

公司研究/首次覆盖

2017年09月11日

公用事业/电力 II

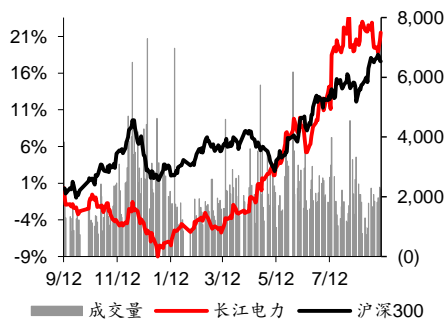
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 15.23  
合理价格区间(元): 18.9-19.5

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**张雪蓉** 021-38476737  
联系人 zhangxuerong@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 全球稀缺水电, 优质蓝筹价值之选

## 长江电力(600900)

### 稀缺标的, 价值之选

长江电力是全球最大的水电公司, 总装机容量 4,549.5 万千瓦, 占中国水电装机容量的 13.7%; 2020 年后乌东德和白鹤滩的投产和注入, 将带动公司装机规模将再上一个台阶。二级市场的投资者应当如何看待长江电力的股票, 是全球稀缺的水电资产? 是持续经营的现金牛? 还是永续债券? 本文从三个维度探索长江电力内含价值: 资产 (重置成本法)、现金 (DCF 估值法) 和股息 (股息收益率法和 DDM 估值法), 我们认为长江电力属于高分红低估值的典范, 长江电力股价在不考虑白鹤滩/乌东德资产注入的情况下目标价应该是 18.9-19.5 元, 对应当前股价至少还有 24% 的上涨空间, 是长期投资的价值之选。

### 维度一: 得天独厚的水电资产

相比其他电源, 水电具有清洁环保、安全稳定、价格低廉三大得天独厚的优势, 而长江电力拥有中国前三大水电站三峡、向家坝、溪洛渡以及葛洲坝, 均为国内稀缺水电资源。我们根据水电站造价 (不考虑开发权价值), 测算出长江电力水电资产重置成本为 4,565 亿元, 加上约 262 亿金融资产, 其重置成本在 4,827 亿元, 对应每股内含价值 18.9 元, 高于目前股价 24%。

### 维度二: 持续经营的现金牛

水电站的盈利模式很简单: 水流-电流-现金流。收入端: 利用小时波动取决于来水, 靠天吃饭难以预测, 但长期来看基本趋于稳定。费用端: 息税前利润率长期稳定在 50%-60% 且成本端 60% 左右来自折旧摊销, 公司自由现金流 (FCFF) 稳定充沛。基于此, 我们采用 DCF 算出: 长江电力的权益价值为 5,181 亿元, 对应每股权益价值为 23.6 元, 高于目前股价 55%。

### 维度三: 永续债券

长江电力将未来十年分红政策承诺写入公司章程, 2016 至 2020 年每股分红不低于 0.65 元, 2021 至 2025 年分红比例不低于 70%。据此我们通过 DDM 法估值得出结论: 总股息折现后合计 3,101 亿元, 对应每股内在价值为 14.1 元, 是股价的确定性支撑, 且股息率超越十年国债收益率。

### 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 18.9-19.5 元

受来水偏枯影响, 2017 年公司发电量可能出现 1% 左右下滑; 不考虑电价上调, 假设增值税政策维持不变, 净利润与 2016 年基本持平。预测公司 2017~2019 年 EPS 为 0.95/0.96/0.89 元。当前股价对应 2017~2019 年 PE 为 16.0/15.9/17.1 倍。综合三种绝对估值结果, 给出综合目标价 18.9 元 (三种估值结果平均值); 参考水电可比公司 2017 年平均 19.5 倍 PE, 公司作为水电龙头, 享有一定估值溢价, 给予 2017 年 20.0-20.5 倍 PE, 根据 PE 相对估值法, 给出目标价 19.0-19.5 元。估值下限采用绝对估值法的 18.9 元, 上限为 2017 年 PE 估值上限, 综合得出 2017 年目标价 18.9-19.5 元。

风险提示: 战争风险, 来水量低于预期, 政策风险, 经济风险, 自然风险。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	22,000
流通 A 股 (百万股)	11,506
52 周内股价区间 (元)	12.45-15.63
总市值 (百万元)	335,060
总资产 (百万元)	301,509
每股净资产 (元)	5.49

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	47,435	48,939	48,452	48,452	48,452
+/-%	76.35	3.17	(0.99)	0.00	0.00
归属母公司净利润 (百万元)	18,235	20,781	20,948	21,095	19,620
+/-%	54.14	13.97	0.80	0.70	(6.99)
EPS (元, 最新摊薄)	0.83	0.94	0.95	0.96	0.89
PE (倍)	18.37	16.12	15.99	15.88	17.08

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

全球最大水电，资产质量得天独厚.....	4
水电：清洁环保、安全高效、成本低廉.....	4
水电盈利模式：水电-电流-现金流.....	5
长江电力：优质水电，稳健成长.....	7
横向对比，当之无愧的水电龙头.....	13
围绕主业的战略投资：前瞻而稳健.....	14
一级市场：产业投资独具慧眼.....	14
二级市场：股权投资稳健有力.....	14
前瞻布局电力市场改革.....	15
如何估值：资产，现金，固定收益三维度.....	16
成本法：当前股价仍处低位.....	16
DCF 分析：估值远超当前市值.....	17
DDM 分析：高分红锁定，价值凸显.....	18
被低估的稀缺标的，未来或有 30% 的上涨空间.....	19
发电业务预测：发电量下降，电价回升.....	19
投资收益预测：参股公司稳健增长.....	20
盈利质量高，真实盈利高于报表所示.....	20
股价走势：长期跑赢大盘，未来超额收益仍存.....	22
盈利预测：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.9-19.5 元.....	23
PE/PB - Bands.....	24
风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1: 2016 年全国各电源发电量占比.....	4
图表 2: 2016 年全国各电源装机占比.....	4
图表 3: 2016 年全国各电源新增装机 (GW).....	4
图表 4: 2016 年全国各电源利用小时数 (小时).....	4
图表 5: 2015 年全国各电源厂用电率.....	5
图表 6: 上网电价水电具有竞价优势 (元/千瓦时) (2015 年).....	5
图表 7: 水电公司盈利模式图.....	5
图表 8: 水电成本剖析: 以长江电力 2016 年成本为例 (亿元).....	6
图表 9: 公司股权结构图 (截止 2017 年 6 月 30 日).....	7
图表 10: 资产注入带来业绩增长.....	7
图表 11: 长江电力资产注入情况.....	8
图表 12: 流域梯级联合调度.....	8
图表 13: 流域梯级联合调度.....	8
图表 14: 流域梯级联合调度带来发电量增加 (亿千瓦时).....	8
图表 15: 2016 年主营收入实现大幅增长 (亿元).....	9
图表 16: 2016 年净利润实现大幅增长 (亿元).....	9
图表 17: 公司控股装机容量 (万千瓦).....	9
图表 18: 公司机组利用小时 (小时).....	9
图表 19: 发电量变化情况 (亿千瓦时).....	10
图表 20: 电价变化情况 (元/千瓦时).....	10
图表 21: 公司上网电价情况.....	10
图表 22: 2012-2016 年公司折旧变化 (百万元).....	11
图表 23: 2012-2016 年公司财务费用变化 (百万元).....	11
图表 24: 长江电力近年来发债成本 vs 同期银行贷款利率.....	11
图表 25: 2007-2016 年 ROE 变化.....	12
图表 26: 2007-2016 年现金流变化 (亿元).....	12
图表 27: 公司 2016 年利润拆分测算 (亿元).....	12
图表 28: 母公司与川云公司净利率情况.....	12
图表 29: 长江电力将拥有世界十二大水电站中五座.....	13
图表 30: 水电企业 2016 年营收对比 (亿元).....	13
图表 31: 水电企业 2016 年 ROE 对比.....	13
图表 32: 投资收益明细 (百万元).....	14
图表 33: 2016 年末长期股权投资情况 (百万元).....	14
图表 34: 长江电力二级市场投资情况.....	15
图表 35: 设立配售电公司.....	15
图表 36: 电改政策及公司配售电领域布局.....	15
图表 37: 四座水电站成本法估值.....	16
图表 38: 参股资产成本法估值.....	16
图表 39: 自由现金流预测 (单位: 亿元).....	17
图表 40: 每股权益价值敏感性分析.....	17
图表 41: 长江电力股息收益率 vs 10 年国债收益率.....	18
图表 42: 未来股利预测.....	18
图表 43: 分部装机容量预测 (万千瓦).....	19
图表 44: 分部利用小时数预测 (小时).....	19
图表 45: 分部发电量预测 (亿千瓦时).....	19
图表 46: 投资收益预测 (百万元).....	20
图表 47: 长江电力 2017、2018 年净利润弹性测算-电价.....	20
图表 48: 长江电力 2017、2018 年净利润弹性测算-利用小时/利率.....	20
图表 49: 收入现金比率.....	21
图表 50: 盈余现金保障倍数.....	21
图表 51: 长江电力折旧细则.....	21
图表 52: 长江电力 2017/2018/2019 年折旧年限敏感性测算.....	21
图表 53: 长江电力近年股价走势 (截至 2017/9/10).....	22
图表 54: 分部收入成本预测 (百万元).....	23
图表 55: 可比公司估值表 (2017/9/10).....	23
图表 56: 长江电力历史 PE-Bands (采用未来 12 个月 EPS 计算).....	24
图表 57: 长江电力历史 PB-Bands (采用未来 12 个月 BPS 计算).....	24

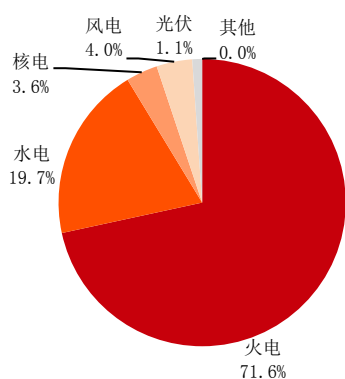
## 全球最大水电，资产质量得天独厚

长江电力是全球最大的水电公司，总装机容量4,549.5万千瓦，占中国水电装机的13.7%，是当之无愧的水电龙头。公司拥有中国前三大水电站三峡、向家坝、溪洛渡以及葛洲坝，均为国内稀缺水电资源，资产质量得天独厚。

### 水电：清洁环保、安全高效、成本低廉

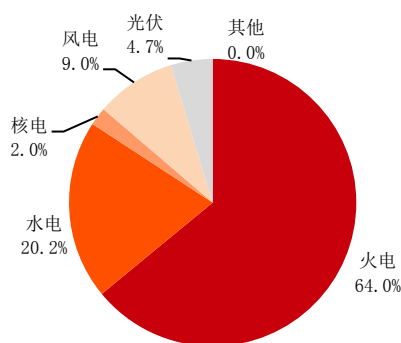
发电装机仅次于火电，具有比较优势。2016年，水电发电占全国各电源发电量的19.7%，水电装机占全国各电源装机的20.2%，仅次于火电。与其他电源发电相比，水电具有一系列的比较优势：与火电相比更为清洁环保；与核电、光伏、风电相比更为安全稳定；且是所有发电电源中成本价格最低廉者。

图表1：2016年全国各电源发电量占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

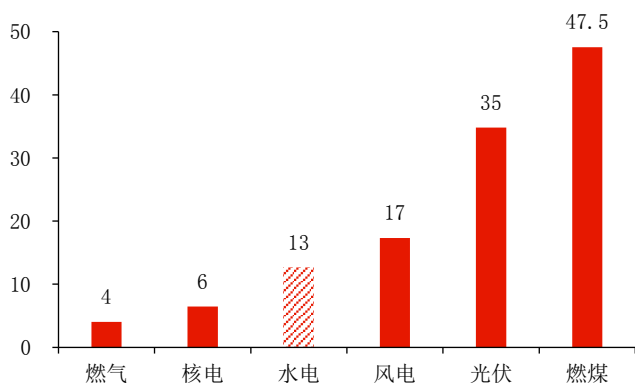
图表2：2016年全国各电源装机占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

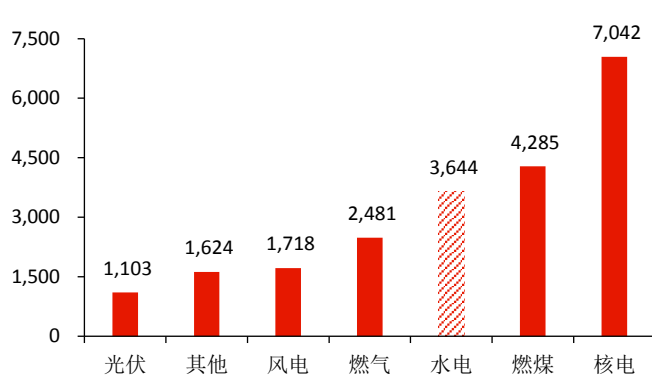
**1) 清洁环保：**水电属于可再生能源，是一种利用水流的位能差而产生的电能，不会像火电那样造成较大的化工能源消耗，对环境造成污染。

图表3：2016年全国各电源新增装机（GW）



资料来源：中电联，华泰证券研究所

图表4：2016年全国各电源利用小时数（小时）

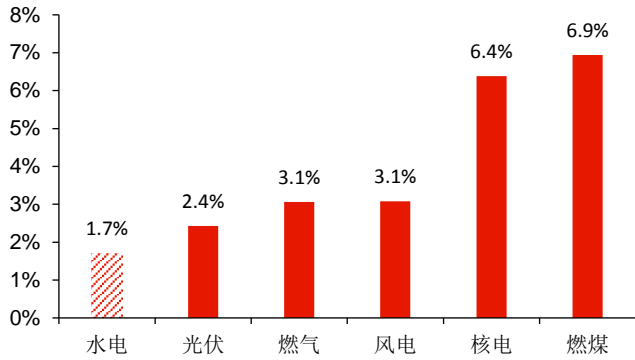


资料来源：发改委，国家能源局，华泰证券研究所

**2) 安全高效：**从安全性来看，水力发电的唯一安全考量是战争风险，电站遭袭，是小概率事件，相对于火电、核电，水电也是更为安全的选择。从稳定性来看，水电的利用小时优于风电、光伏，次于核电、火电，尽管水力发电受来水量不确定性的影响，但相对而言也是一种更为稳定的发电选择，也具有调峰性能，在调峰选择上仅次于火电。从高效性来看，水电厂用电率2015年仅为1.71%，是所有电源发电中最低者，发电上网利用效率更高。

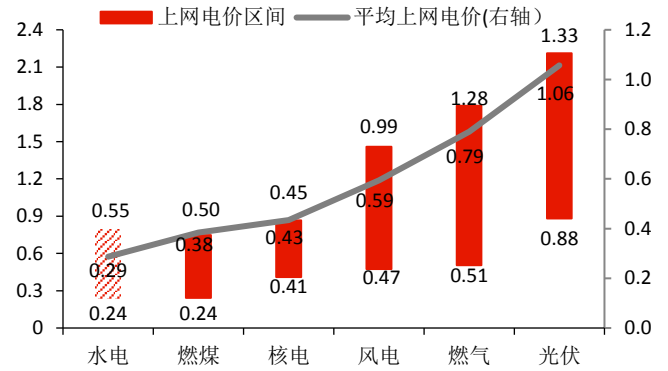
**3) 价格低廉:** 水电的成本主要来自前期的工程建设成本; 投运后, 成本主要来自折旧和财务费用, 相对来讲, 水电是所有发电电源中成本最低廉者, 并最终反映在上网电价上, 目前水电上网电价具有绝对的优势。

图表5: 2015年全国各电源厂用电率



资料来源: 中电联, 华泰证券研究所

图表6: 上网电价水电具有竞价优势 (元/千瓦时) (2015年)

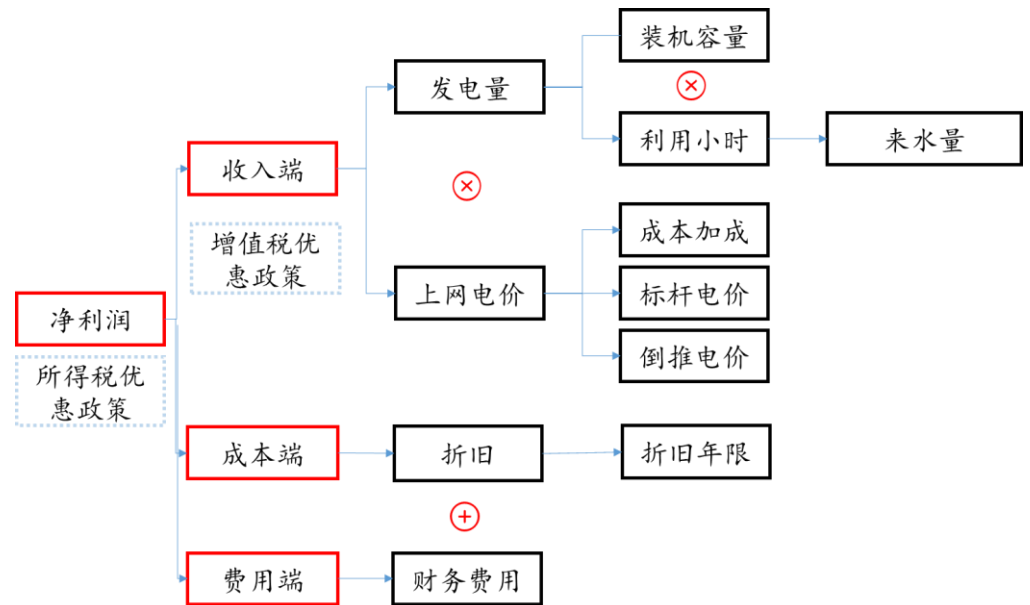


资料来源: 发改委, 国家能源局, 华泰证券研究所

### 水电盈利模式: 水电-电流-现金流

**收入端:** 水电企业的营收主要由发电量和上网电价决定。发电量取决于装机容量和利用小时, 利用小时数主要取决于来水量。水电上网电价的确定有三种方式: 一是成本加成定价, 二是省内上网电价实行标杆电价制度, 三是跨省区价格按照落地省份电价倒推。

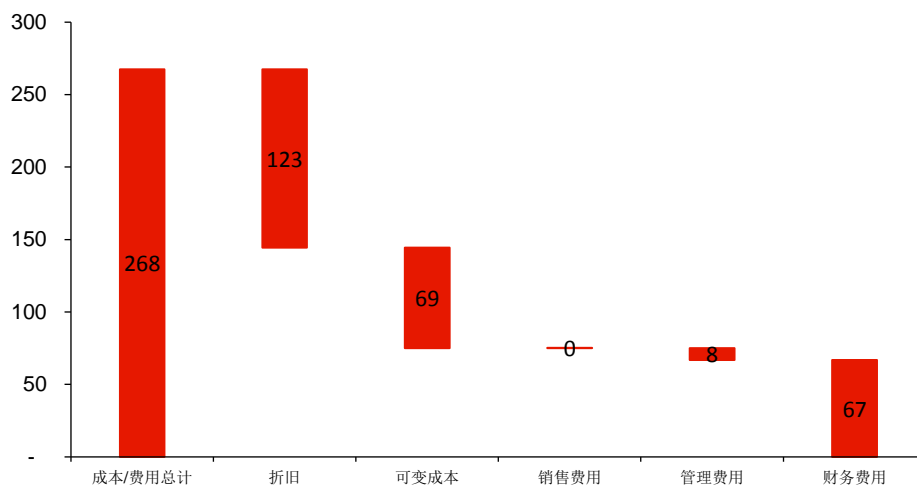
图表7: 水电公司盈利模式图



资料来源: 华泰证券研究所

**成本费用端：**水电企业的发电成本70%以上来自固定成本（50%折旧），可变成本主要由各项财政规费、材料费及人工成本等构成。

**图表8：水电成本剖析：以长江电力2016年成本为例（亿元）**



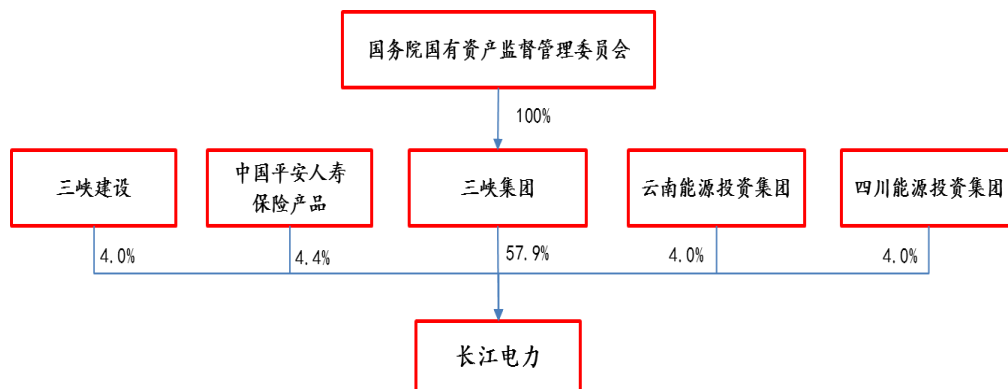
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**税收政策：**水电企业在收入端会享有一定的增值税优惠政策，在净利润层面可能会享有一定的所得税优惠政策，税收政策的变动会对企业的盈利产生较为重要的影响。以长江电力2016年的业绩为例，其2016年电力销售增值税返还28.71亿元，增值税优惠占税前利润的11%；子公司川云公司、高科公司享受15%所得税税收优惠，子公司长电国际享受16.5%所得税税收优惠，根据我们的测算，2016年所得税优惠约达10亿元，约占长江电力当年归母净利润5%。

### 长江电力：优质水电，稳健成长

公司于2002年由原葛洲坝电站改制成立，2003年上交所挂牌交易，是水力发电行业龙头，目前运营三峡电站、葛洲坝电站、溪洛渡电站、向家坝电站4座长江流域的梯级巨型电站；2016年实现发电量2,061亿千瓦时，占全国水电发电量的17.5%；总装机容量达4,549.5万千瓦，占全国水电装机的13.7%。控股股东为国务院直属的三峡集团，直接持有上市公司58%股权。

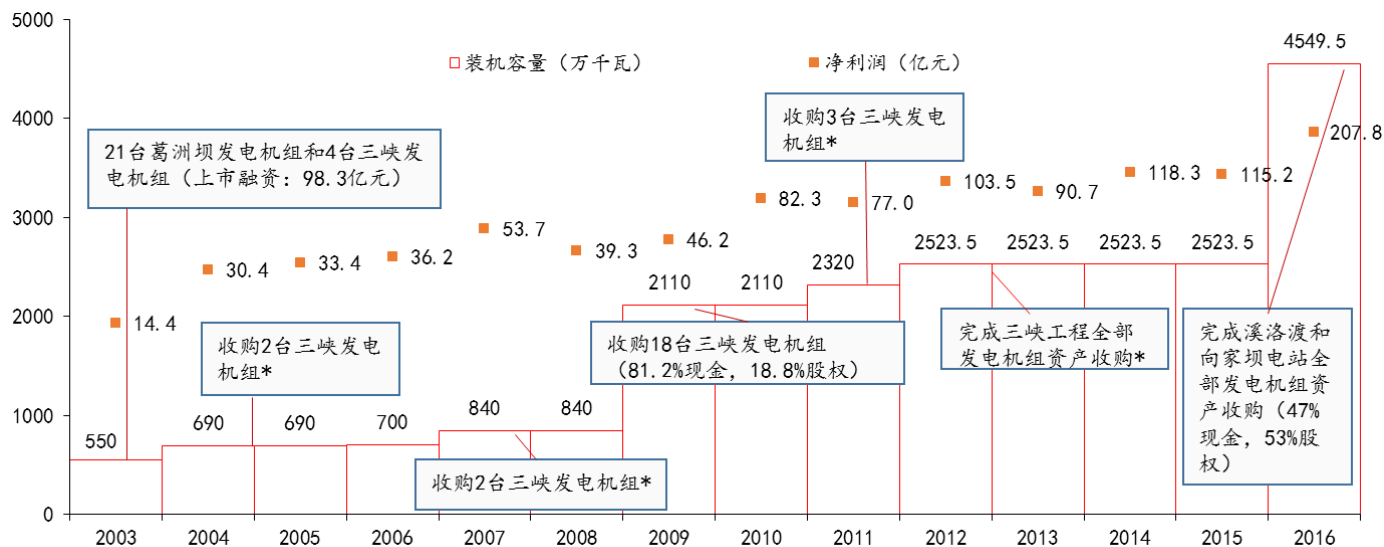
图表9：公司股权结构图（截止2017年6月30日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

上市以来通过资产注入实现稳健成长。上市以来，通过不断注入三峡电站的发电机组，公司控股装机持续增加，已由2003年的552万千瓦增加至2015年的2,528万千瓦，2016年完成对川云公司100%股权收购，溪洛渡、向家坝两座电站注入，带来新增装机2,026万千瓦，总装机容量达4,549.5万千瓦，成为全球最大水电上市公司，优质资产注入保障公司稳健成长。公司同时积极开展对外股权投资，目前持有参股股权29家，原始投资余额141.71亿元，截止2017上半年，公司新增对外股权投资37.47亿元。实现投资收益14.81亿元，完成年度预算（26亿元）的57%。

图表10：资产注入带来业绩增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所（注：\*表示采用100%现金方式支付交易对价）

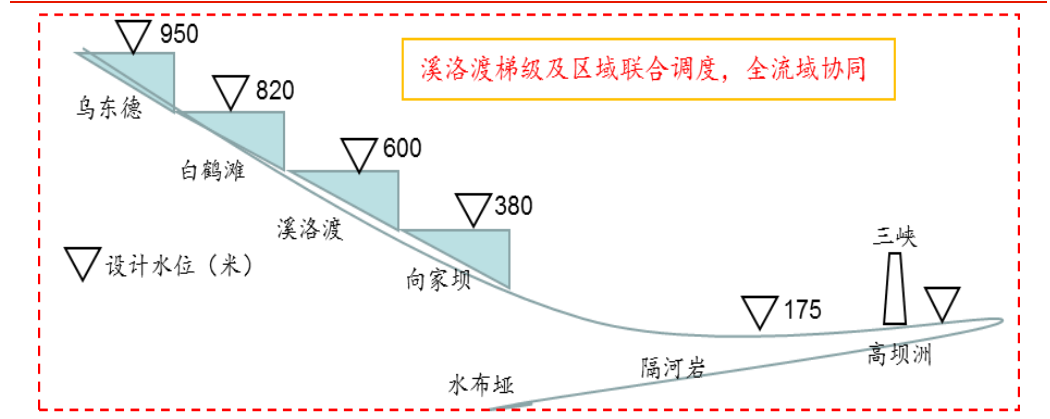
图表11: 长江电力资产注入情况

	控股装机		发电消纳地区	投运时间	资产注入时间	收购总价	
	(万千瓦)	所在地区				(亿)	注入形式
葛洲坝	273.5	湖北宜昌	华中	1981-1988年#1-21机组	1981-1988年	-	2002年改制
三峡	2,250	湖北宜昌	华中、华东、广东	2003-2008年#1-26机组 2011-2012年#27-32机组	2003-2012年	1,547	承接债务、发行股份及支付现金
溪洛渡	1,386	云南永善	广东、浙江	2013-2014年#1-18机组	2016年	797	发行股份及支付现金收购川云公司
向家坝	640	四川宜宾	上海	2013-2014年#1-18机组	2016年		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**流域梯级联合调度保障发电能力。**水力发电能力主要取决于来水量, 而来水量有“看天吃饭”的属性, 地域差异、来水不确定性及季节性波动将对公司发电能力造成重大影响, 对于单个水电站而言, 在汛期来水偏猛时, 需要进行泄洪, 造成水资源浪费。多级水电站的建设和联合调度是目前解决这一问题的最好方式之一, 多级水电站的库容更大, 对来水波动有调节作用, 有效蓄水会使得汛期弃水量大大减少, 同时提升枯期发电水头。

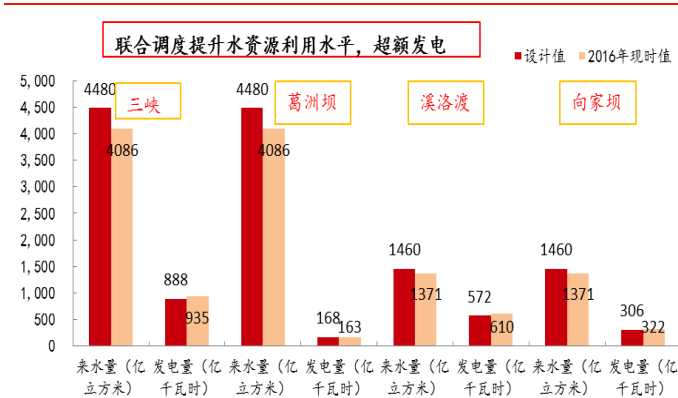
图表12: 流域梯级联合调度



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

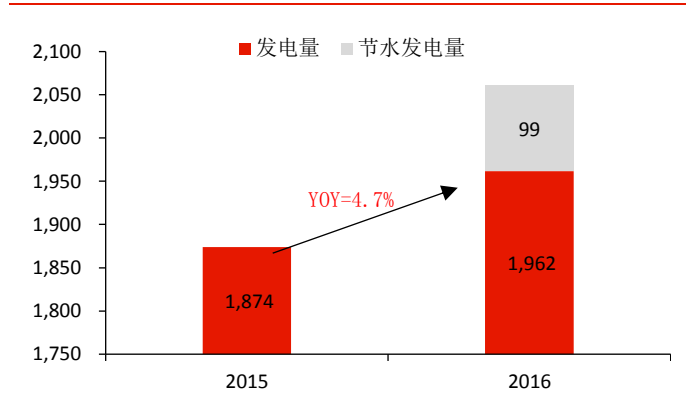
公司积极开展以溪洛渡为龙头、以三峡为核心的“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四级电站联合调度, 有效保障了公司的发电能力。2016年梯级电站综合效益显著, 成功应对长江流域1号洪峰, 累计拦蓄洪水122.7亿立方米; 枯水期保障下游航运及生态需求, 累计为下游补水278.8亿立方米; 4座电站全部超设计发电量, 全年累计发电首次超2000亿千瓦时, 节水增发电量99亿千瓦时。

图表13: 流域梯级联合调度



资料来源: 中电联, 华泰证券研究所

图表14: 流域梯级联合调度带来发电量增加 (亿千瓦时)

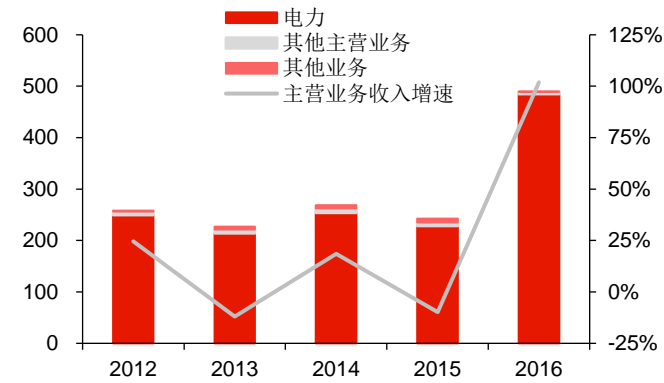


资料来源: 发改委, 国家能源局, 华泰证券研究所



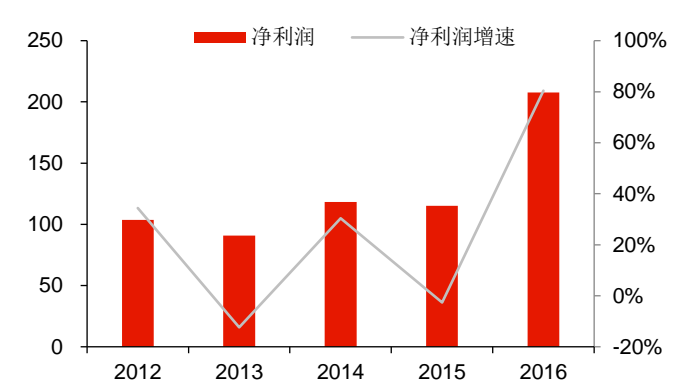
**经营业绩综述：**公司主营水力发电，并通过收购水电资产逐渐扩大公司在电力生产领域的投产规模，电力装机容量、发电量等生产指标增长态势良好。2012-2016年营收同比增速分别为24.6%、-12.0%、18.5%、-9.9%、101.9%；净利润同比增速分别为34.4%、-12.4%、31.6%、-2.6%、80.4%。公司业绩表现相对平稳，主要受电力需求、水电站来水及上网电价变化的影响。2016年公司实现营业收入489亿元，同比增长3.2%（重述后）；归属于上市公司股东的净利润208亿元，同比增长14.0%（重述后）。2016年公司营收小幅增长主要原因是2016年来水偏丰致发电量有所增长，但向家坝和溪洛渡外送电能结算电价出现下调。

图表15：2016年主营收入实现大幅增长（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16：2016年净利润实现大幅增长（亿元）



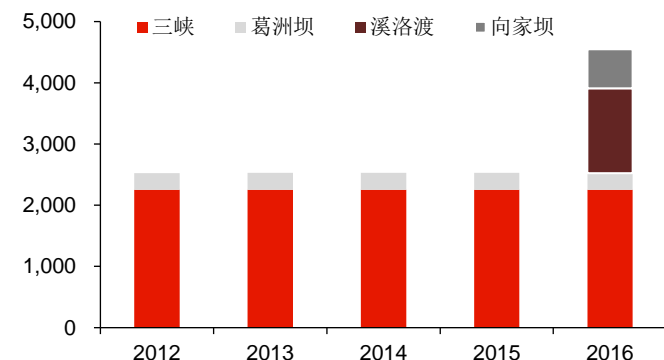
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**收入端：装机和利用小时决定发电量，发电量与电价决定收入，税收同样存在影响。**

**1) 资产注入增加控股装机。**2016年，公司完成溪洛渡、向家坝两座电站的注入，带来新增装机2,026万千瓦，总装机容量达4,549.5万千瓦。溪洛渡、向家坝水电站之后，大股东三峡集团旗下金沙江下游二期工程——乌东德、白鹤滩两座电站还处于建设期中，两座水电站装机容量共计2,620万千瓦，设计发电量共计1,029亿千瓦时，未来存在资产注入预期。

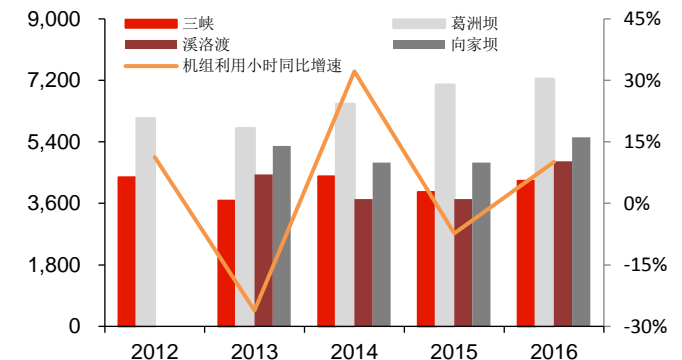
**2) 利用小时取决于来水，“靠天吃饭”难以预测，但长期来看整体机组利用小时基本稳定。**2016年，全年来水偏丰，配合“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四级电站联合调度得力，四大电站机组利用小时均实现正增长，三峡电站年平均利用小时为4,258小时，同比增加8.2%；葛洲坝电站年平均利用小时为7,236小时，同比增加2.4%；溪洛渡电站年平均利用小时为4,832小时，同比增加10.3%；向家坝电站年平均利用小时为5,530小时，同比增加7.8%。

图表17：公司控股装机容量（万千瓦）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

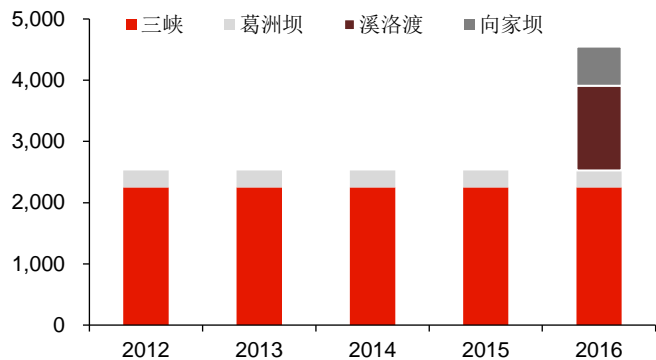
图表18：公司机组利用小时（小时）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

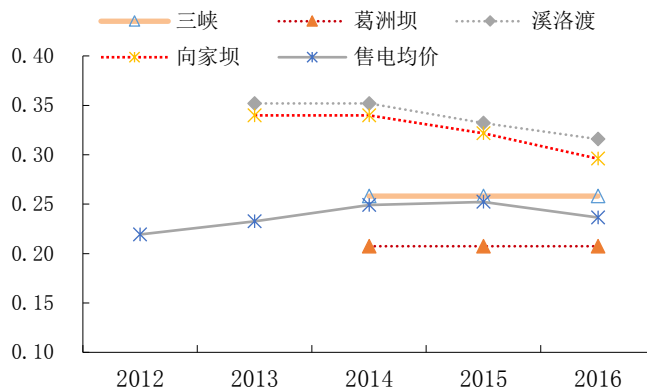
**3) 外送电消纳有保障, 装机与利用小时数增加, 发电量大幅增长。**公司拥有多个“西电东送”的骨干电源, 所发电力主要销往华中地区(湖北、湖南、河南、江西、重庆)、华东地区(上海、江苏、浙江、安徽)及广东省, 外送电能消纳有较强保障。2016年, 公司完成发电量 2,061 亿千瓦时, 同比增长 96.3%。其中三峡电站、葛洲坝电站、溪洛渡电站、向家坝电站分别完成发电量 935 亿千瓦时、183 亿千瓦时、610 亿千瓦时、332 亿千瓦时, 新增的两大电站发电量占总发电量的近一半, 公司资产规模和盈利能力得以显著提升。

图表19: 发电量变化情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 电价变化情况 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**4) 上网电价由售电合同决定, 不同落地区域存在差异。**2016年公司平均上网电价为 276.8 元/兆瓦时, 较 2015 年公司平均上网电价 (不含溪洛渡和向家坝水电站) 255.82 元/兆瓦时有所提升, 主要是是 2016 年并入的溪洛渡和向家坝水电站电价水平相对更高。三峡电站、葛洲坝电站落地电价与受电省市燃煤机组标杆电价相比仍处于较低水平, 具有一定的竞争优势。溪洛渡、向家坝电站电价按照国家发展改革委《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》确定的电价机制。当前我国水电平均上网电价对火电存在较强的竞价优势, 售电均价约为火电的 70%。未来随着市场化改革之后, 输配以外的竞争性环节电价放开, 水电企业将获得市场化的合理电价, 相较于当前, 平均电价水平将逐步提升。

图表21: 公司上网电价情况

发电厂	落地端	合同签订方	电价 (元/千瓦时)	执行日期
葛洲坝 (107.23 亿度以内)	华中	国家电网	0.195	2011 年 12 月 1 日
葛洲坝 (107.23 亿度以外)	华中	国家电网	0.225	2011 年 12 月 1 日
三峡	上海	国家电网	0.2705	2011 年 6 月 1 日
三峡	浙江	国家电网	0.2881	2011 年 6 月 1 日
三峡	江苏	国家电网	0.2443	2011 年 6 月 1 日
三峡	安徽	国家电网	0.2306	2011 年 6 月 1 日
三峡	湖北	国家电网	0.2506	2011 年 6 月 1 日
三峡	湖南	国家电网	0.2416	2011 年 6 月 1 日
三峡	江西	国家电网	0.2569	2011 年 6 月 1 日
三峡	河南	国家电网	0.2408	2011 年 6 月 1 日
三峡	重庆	国家电网	0.2309	2011 年 6 月 1 日
三峡	广东	南方电网	0.3130	2011 年 6 月 1 日
溪洛渡右岸	广东	南方电网	0.3244	2016 年 1 月 1 日
溪洛渡左岸	浙江	国家电网	0.296	2016 年 1 月 1 日
溪洛渡左岸 (直接交易)	浙江	国家电网	0.355	2016 年 1 月 1 日
向家坝	上海	国家电网	0.296	2016 年 1 月 1 日

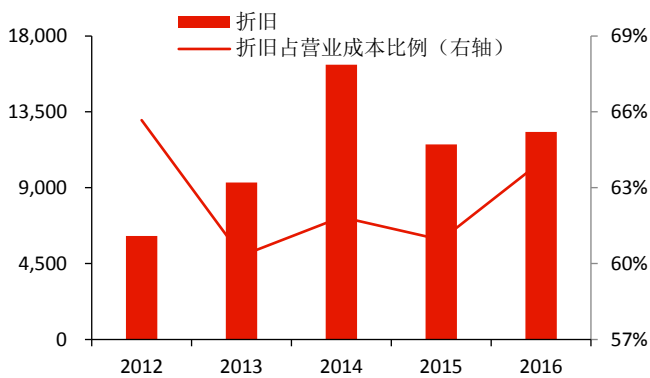
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**5) 增值税优惠政策变动对收入端影响较大:** 根据国家税务总局规定, 自 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日, 对百万千瓦水电站的增值税实际税负超过 8% 的部分实行即征即退政策; 自 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日, 对百万千瓦水电站的增值税实际税负超过 12% 的部分实行即征即退政策, 2018 年增值税返还政策结束; 经我们测算, 倘若增值税返还取消将会影响税前利润 12% 左右。但根据 2017 年 9 月 7 日国家能源局公布的 12 部委起草的光伏、风电等新能源企业减税征求意见稿, 单个项目装机容量 5 万千瓦及以上的水电站水力发电增值税税率按照 13% 征收; 装机容量超 100 万千瓦的水电站, 自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日, 对增值税实际税负超 12% 部分仍将实行即征即退。

**成本费用端: 折旧成本占比 60-65%, 财务费用占三费比例 90%。**

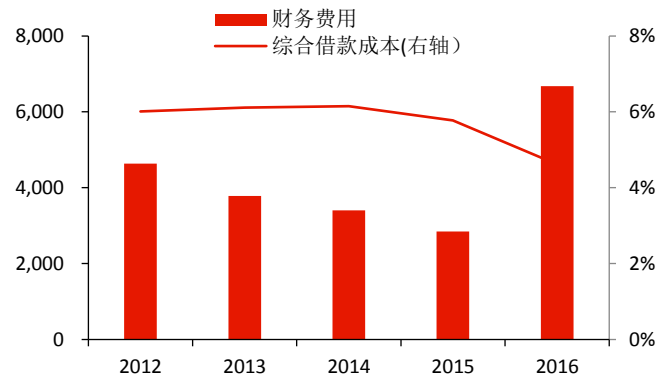
**1) 折旧占营业成本比例 60-65%。** 水电发电成本中占比最大的是固定资产折旧, 固定资产主要包括大坝和水轮发电机器。2016 年葛洲坝固定资产折旧完毕, 在 2029 年三峡折旧计提完之前, 成本端折旧总额都会保持在为 120-130 亿元左右的水平。根据行业经验, 一般来讲, 水电项目的实际寿命有望达 100 年以上, 长江电力的平均折旧年限为 27 年, 而在水电站运营后期, 固定资产折旧完毕, 折旧已经计提完毕, 营业成本将显著缩小, 水电站的盈利能力将更为明显。根据我们的测算, 若折旧年限在当前 27 年基础上延长 25 年, 则当前净利润将增厚 25% 左右。

图表22: 2012-2016 年公司折旧变化 (百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 2012-2016 年公司财务费用变化 (百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**2) 财务成本受市场利率影响。** 公司成本费用端主要由财务费用构成, 公司财务费用占三费比例在 90% 左右。财务费用随综合借款利率变动而变动: 2016 年, 公司财务费用为 66.8 亿元, 同比下降 23.9%, 主要原因是利率下降所致。公司财务成本控制较好, 发债成本低于同期银行贷款利率。

图表24: 长江电力近年来发债成本 vs 同期银行贷款利率

债券简称	债券类型	起息日	到期日	期限	发行规模 (亿)	票面利率	同期银行利率	利差 (bp)
14 长电 CP002	一般短期融资券	2014-08-14	2015-08-14	1 年	30	4.65%	6.00%	135
15 长电 SCP001	超短期融资债券	2015-03-27	2015-12-22	270 天	30	4.60%	5.35%	75
15 长电 CP001	一般短期融资券	2015-07-10	2016-07-10	1 年	30	3.10%	4.85%	175
15 长电 MTN001	一般中期票据	2015-09-14	2025-09-14	10 年	30	4.50%	5.15%	65
16 长电 MTN001	一般中期票据	2016-01-14	2021-01-14	6 年	30	3.04%	4.90%	186
16 长电 SCP001	超短期融资债券	2016-03-04	2016-08-04	153 天	40	2.64%	4.35%	171
16 长江电力 SCP002	超短期融资债券	2016-06-15	2017-03-12	270 天	40	2.79%	4.35%	156
16 长江电力 MTN002	一般中期票据	2016-08-02	2021-08-02	6 年	40	3.12%	4.90%	178
16 长电 01	一般公司债	2016-10-17	2026-10-17	10 年	30	3.35%	4.90%	155
17 长电 SCP001	超短期融资债券	2017-07-11	2018-04-07	270 天	35	4.37%	4.35%	(2)
17 长电 01	一般公司债	2017-07-11	2020-07-11	3 年	25	4.50%	4.75%	25
17 长电 SCP002	超短期融资债券	2017-07-13	2017-11-10	120 天	25	4.20%	4.35%	15

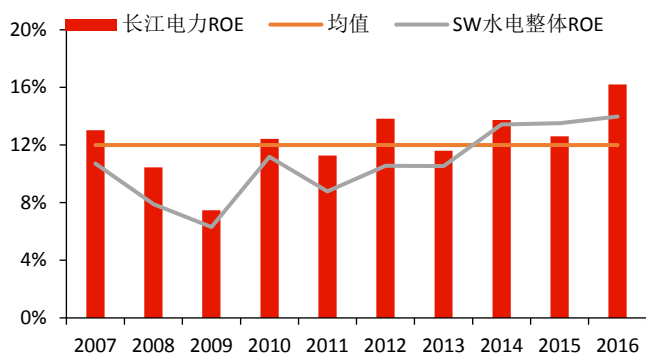
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**盈利质量凸出：ROE 高达 16%，现金流占收入比超 80%。**

**1) ROE 维持高水平。**从公司整体的盈利质量来看，受益于公司业务结构的优化和水电行业整体盈利前景较好，2007-2016 年的 ROE 一直保持在 12% 左右，高于行业平均值 9.9%，成熟水电成本刚性优势凸显，盈利质量优良。

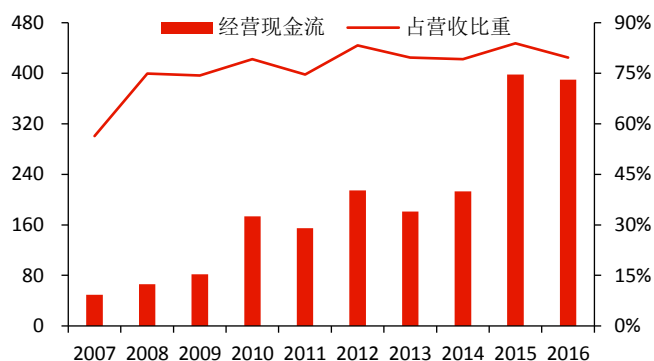
**2) 现金流稳定且充沛。**由于水电企业成本刚性特征，水电企业的现金流水平主要取决于收入端的电流，电流取决于水流。从长江电力的现金流水平来看，历年现金销售比均超 100%，经营现金流占收入比重长期维持在 80% 的水平。长远来看，公司的利用小时数将趋于稳定，电流有保障，促使总体现金流水平将依旧保持在高位，为未来持续高分红提供更加充足的现金流保障。

图表25： 2007-2016 年 ROE 变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

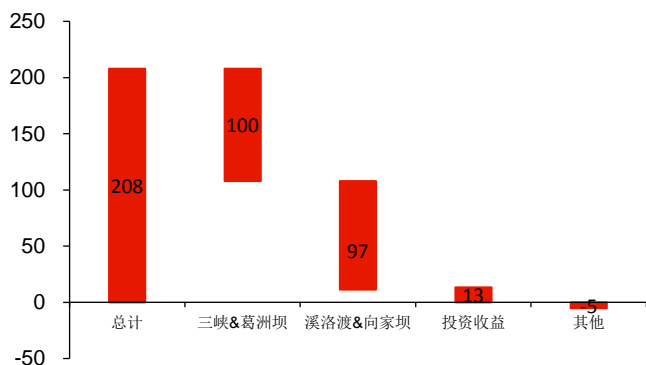
图表26： 2007-2016 年现金流变化（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

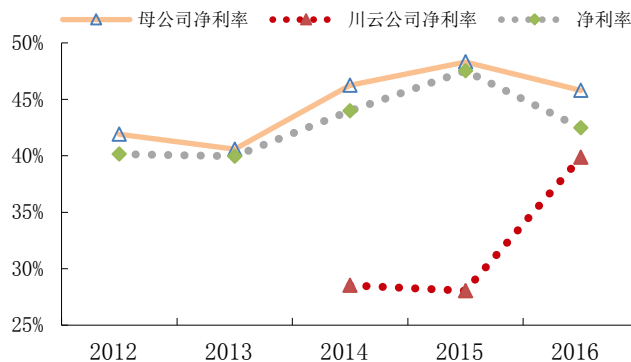
**四座水电站贡献主要利润，川云公司净利率低于整体净利率。**把 2016 年净利润拆分开来看，公司盈利主要来源为川云公司（贡献 97 亿元归母净利润）和母公司（贡献 113 亿元净利润）贡献，其中投资收益 13 亿元。川云公司由溪洛渡水电站和向家坝水电站盈利，母公司由葛洲坝水电站和三峡水电站贡献利润，川云公司和母公司的盈利水平也反映了四座水电站的盈利能力。由于川云公司旗下溪洛渡水电站和向家坝水电站 2013 年开始投产，初期净利率水平低于公司整体净利率水平；相对来讲，母公司旗下葛洲坝水电站和三峡水电站已经进入成熟期，盈利更为稳定，净利率水平也更高，2016 年净利率水平达 45.8%，高于公司整体 42.5% 的净利率水平。

图表27： 公司 2016 年利润拆分测算（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 母公司与川云公司净利率情况

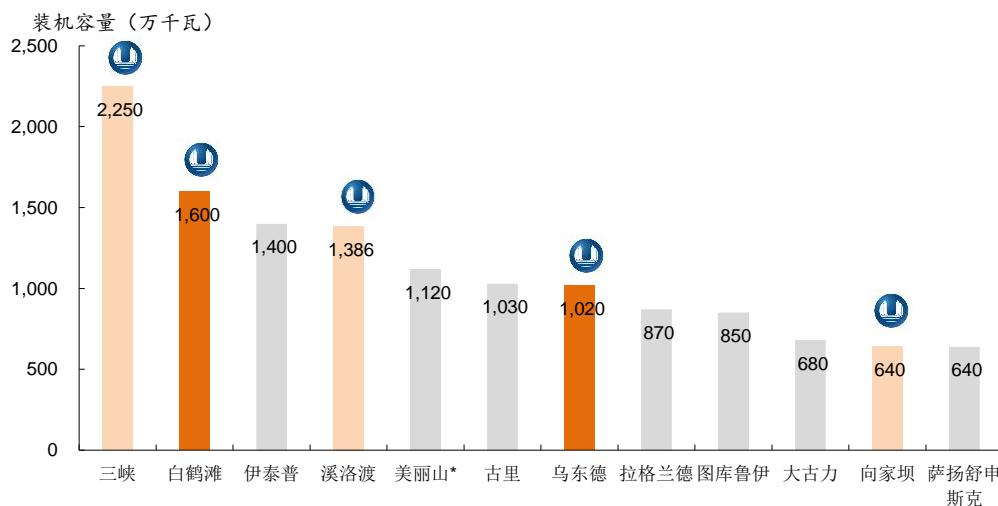


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 横向对比，当之无愧的水电龙头

我国河流众多，径流丰沛、落差巨大，蕴藏着丰富的水能资源。全国江河水能理论蕴藏量6.8亿千瓦，年发电量5.9万亿度；可开发的水能3.79亿千瓦，年发电量1.92万亿度，居世界第一。我国水能资源分布很不均匀，西南地区最多，占全国的67.8%。丰富的水能资源也促进了我国水电站的建设，主要分布在长江、金沙江、雅砻江等流域，这些水电站国内上市水电企业的优秀资产，而长江电力坐拥三峡电站、葛洲坝电站、溪洛渡电站、向家坝电站等长江流域4座梯级巨型电站，无疑是水电公司中的“巨人”。

图表29：长江电力将拥有世界十二大水电站中五座

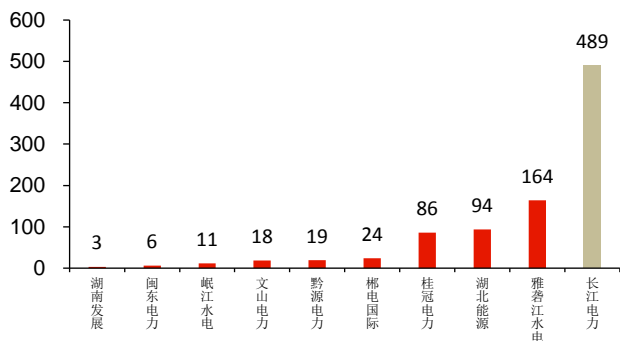


资料来源：北极星电力网，华泰证券研究所

**横向对比，营收规模遥遥领先。**公司2016年营收达到489.39亿元，是所有可比水力发电公司中最高者，远远领先于第二名湖北能源的163.98亿元，是当之无愧的水电龙头。

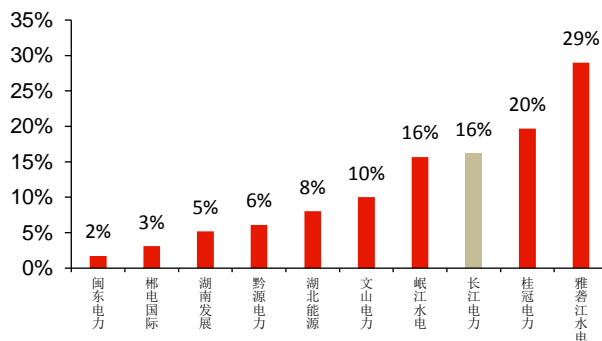
**横向对比，盈利能力属强者风范。**在电力行业公司盈利疲软背景下，水电企业盈利能力表现更佳，长江电力则是其中的典范代表。对比桂冠电力，黔源电力，郴电国际，文山电力，湖南发展，湖北能源，岷江水电，闽东电力等大型水电上市企业，长江电力16年ROE达到16%，位居所有可比水电企业第三。

图表30：水电企业2016年营收对比（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31：水电企业2016年ROE对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 围绕主业的战略投资：前瞻而稳健

公司利用水电企业现金流稳定充沛的特点，积极参与优质企业股权投资：一级市场上，公司积极参股湖北能源、广州发展、上海电力等优质电力企业，涉及水电、风电、火电、核电等多领域电力资产及电力能源；在二级市场上，长江电力增持国投电力，川投能源等优质水电公司股票。2016年，公司实现投资净收益13.34亿元，占公司归母净利润比重达6.4%，而其中比较重要的是来自权益法核算的长期股权投资收益、持有可供出售金融资产投资收益和处置可供出售金融资产等取得的投资收益。截至2017年上半年，长江电力持有参股股权29家，原始投资余额141.71亿元，上半年投资收益增加约6.4亿元。

图表32：投资收益明细（百万元）

	2014	2015	2016
<b>投资收益</b>	<b>1,066</b>	<b>2,211</b>	<b>1,334</b>
占归母净利润总额比重	9%	12%	6%
<b>权益法核算的长期股权投资收益</b>	<b>724</b>	<b>1,033</b>	<b>970</b>
湖北能源	367	378	458
三峡财务	122	180	187
湖北清能	72	138	146
广州发展	201	212	116
上海电力	156	126	94
处置长期股权投资	-19	582	
<b>持有可供出售金融资产投资收益</b>	<b>338</b>	<b>306</b>	<b>290</b>
处置可供出售金融资产等取得的投资收益	24	289	21

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 一级市场：产业投资独具慧眼

长期股权投资是长江电力获取投资收益的主要来源。2016年，公司对外投资公司属于长期股权投资的共计12家，2016年期末账面余额为130.97亿元，权益法核算投资收益为10亿元，占投资收益比重达73%，权益法核算的长期股权投资收益主要来自参股子公司，包括有上海电力、三峡财务、湖北能源、广州发展、湖北清能等公司。2017年上半年，公司对外投资公司属于长期股权投资新增三峡水利至13家，截止2017年6月30日，账面余额145.46亿元，上半年权益法核算投资收益为5.9亿元。

图表33：2016年末长期股权投资情况（百万元）

参股公司	期末余额	最新持股比例	权益法投资损益
桃花江核电	224		
上海电力	618	4%	52
三峡财务	1539	22%	192
湖北能源	5786	23%	470
广州发展	2405	12%	95
湖北清能	1520		134
重庆渝新	316		20
建银国际医疗保健	32		-1
建银国际医疗产业	305		17
湖北新能源	71		0
湖北龙腾园林	31		1
China Three Gorges Offshore Luxembourg	112		-21
其他	139		12
<b>合计</b>	<b>13097</b>		<b>970</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 二级市场：股权投资稳健有力

公司在二级市场持有川投能源、国投电力、建设银行等大量股票，在资产负债表中记为可供出售金融资产。2016年末，公司可供出售金融资产账面价值71.14亿元。截止2017年6月30日，公司可供出售金融资产账面价值增加至94.1亿元。这些股票如果卖出则可为公司带来处置可供出售金融资产投资收益，如果持有则可带来分红收益。

**图表34：长江电力二级市场投资情况**

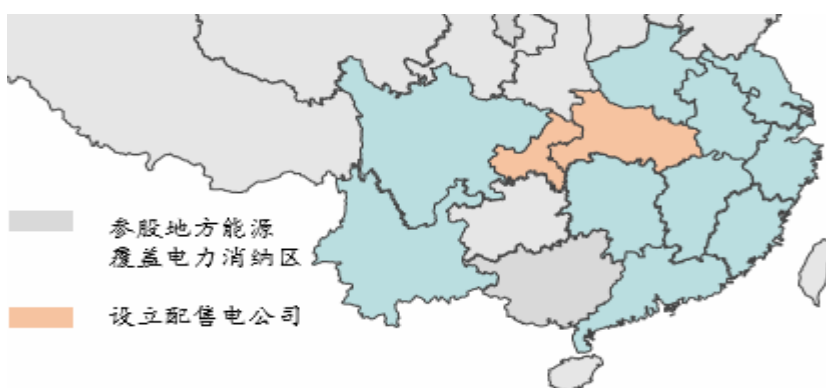
公司名称	持有数量(百万股)	持股比例	2017/9/9 股价(元/股)	当前股价对应市值(亿元)
川投能源	74	1.7%	9.7	7
国投电力	318	4.7%	7.5	24
建设银行	1,025	0.4%	6.7	69

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 前瞻布局电力市场改革

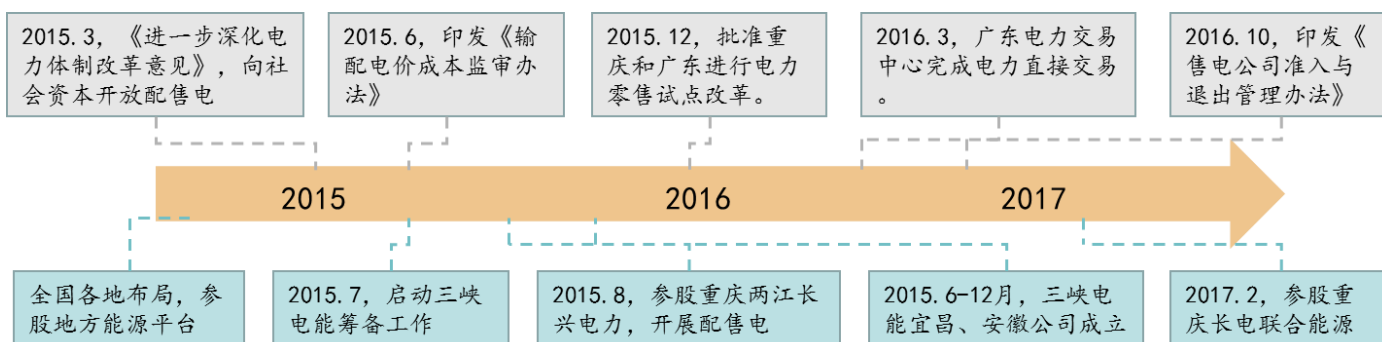
**积极向配售电领域拓展。**公司在主要的电力消纳市场，通过参股地方能源平台，合作设立配售电公司，布局配售电领域。公司在2015年9月和2016年7月先后组建了福建省配售电有限公司和三峡电能有限公司，在配电、售电的产业延伸实现实质进展，为电力市场化交易拓展新平台。

**图表35：设立配售电公司**



资料来源：北极星电力网，华泰证券研究所

**图表36：电改政策及公司配售电领域布局**



资料来源：北极星电力网，华泰证券研究所

## 如何估值：资产，现金，固定收益三维度

二级市场的投资者究竟应当如何看待长江电力的股票，是全球稀缺的水电资产？是永续经营的现金牛？还是永续债？本文从三个维度探索长江电力内含价值：资产（重置成本估值法）、现金（DCF估值法）和股息（股息收益率法和DDM估值法）

### 成本法：当前股价仍处低位

长江电力拥有的四座水电站早已建设完毕，进入稳定运营期。我们采用成本法对四座水电站进行评估，三峡水电站、葛洲坝水电站、溪洛渡水电站、向家坝水电站投资造价分别约为6874元/千瓦、5000元/千瓦、9429元/千瓦、9500元/千瓦，结合四座水电站在2016年底的装机容量，考虑物价指数的上升，得出CPI调整后平均造价，算得四座水电站的重置成本将达4,565亿元。

图表37：四座水电站成本法估值

	2016年装机(万千瓦)	权益比例	收购对价(亿元)	建成时造价(元/千瓦)	CPI调整后造价(元/千瓦)	重置成本(亿元)
三峡	2,250	100%	1,547	6,874	9,950	2,239
葛洲坝	274	100%	-	2,000	11,185	306
溪洛渡	1,386	100%	797	9,429	9,947	1,379
向家坝	640	100%	-	9,500	10,022	641
合计	4,549.5					4,565

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司参股的资产的重置成本估值。公司积极参与产业投资，在一级市场和二级市场的股权投资是公司资产的重要组成部分。保守来看，我们对这部分资产采取公允价值计量，对参股的上市公司当前价值以当前股价对应的市值计量，对非上市公司（三峡财务、湖北清能）参考公司账面价值（假设公允价值=账面价值）进行合理估算，得出公司参股资产的重置成本为262亿元。

图表38：参股资产成本法估值

代码	公司名称	持有数量(百万股)	持股比例	当前股价(2017/9/10)	当前价值(亿元)
600674.SH	川投能源	74	1.7%	9.69	7.2
600116.SH	三峡水利	132	13.3%	10.36	13.7
600886.SH	国投电力	318	4.7%	7.46	23.7
0939.HK	建设银行	1,025	0.4%	6.73	69.0
600021.SH	上海电力	55.85	2.6%	11.37	6.3
000883.SZ	湖北能源	1,667.21	25.6%	5.13	85.5
600098.SH	广州发展	341.87	12.5%	7.54	25.8
-	三峡财务		22.1%		15.4
-	湖北清能		43.0%		15.2
合计					261.9

资料来源：Wind，华泰证券研究所

成本法得出公司内在价值每股18.9元，当前估值仍处于低位。在考虑公司拥有的四座水电站和参股资产情况下，公司资产的重置成本将超过4,827亿元（其中水电站重置成本达4,565亿元，参股资产重置成本达262亿元）。通过重置成本倒推计算得出公司股权内含价值为4,151亿元，对应每股内含价值18.9元，高于目前股价24%。



### DCF 分析：估值远超当前市值

水电不同于 A 股的大多数企业，发电消纳有较强保障，稳态下收入可测，且成本刚性，后续现金流稳定充裕。且长江电力不承担水电站在建过程的资本开支，在不考虑 2020 年后资产注入的前提下我们做了以下 DCF 估值研判。

**假定条件：**基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定有效税率为 25%，目标权益资本比为 20%，贝塔系数为 0.6，无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 3.0%，风险溢价为 6.0%，债务资本成本为 4.4%，计算得出 WACC 值为 5.9%。

**DCF 估值结果：**在永续增长率为 0% 的假设条件下，未来现金流折现至 2017 年，得出长江电力的权益价值为 4,919 亿元。由于自由现金流折现中并未考虑公司在一级市场和二级市场的股权投资未来的收益，我们进一步对参股的上市公司当前价值以当前股价对应的市值计量，对非上市公司（三峡财务、湖北清能）参考公司账面价值进行合理估算，得出公司参股资产当前市场价值为 262 亿元。则 DCF 估值考虑公司的股权投资后，长江电力的权益价值为 5,181 亿元，对应每股权益价值为 23.6 元，高于目前股价 55%。

图表39：自由现金流预测（单位：亿元）

自由现金流预测	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	48,939	48,452	48,452	48,452	48,501	48,501	48,501	48,501	48,501	48,501
YoY	3.2%	-1.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润	27,794	27,366	27,286	27,207	27,165	27,084	27,004	26,924	26,844	26,763
YoY	0.9%	-1.5%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
息税后利润	22,875	22,522	22,457	20,422	20,390	20,330	20,270	20,210	20,149	20,089
+ 折旧及摊销	12,359	12,438	12,517	12,597	12,676	12,756	12,836	12,916	12,996	12,990
- 营运资金变化	154	157	697	170	161	161	161	161	370	401
- 资本支出	-2,231	-2,231	-2,231	-2,233	-2,233	-2,233	-2,233	-2,233	-2,233	-2,152
<b>自由现金流</b>	<b>31,259</b>	<b>32,804</b>	<b>32,820</b>	<b>31,405</b>	<b>30,923</b>	<b>30,934</b>	<b>30,954</b>	<b>30,974</b>	<b>30,993</b>	<b>31,221</b>

资料来源：华泰证券研究所

**敏感性分析：**我们对 WACC 和永续增长率做了一系列的敏感性分析，以便分析假设条件和永续增长率对企业价值的影响，我们看到，永续增长率在原始假设值的基础上上升 0.5%，就会使每股权益价值上升至 25.01 元，企业价值较原始估值上升 6.2%。而 WACC 在原始假设值的基础上上升 0.5%，就会使每股权益价值下降至 21.69 元，企业价值较原始估值下降 7.9%。

图表40：每股权益价值敏感性分析

每股权益价值（元）	永续增长率								
	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	
<b>WACC</b>	4.4%	24.29	25.66	27.29	29.24	<b>31.63</b>	34.63	38.50	43.70
	4.9%	22.47	23.61	24.93	26.50	<b>28.39</b>	30.70	33.61	37.35
	5.4%	20.90	21.85	22.95	24.23	<b>25.75</b>	27.57	29.81	32.62
	<b>5.9%</b>	<b>19.52</b>	<b>20.33</b>	<b>21.25</b>	<b>22.31</b>	<b>23.55</b>	<b>25.02</b>	<b>26.78</b>	<b>28.95</b>
	6.4%	18.31	19.00	19.77	20.66	<b>21.69</b>	22.89	24.31	26.02
	6.9%	17.24	17.83	18.49	19.24	<b>20.10</b>	21.10	22.26	23.63
	7.4%	16.28	16.79	17.36	18.00	<b>18.73</b>	19.56	20.52	21.65

资料来源：华泰证券研究所

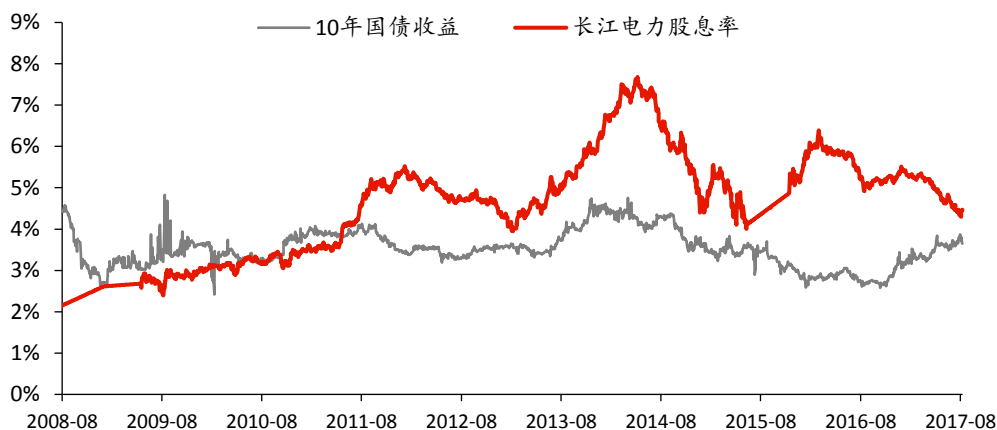
**结论：未来现金流稳定，DCF 估值远超当前市值。**作为纯水电企业，我们通过 DCF 测算的结果，长江电力的权益价值为 5,181 亿元，对应每股权益价值为 23.6 元，高于目前股价 55%，长期投资价值凸显。

### DDM 分析：高分红锁定，价值凸显

**高分红凸显公司投资价值。**根据最新公司章程，公司明确未来高分红政策，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；对2021-2025年每年度按每股不低于当年实现净利润的70%进行现金分红。以当前股价15.2元/股（2017年9月8日收盘价）计算，2017年分红收益率达4.1%。

**“类债券”投资属性，且超过10年国债收益。**对比长江电力股息率与10年国债收益率，自2012年开始，公司每年股息分红大幅增加，分红收益跑赢10年国债收益；2016年公司新的分红方案出台，股利进一步增加，长期超越10年国债收益。

图表41：长江电力股息收益率 vs 10年国债收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**假定条件：**无风险利率采用10年期国债到期收益率为3.0%；参考5年沪深300指数平均收益为9%左右，取风险溢价为6.0%；参考公司历史Beta值，取贝塔系数为0.6。计算得出权益资本成本为6.6%。

**DDM 估值结果：**采用两阶段股利增长模型，第一阶段为2017-2025年，假设2017-2025年派息率每年保持1%的增加，保证每股股利不低于0.65元；第二阶段为2025年以后，假设股利永续增长率为2%，未来股利折现至2017年，得出长江电力折现后总股息合计为3,101亿元，对应每股内在价值为14.1元。

图表42：未来股利预测

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
归母净利润(百万)	20,781	20,948	21,095	19,620	19,900	20,170	20,457	20,762	21,087	21,432
派息率(%)	64.5%	65.5%	66.5%	67.5%	68.5%	69.5%	70.5%	71.5%	72.5%	73.5%
股息(百万)	13,413	13,730	14,037	13,252	13,640	14,027	14,431	14,854	15,297	15,762
折现因子	1.000	1.000	0.938	0.880	0.826	0.774	0.726	0.681	0.639	0.600
折现后各年股息(百万)	13,413	13,730	13,168	11,662	11,260	10,862	10,484	10,122	9,779	9,452

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 被低估的稀缺标的，未来或有 30% 的上涨空间

### 发电业务预测：发电量下降，电价回升

**2017 年发电量小幅下降。**根据 2017 年一、二季度的发电量完成情况来看，2017 年上半年长江上游溪洛渡水库来水总量一季度较上年同期偏丰、二季度偏枯，三峡水库来水总量较去年同期偏枯，公司第一季度总发电量约 328.5 亿千瓦时，较上年同期公告数据偏多 73%，主要原因系完成三峡金沙江川云水电开发有限公司 100% 股权收购所致，第二季度总发电量约 487.6 亿千瓦时，较上年同期减少 6.6%。预计 2017 年全年由于厄尔尼诺现象结束，加之 2016 年基数效应，来水同比或出现一定幅度下滑，同时考虑到公司开展四库联调模式以加强蓄水和发电能力，可以抵消部分来水偏枯的影响。但整体来看，2017 年公司发电量会出现 1% 左右的下滑。

**煤电上网电价见底回升，对水电电价长期利好。**煤炭成本已经很难再回到 2016 年 5 月之前的低位，相应的火电上网电价上调只是时间和形式的问题，这在根本上消除了进一步压制水电电价的因素。我们的模型暂假设电价维持不变，敏感性测算显示：葛洲坝和向家坝的上网电价对公司整体利润影响相对较小，而三峡电站和溪洛渡电站上网电价每变动 0.01 元/千瓦时，归母净利润将分别变动 3% 和 2%。

图表43：分部装机容量预测（万千瓦）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
三峡	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250
葛洲坝	278	278	278	274	274	274	274
溪洛渡	840	1,260	1,386	1,386	1,386	1,386	1,386
向家坝	450	600	640	640	640	640	640

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44：分部利用小时数预测（小时）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
三峡	3,681	4,391	3,934	4,258	4,133	4,133	4,133
葛洲坝	5,799	6,508	7,068	7,236	6,581	6,581	6,581
溪洛渡	4,447	3,730	3,730	4,832	4,329	4,329	4,329
向家坝	4,797	4,797	5,530	5,156	5,156	5,156	4,797

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表45：分部发电量预测（亿千瓦时）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
三峡	828	988	870	935	930	930	930
葛洲坝	159	178	180	183	180	180	180
溪洛渡	112	495	517	610	600	600	600
向家坝	184	288	307	332	330	330	330

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 投资收益预测：参股公司稳健增长

公司投资收益占利润比重较大，而其中比较重要的是来自权益法核算的长期股权投资收益。我们对计入权益法核算的5家参股公司湖北能源、三峡财务、湖北清能、广州发展、上海电力，参考市场一致盈利预期，进行盈利预测。长江电力参股公司质地优良，湖北能源、广州发展、上海电力几家上市公司盈利稳健，预计未来贡献投资收益将稳步增长，增厚长江电力盈利。

图表46： 投资收益预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
投资收益	1,066	2,211	1,334	1,415	1,525	1,670
占利润总额比重	9%	12%	6%	8%	9%	10%
权益法核算的长期股权投资收益	724	1,033	970	1,033	1,124	1,249
湖北能源	367	378	458	546	591	682
三峡财务	122	180	187	195	205	214
湖北清能	72	138	146	154	164	174
广州发展	201	212	116	111	111	116
上海电力	156	126	94	27	54	63
其他	342	1,178	364	382	401	421

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利质量高，真实盈利高于报表所示

**利润稳定性高。**我们从上网电价、利用小时数、借款利率三个维度对长江电力下属4个大型水电站分部进行了2017年、2018年净利润弹性测算，发现其业绩弹性相对较小。葛洲坝和向家坝的上网电价和和利用小时的变化对公司整体利润影响相对较小，而三峡电站和溪洛渡电站上网电价每变动0.01元/千瓦时，归母净利润将分别变动3.0%和1.9%；利用小时每变动1%，归母净利润将分别变动0.8%和0.7%；而在融资成本方面，综合借款利率每变动10个bp，净利润将变动0.6%。综合来看，上网电价、利用小时数和借款利率的变动对公司业绩影响相对较小，公司当前较高的盈利水平未来有望持续。

图表47： 长江电力 2017、2018 年净利润弹性测算-电价

净利润弹性	三峡（分）		葛洲坝（分）		溪洛渡（分）		向家坝（分）	
	+1	-1	+1	-1	+1	-1	+1	-1
2017年	+3.0%	-3.0%	+0.6%	-0.6%	+1.9%	-1.9%	+1.1%	-1.1%
2018年	+3.0%	-3.0%	+0.6%	-0.6%	+1.9%	-1.9%	+1.1%	-1.1%

资料来源：华泰证券研究所

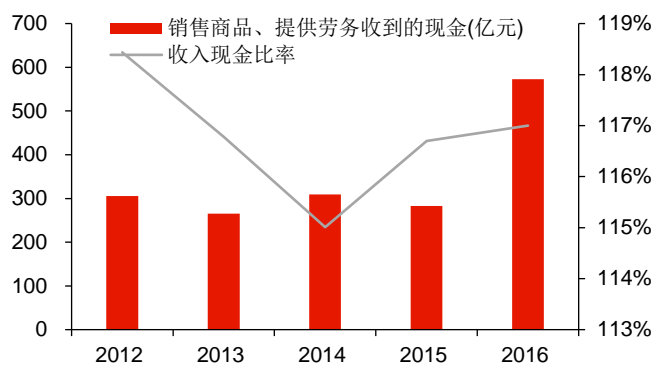
图表48： 长江电力 2017、2018 年净利润弹性测算-利用小时/利率

净利润弹性	三峡		葛洲坝		溪洛渡		向家坝		利率（bp）	
	+1%	-1%	+1%	-1%	+1%	-1%	+1%	-1%	+10	-10
2017年	+0.8%	-0.8%	+0.1%	-0.1%	+0.7%	-0.7%	+0.3%	-0.3%	-0.6%	+0.6%
2018年	+0.8%	-0.8%	+0.1%	-0.1%	+0.7%	-0.7%	+0.3%	-0.3%	-0.6%	+0.6%

资料来源：华泰证券研究所

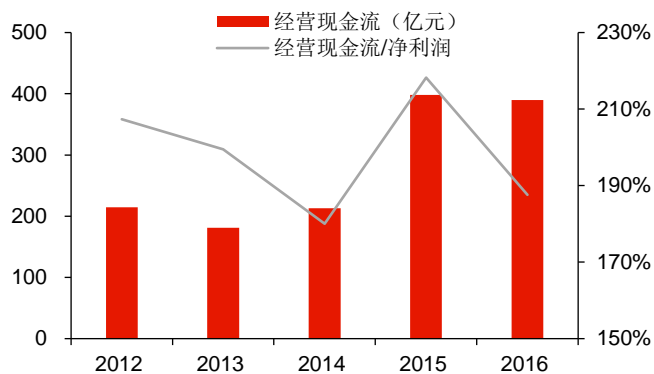
**现金保障系数高。**从收入现金比率的角度来看，该比率2012-2016年一直大于1倍，收入现金比率是剔除了应收账款对公司带来的风险的情况下，从现金流入的角度反映销售收入的实际情况，长江电力收入现金比率维持在115%-118%，反映了其盈利质量较好。从**盈余现金保障倍数**来看，长江电力盈余现金保障倍数2012-2016年在180%-218%之间波动，盈余现金保障倍数从现金流入和流出的动态角度反映了企业当期净利润中现金收益的保障程度，长江电力盈余现金保障倍数维持在2倍左右，远大于1倍，体现了其利润可靠性较高，具有较强的派现能力。

图表49: 收入现金比率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表50: 盈余现金保障倍数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**固定资产实际使用年限大于折旧年限。**长江电力固定资产主要包括大坝, 水轮机, 辅助建筑以及设备等, 占比重最大的是大坝和水轮机。固定资产中, 使用时间长, 维护费用低的资产约占 75%。

图表51: 长江电力折旧细则

类别	折旧方法	折旧年限	残值率	年折旧率
挡水建筑物	年限平均法	40-60年	-	1.67-2.5%
房屋及建筑物	年限平均法	8-50年	0-3%	1.94-12.5%
机器设备	年限平均法	5-32年	0-3%	3.03-20%
运输设备	年限平均法	3-12年	0-3%	9.70-33.33%
电子及其他设备	年限平均法	3-12年	0-3%	8.08-33.33%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**固定资产折旧造成隐藏利润, 真实盈利水平高于报表所示。**根据 2016 年综合折旧率 3.7% 计算, 长江电力平均折旧年限为 27 年, 我们对长江电力水电站折旧年限进行敏感性分析。如果折旧年限调整延长 5/10/15/20/25 年, 则 2017 年净利润将增长 8%/15%/19%/23%/26%, 2018、2019 年净利润也会同样出现大幅增加。前文已经提到, 长江电力的固定资产使用年限大于折旧年限, 则当前会计处理折旧政策会造成隐藏利润, 长江电力的真实盈利水平应该高于当前财务报表所示。

图表52: 长江电力 2017/2018/2019 年折旧年限敏感性测算

	+5年	+10年	+15年	+20年	+25年
2017年净利润(亿元)	8%	15%	19%	23%	26%
2018年净利润(亿元)	8%	14%	19%	22%	25%
2019年净利润(亿元)	8%	14%	19%	22%	25%

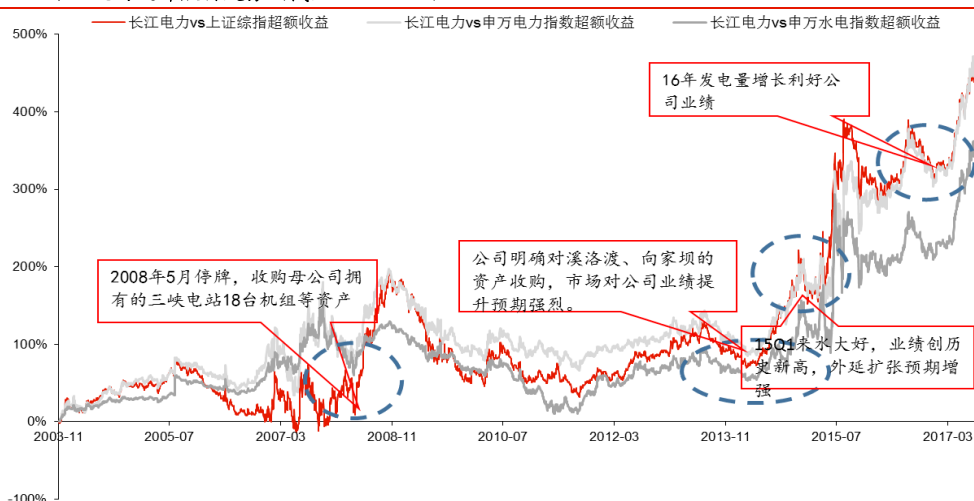
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 股价走势：长期跑赢大盘，未来超额收益仍存

**历史复盘：**公司作为水力发电行业龙头，属于高分红低估值的投资稀缺标的，叠加业绩预期向好，推动股价持续上涨，长期跑赢上证综指。回顾公司从2010年以来相对于上证综指和电力指数的超额收益，主要有4次主要的超额收益加强时间点，主要是资产注入预期和发电增长预期。具体说来：

- **第一次**在2008年5月，公司以增发股份、现金等形式收购母公司拥有的三峡电站18台机组等资产，停牌一年时间，期间上证指数大跌。
- **第二次**在2014年初，公司明确对川云公司的收购，溪洛渡、向家坝水电站资产注入预期将强，对公司业绩增长支撑预期确定性加强。
- **第三次**是2015年5月，公司15年一季度来水大好，业绩创同期历史最高值，同时外延扩张预期加强，两项利好刺激，市场对业绩增长预期加强。
- **第四次**是在2017年初，公司先后发布2016年年度业绩预告和年度报告，资产注入落地带来装机和发电量大幅增加，业绩大增，同时公司修改章程锁定未来高分红，低估值高分红，价值投资属性凸显。

图表53：长江电力近年股价走势（截至2017/9/10）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**短期来看**，影响股价的因素是来水量、电价。来水量属于“靠天吃饭”，难以预测；电价由发改委下达，根据输送地区煤电标杆电价确定。

**长期来看**，公司盈利模式稳定，拥有资产优质，现金流充裕，高分红“类债券”属性凸出，且存在2020年后白鹤滩/乌东德资产注入预期，预计未来公司股价可能仍然存在较高的超额收益。

### 盈利预测：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.9-19.5 元

受今年来水偏枯影响，2017年公司发电量和售电量全年可能出现1%左右的下滑；全年综合上网电价有望随落地端电价上调（溪洛渡、向家坝）。在不考虑电价上调的情况下，假设增值税政策维持不变，全年净利润与2016年基本持平。我们给予公司2017~2019年EPS为0.95/0.96/0.89元，BPS为6.17/6.50/6.76元的盈利预测。当前股价对应2017~2019年PE为16.0/15.9/17.1倍，PB为2.47/2.34/2.25倍。综合以上三种绝对估值结果，给出综合目标价18.9元（三种估值结果均价）；参考水电可比公司2017年平均19.5倍PE，公司作为水电龙头，享有一定估值溢价，给予2017年20.0-20.5倍PE，根据PE相对估值法，给出目标价19.0-19.5元。估值下限采用绝对估值法的18.9元，上限为2017年PE估值上限，综合得出2017年目标价18.9-19.5元。

图表54：分部收入成本预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,131	47,688	48,887	48,400	48,400	48,400
同比增速	61.5%	-2.9%	2.5%	-1.0%	0.0%	0.0%
电力	48,249	46,981	48,494	48,007	48,007	48,007
其他主营业务	882	706	393	393	393	393
其他业务	627	709	52	52	52	52
营业成本	26,374	19,002	19,238	19,198	19,278	19,358
同比增速	70.8%	-27.9%	1.2%	-0.2%	0.4%	0.4%
电力	25,132	17,845	18,985	18,945	19,025	19,105
其他主营业务	695	548	246	246	246	246
其他业务	546	609	7	7	7	7

资料来源：Wind，华泰证券研究所

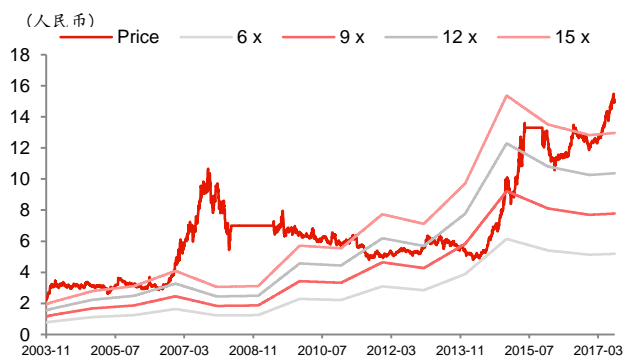
图表55：可比公司估值表（2017/9/10）

公司名称	股票代码	股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
				2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
郴电国际	600969.SH	15.0	3,957	29.5	26.4	n.a	n.a	n.a	n.a
桂冠电力	600236.SH	6.2	37,714	15.2	13.1	2.2	2.0	15%	15%
湖北能源	000883.SZ	5.1	33,383	15.7	14.5	1.4	1.3	9%	9%
文山电力	600995.SH	11.7	5,575	22.0	19.9	3.1	2.8	14%	14%
黔源电力	002039.SZ	16.6	5,073	15.2	14.1	2.4	1.4	16%	10%
平均值			17,140	19.5	17.6	2.3	1.9	13%	12%
中间值			5,575	15.7	14.5	2.3	1.7	14%	12%
长江电力	600900.SH	15.2	335,060	16.3	16.2	2.3	2.2	14%	14%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

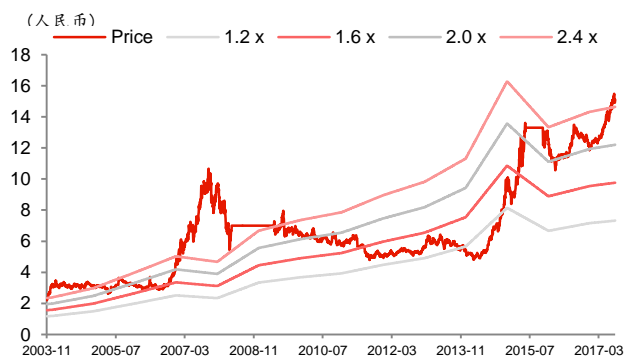
**PE/PB - Bands**

**图表56: 长江电力历史 PE-Bands (采用未来 12 个月 EPS 计算)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表57: 长江电力历史 PB-Bands (采用未来 12 个月 BPS 计算)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**风险提示**

1. 战争风险, 来水量低于预期;
2. 宏观经济发展放缓风险;
3. 行业供应下降风险;
4. 自然灾害风险。



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,256	9,075	25,886	43,715	60,371
现金	4,530	3,379	20,390	38,279	54,997
应收账款	2,964	3,111	3,080	3,080	3,080
其他应收账款	126.40	665.94	659.32	659.32	659.32
预付账款	10.03	34.52	34.45	34.59	34.74
存货	507.10	438.88	277.42	216.38	155.34
其他流动资产	119.48	1,446	1,445	1,445	1,445
非流动资产	296,261	289,820	279,692	269,485	259,199
长期投资	11,157	13,097	13,097	13,097	13,097
固定投资	124,098	273,721	261,782	251,594	241,330
无形资产	175.73	167.72	160.28	153.39	146.99
其他非流动资产	160,830	2,834	4,652	4,640	4,625
资产总计	304,517	298,895	305,578	313,200	319,571
流动负债	62,464	62,111	61,902	62,000	62,639
短期借款	2,000	16,300	16,138	16,138	16,138
应付账款	161.02	146.39	146.09	146.70	147.31
其他流动负债	60,303	45,664	45,618	45,715	46,354
非流动负债	108,637	108,258	107,456	107,456	107,456
长期借款	30,243	26,852	26,050	26,050	26,050
其他非流动负债	78,394	81,406	81,406	81,406	81,406
负债合计	171,101	170,369	169,358	169,456	170,095
少数股东权益	12,650	327.18	485.03	643.99	791.83
股本	16,500	22,000	22,000	22,000	22,000
资本公积	52,349	44,253	44,253	44,253	44,253
留存公积	49,214	58,506	69,482	76,847	82,431
归属母公司股	120,766	128,199	135,735	143,100	148,684
负债和股东权益	304,517	298,895	305,578	313,200	319,571

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	39,793	38,990	38,403	38,379	37,148
净利润	18,235	20,781	20,948	21,095	19,620
折旧摊销	12,383	12,319	12,359	12,438	12,517
财务费用	8,781	6,679	6,284	6,054	5,833
投资损失	(2,211)	(1,334)	(1,500)	(1,525)	(1,670)
营运资金变动	(230.15)	191.41	90.83	95.87	637.35
其他经营现金	2,836	352.61	220.71	221.81	210.70
投资活动现金	(3,010)	(44,230)	(731.10)	(706.11)	(560.60)
资本支出	4,825	2,254	2,231	2,231	2,231
长期投资	(1,195)	4,738	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(619.52)	37,238	(1,500)	(1,525)	(1,670)
筹资活动现金	(37,839)	4,070	(20,661)	(19,783)	(19,870)
短期借款	2,000	14,300	(162.17)	0.00	0.00
长期借款	9,724	(3,391)	(801.94)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	5,500	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	24,533	(8,097)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(74,096)	(4,242)	(19,697)	(19,783)	(19,870)
现金净增加额	(1,056)	(1,170)	17,011	17,890	16,718

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	47,435	48,939	48,452	48,452	48,452
营业成本	18,114	19,238	19,198	19,278	19,358
营业税金及附加	892.99	1,074	1,063	1,063	1,063
营业费用	4.66	8.09	8.01	8.01	8.01
管理费用	878.02	825.19	816.98	816.98	816.98
财务费用	8,781	6,679	6,284	6,054	5,833
资产减值损失	(125.44)	106.47	105.42	105.42	105.42
公允价值变动收益	(0.08)	66.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,211	1,334	1,500	1,525	1,670
营业利润	21,101	22,277	22,477	22,652	22,938
营业外收入	3,436	2,912	2,882	2,882	2,882
营业外支出	16.66	34.29	36.00	37.80	39.70
利润总额	24,520	25,154	25,323	25,497	25,781
所得税	3,408	4,216	4,217	4,243	6,013
净利润	21,113	20,938	21,106	21,254	19,768
少数股东损益	2,878	156.59	157.85	158.96	147.85
归属母公司净利润	18,235	20,781	20,948	21,095	19,620
EBITDA	39,928	40,114	39,725	39,724	39,724
EPS (元)	0.83	0.94	0.95	0.96	0.89

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	76.35	3.17	(0.99)	0.00	0.00
营业利润	55.74	5.57	0.90	0.78	1.26
归属母公司净利润	54.14	13.97	0.80	0.70	(6.99)
获利能力 (%)					
毛利率	61.81	60.69	60.38	60.21	60.05
净利率	38.44	42.46	43.23	43.54	40.49
ROE	17.63	16.69	15.87	15.13	13.45
ROIC	18.24	14.31	14.19	15.08	14.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.19	57.00	55.42	54.10	53.23
净负债比率 (%)	37.96	35.70	35.34	35.32	35.19
流动比率	0.13	0.15	0.42	0.71	0.96
速动比率	0.12	0.14	0.41	0.70	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.16	0.16	0.16	0.15
应收账款周转率	19.85	16.11	15.65	15.73	15.73
应付账款周转率	114.91	125.16	131.28	131.69	131.68
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.94	0.95	0.96	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.77	1.75	1.74	1.69
每股净资产(最新摊薄)	5.49	5.83	6.17	6.50	6.76
估值比率					
PE (倍)	18.37	16.12	15.99	15.88	17.08
PB (倍)	2.77	2.61	2.47	2.34	2.25
EV_EBITDA (倍)	8.39	8.35	8.43	8.43	8.43

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com