰、股权多元、制衡有效的法人主体和灵活高效的市场化管理机制。宜昌区域配售电业务有序推进，进一步盘活三峡区域供电资产，启动三峡坝区大数据中心建设，建成投运宜昌首个纯电动汽车充电站。公司还与葡萄牙电力公司在配售电等领域开展深入合作，取得了多项合作成果，并按照国际一流水准推进电力体制改革，在国际配售电业务领域锻炼队伍，打造核心能力。

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、电价小幅上调，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216.6、212.9、214.7亿元，对应EPS分别为0.98、0.97、0.98，对应当前股价（14.98元）的估值分别为15.3、15.4、15.3。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。

在上述测算的基础上，假设水电利用小时分别变动-5%、-3%、0%、3%、5%；平均上网电价分别变动-0.02 元、-0.01 元、0.00 元、0.01 元、0.02 元。分别对电价、利用小时对 2017 年 EPS 的影响进行敏感性分析，结果如下。

表4：2017年电价、利用小时敏感性分析

EPS	水电利用小时					
		-5%	-3%	0%	3%	5%
平均上网电价	-0.02	0.80	0.83	0.87	0.91	0.94
	-0.01	0.86	0.88	0.93	0.97	1.00
	0.00	0.91	0.94	0.98	1.03	1.06
	0.01	0.97	1.00	1.04	1.09	1.12
	0.02	1.02	1.05	1.10	1.15	1.18

资料来源：招商证券

表5：2017年电价、利用小时敏感性分析

EPS 变化率	水电利用小时					
		-5%	-3%	0%	3%	5%
平均上网电价	-0.02	-18.7%	-15.9%	-11.8%	-7.6%	-4.8%
	-0.01	-13.1%	-10.2%	-5.9%	-1.5%	1.4%
	0.00	-7.5%	-4.5%	0.0%	4.5%	7.5%
	0.01	-1.9%	1.2%	5.9%	10.6%	13.7%
	0.02	3.6%	6.9%	11.8%	16.6%	19.9%

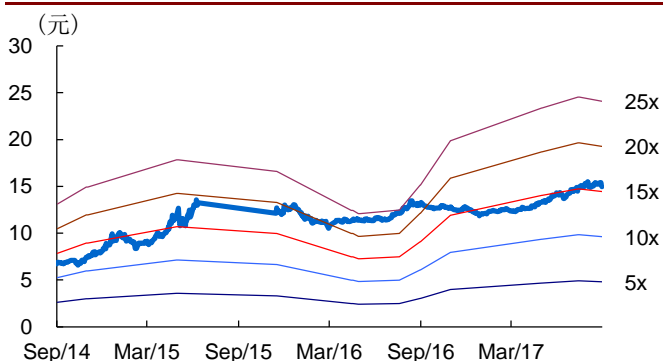
资料来源：招商证券

10、风险提示

来水不及预期，税收优惠政策结束。

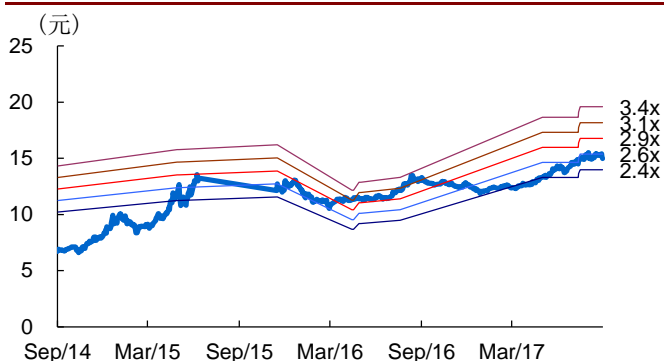
11、PE-PB Band

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	7841	17089	36535
现金	3856	3379	2241	11421	30856
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	109	87	86	87	87
应收款项	1648	3111	3050	3089	3095
其它应收款	62	666	657	666	667
存货	402	439	432	433	435
其他	17	1393	1376	1393	1395
非流动资产	135903	289820	273793	258803	244783
长期股权投资	11157	13097	13097	13097	13097
固定资产	118852	261782	245772	230797	216791
无形资产	66	168	151	136	122
其他	5828	14773	14773	14773	14773
资产总计	141998	298895	281634	275892	281318
流动负债	18648	62111	38861	28172	28192
短期借款	0	16300	10708	0	0
应付账款	143	146	147	147	148
预收账款	89	97	97	97	98
其他	18417	45567	27909	27927	27946
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	146969	136130	135999
股本	16500	22000	22000	22000	22000
资本公积金	31252	47693	47693	47693	47693
留存收益	43571	58506	64482	69419	74813
少数股东权益	32	327	490	651	813
归属于母公司所有者权益	91323	128199	134175	139112	144506
负债及权益合计	141998	298895	281634	275892	281318

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	17717	38990	42591	40794	39158
净利润	11520	20781	21664	21290	21466
折旧摊销	6180	12319	16944	15907	14937
财务费用	2899	6723	5622	4755	3853
投资收益	(2211)	(1334)	(1908)	(1268)	(1268)
营运资金变动	(703)	374	108	(49)	9
其它	32	126	162	160	161
投资活动现金流	1353	(44230)	992	352	352
资本支出	(460)	(2254)	(916)	(916)	(916)
其他投资	1814	(41976)	1908	1268	1268
筹资活动现金流	(18329)	4070	(44721)	(31966)	(20074)
借款变动	(15399)	(67226)	(23411)	(10858)	(150)
普通股增加	0	5500	0	0	0
资本公积增加	(76)	16441	0	0	0
股利分配	0	(5890)	(15687)	(16354)	(16072)
其他	(2854)	55245	(5622)	(4755)	(3853)
现金净增加额	742	(1170)	(1138)	9180	19435

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	48292	48916	49000
营业成本	9798	19238	19280	19348	19418
营业税金及附加	516	1074	1059	1073	1075
营业费用	5	8	8	8	8
管理费用	512	825	814	825	826
财务费用	2850	6679	5622	4755	3853
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	1974	1334	1334
营业利润	12894	22277	26222	25770	26682
营业外收入	2050	2912	34	34	34
营业外支出	17	34	34	34	34
利润总额	14928	25154	26222	25770	26682
所得税	3407	4216	4395	4319	5054
净利润	11520	20938	21827	21450	21628
少数股东损益	0	157	163	160	162
归属于母公司净利润	11520	20781	21664	21290	21466
EPS (元)	0.70	0.94	0.98	0.97	0.98

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	102%	-1%	1%	0%
营业利润	-5%	73%	18%	-2%	4%
净利润	-3%	80%	4%	-2%	1%
获利能力					
毛利率	59.6%	60.7%	60.1%	60.4%	60.4%
净利率	47.5%	42.5%	44.9%	43.5%	43.8%
ROE	12.6%	16.2%	16.1%	15.3%	14.9%
ROIC	10.3%	12.7%	15.4%	15.3%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	35.7%	57.0%	52.2%	49.3%	48.3%
净负债比率	18.3%	20.3%	13.3%	9.6%	9.4%
流动比率	0.3	0.1	0.2	0.6	1.3
速动比率	0.3	0.1	0.2	0.6	1.3
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	23.6	45.7	44.3	44.7	44.7
应收帐款周转率	14.0	20.6	15.7	15.9	15.8
应付帐款周转率	66.0	133.1	131.6	131.6	131.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.70	0.94	0.98	0.97	0.98
每股经营现金	1.07	1.77	1.94	1.85	1.78
每股净资产	5.53	5.83	6.10	6.32	6.57
每股股利	0.36	0.71	0.74	0.73	0.74
估值比率					
PE	21.5	15.9	15.2	15.5	15.4
PB	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	32.2	17.1	14.5	15.2	15.5

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，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，浙江大学金融学自动化双学位，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心电力及公用事业行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 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。

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。