

公司研究/动态点评

2018年01月21日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 16.10
合理价格区间(元): 18.90~19.40

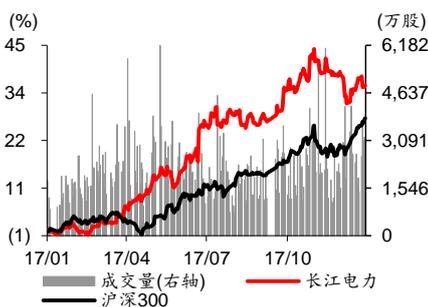
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1 《长江电力(600900,买入): 三季报符合预期, 优质蓝筹价值凸显》2017.10
- 2 《长江电力(600900,买入): 全球稀缺水电, 优质蓝筹价值之选》2017.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

17 业绩基本符合预期, 长期价值之选

长江电力(600900)

业绩稳步增长基本符合预期, 优质蓝筹价值凸显

公司发布 2017 业绩快报, 预计 2017 年归母净利润 222.1 亿元, 同比增速 6.9%, 基本符合预期。我们认为: 1) 发电量稳步增长+全年投资收益表现优秀助力公司业绩增长; 2) 尾工成本+营业外净支出大幅增加, 或成压制单四季度业绩增幅小于收入增速主因, 但可能并不具有可持续性, 瑕不掩瑜, 整体业绩表现仍在预期之内; 3) 上调公司盈利预测, 维持“买入”评级, 坚定看好公司长期投资价值。

事件: 长江电力发布 2017 年业绩快报, 符合预期

公司发布 2017 年业绩快报, 报告期内, 公司发布 2017 业绩公告, 预计 2017 年公司实现营收 501.2 亿元, 同比增速 2.4%; 归母净利润 222.1 亿元 (Wind 一致预期为 218.3 亿元), 同比增速 6.9%; 扣非归母净利润 222.1 亿元, 同比增速 8.4%; 基本每股收益 1.0097 元, 同比增长 6.9%。盈利指标变动主要系 2017 年公司售电收入增加所致。

来水由枯转丰发电量稳步提升, 外送电价上调对冲市场电让利

受益于 2017 年下半年来水情况同比改善, 三峡、葛洲坝、溪洛渡电站均实现发电量正增长, 促使全年累计发电量同比增长 2.3%至 2108.9 亿千瓦时。根据购售电合同, 17 年市场电进一步扩大, 溪左送浙江市场化电量 79.1 亿千瓦时(占电站合同电量比重约 28% v.s. 16 年 19%), 上网电价为 275.5 元/兆瓦时, 折扣为 25.1 元/兆瓦时; 向家坝送上海市场化电量 41.7 亿千瓦时(占比约为 14%), 平均上网电价为 283.4 元/千瓦时, 折扣为 17.2 元/兆瓦时; 累计让利达 2.3 亿元(占 17 年税前净利润比重约 1%), 16 年同期约为 2 亿元。受下半年电价上调影响, 溪右、溪左、向家坝外送电价(非市场电)每兆瓦时分别上调 1.9 元、4.6 元、4.6 元, 估算带来收益 1.4 亿元。

尾工成本+单四季度营业外净支出增加, 或成压制业绩增幅主因

根据公告, 单四季度营收、归母净利润同比增速分别为 10.2%、0.2%。我们认为: 净利润增速大幅低于营收增速的原因为: 1) 公司三季报披露, 营业成本增加主要来自于溪洛渡和向家坝尾工的款项, 我们预计四季度可能同样受到其影响, 压制营业利润; 2) 单四季度确认的营业外净支出为 4.2 亿元(前三季度为 0.38 亿元), 拖累单四季度业绩。我们预计, 公司收入端将维持稳定, 管控能力优秀, 战略投资前瞻而稳健, 盈利侧将继续保持平稳增长, “资产优质+现金牛+永续债券”属性突出, 为优质蓝筹价值之选。

小幅上调盈利预测, 维持“买入”评级

根据业绩快报及经营数据披露信息, 公司全年发电量(+2.3%)超预期(三季报预测为-1%左右), 小幅上调 17~19 年 EPS 为 1.01/1.05/1.05 元(前值为 0.99/1.01/0.98 元)。当前股价对应 17-19 年 PE 为 15.9/15.3/15.3 倍, 参考水电可比公司 18 年平均 17.0 倍 PE 估值, 公司作为水电龙头, 享有一定估值溢价, 给予 18 年 18.0-18.5 倍 PE 估值, 对应目标价 18.9-19.4 元, 维持“买入”评级。

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)	12.90-17.16
总市值 (百万元)	354,200
总资产 (百万元)	305,888
每股净资产 (元)	5.93

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	50,113	50,113	50,113
+/-%	76.35	3.17	2.40	0.00	0.00
归属母公司净利润 (百万元)	18,235	20,781	22,214	23,145	23,200
+/-%	54.14	13.97	6.89	4.19	0.24
EPS (元, 最新摊薄)	0.83	0.94	1.01	1.05	1.05
PE (倍)	19.42	17.04	15.94	15.30	15.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

业绩稳步增长基本符合预期，优质蓝筹价值凸显

公司发布 2017 业绩快报，预计 2017 年归母净利 222.1 亿元，同比增速 6.9%，基本符合预期。我们认为：1) 发电量稳步增长+全年投资收益表现优秀助力公司业绩增长；2) 尾工成本+营业外净支出大幅增加，或成压制单四季度业绩增幅小于收入增速主因，但并不具有可持续性，瑕不掩瑜，整体业绩表现仍在预期之内；3) 上调公司盈利预测，维持“买入”评级，坚定看好公司长期投资价值。

事件：长江电力发布 2017 年业绩快报，符合预期

公司发布 2017 年业绩快报，报告期内，公司发布 2017 业绩公告，预计 2017 年公司实现营收 501.2 亿元，同比增速 2.4%；归母净利 222.1 亿元 (Wind 一致预期为 218.3 亿元)，同比增速 6.9%；扣非归母净利 222.1 亿元，同比增速 8.4%；基本每股收益 1.0097 元，同比增长 6.9%。盈利指标变动主要系 2017 年公司售电收入增加所致。

来水由枯转丰发电量稳步提升，外送电价上调对冲市场让利

受益于 2017 年下半年来水情况同比改善，2017 年三峡、葛洲坝、溪洛渡电站均实现发电量正增长，促使全年累计发电量同比增长 2.3% 至 2,108.9 亿千瓦时。根据购售电合同，17 年市场电进一步扩大，溪左送浙江市场化电量 79.1 亿千瓦时 (占电站 17 年合同电量比重约为 28% v.s. 16 年 19%)，上网电价为 275.5 元/兆瓦时，折扣为 25.1 元/兆瓦时；向家坝送上海市场化电量 41.7 亿千瓦时 (占电站 17 年合同电量比重约为 14%)，平均上网电价为 283.4 元/千瓦时，折扣为 17.2 元/兆瓦时；累计让利达 2.3 亿元 (占 17 年税前净利润比重约 1%)，16 年同期市场电折扣让利约 2 亿元 (占 16 年税前净利润比重约 1%)。

图表1：市场化交易电量对公司盈利影响测算

	2016			2017		
	溪洛渡左岸	向家坝	合计	溪洛渡左岸	向家坝	合计
电站合同电量 (亿千瓦时)	266	301	566	278	309	586
市场化电量 (亿千瓦时)	51	-	51	79	42	121
市场化电量占发电量比重	19%	-	19%	28%	14%	21%
上网电价 (不含税) (元/兆瓦时)	296.0		-	300.6	300.6	-
市场化电价 (不含税) (元/兆瓦时)	250.0*		-	275.5	283.4	-
折扣 (元/兆瓦时)	46.0		-	25.1	17.2	-
累计让利 (亿元)	2.0		2.0	1.7	0.6	2.3
占税前利润比重	1%		1%	1%	0%	1%

注：*为溪洛渡右岸送浙江市场电落地侧结算价格约为 355.1 元/兆瓦时，倒推粗略估算上网电价上网电价为 250 元/兆瓦时

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

受 2017 年 7 月 1 日起外送地燃煤标杆电价上调影响，其中溪右、溪左、向家坝外送电 (非市场电) 电价 (不含税) 每兆瓦时分别上调 1.9 元、4.6 元、4.6 元 (其中溪左外送地浙江 2017 年 7 月 1 日未上调电价，但作为和向家坝一组电源与电网结算，2017 年 7 月 1 日后合同电价上调)。由于公司公告的各电站全年合同电量中并未公布受 2017 年 7 月 1 日上调电价影响的电量占比，我们假设合同电量中下半年合同电量占比约为各电站下半年的发电量占比，根据我们的测算，2017 年 7 月 1 日上调电价将有效增厚溪洛渡电站营收 0.8 亿元，增厚向家坝电站营收 0.6 亿元，估算带来收益 1.4 亿元 (占 17 年税前净利润比重约 0.5%)。

图表2： 2017年7月1日电价上调对公司盈利影响测算

溪洛渡下半年发电量占比	65%
溪左合同电量（非市场化）（亿千瓦时）	198
溪左外送电价上调（元/兆瓦时）	4.6
溪右合同电量（非市场化）（亿千瓦时）	260
溪洛渡右岸外送电价上调（元/兆瓦时）	1.9
溪洛渡获利(亿元)	0.8
向家坝下半年发电量占比	62%
向家坝合同电量（非市场化）（亿千瓦时）	267
向家坝外送电价上调（元/兆瓦时）	4.6
向家坝获利(亿元)	0.6
合计(亿元)	1.4
占税前利润比重	0.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

尾工成本+单四季度营业外净支出增加，或成压制业绩增幅主因

根据公告，单四季度营收、归母净利同比增速分别为 10.2%、0.2%。我们认为：净利润增速大幅低于营收增速的原因为：1）公司三季报披露，营业成本增加主要来自于溪洛渡和向家坝尾工的款项，我们预计四季度可能同样受到其影响，压制营业利润；2）单四季度确认的营业外净支出为 4.2 亿元（前三季度为 0.38 亿元），拖累单四季度业绩。我们预计，公司收入端将维持稳定，管控能力优秀，战略投资前瞻而稳健，盈利侧将继续保持平稳增长，“资产优质+现金牛+永续债券”属性突出，为优质蓝筹价值之选。

小幅上调盈利预测，维持“买入”评级

根据业绩快报及经营数据披露信息，公司全年发电量(+2.3%)超预期（三季报预测为-1%左右），小幅上调 17-19 年 EPS 为 1.01/1.05/1.05 元（前值为 0.99/1.01/0.98 元）。当前股价对应 17-19 年 PE 为 15.9/15.3/15.3 倍，参考水电可比公司 18 年平均 17.0 倍 PE 估值，公司作为水电龙头，享有一定估值溢价，给予 18 年 18.0—18.5 倍 PE 估值，对应目标价 18.9-19.4 元，维持“买入”评级。

可比公司估值表

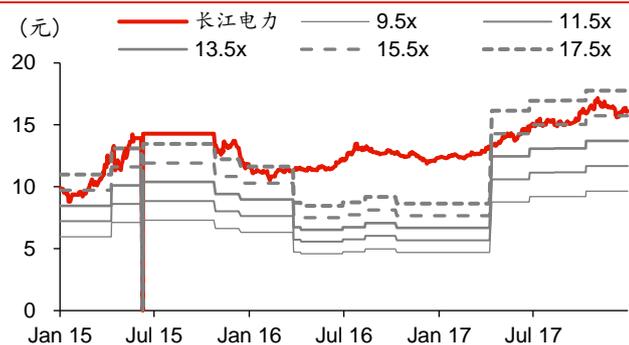
图表3： 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2018/1/20	2018/1/20	17E	18E	17E	18E	17E	18E	
黔源电力	002039.SZ	15.7	4,798	15.1	13.6	1.5	1.4	10%	10%	Wind
郴电国际	600969.SH	12.4	3,280	24.5	21.9	n.a	n.a	n.a	n.a	Wind
文山电力	600995.SH	9.1	4,340	17.1	15.5	2.4	2.1	14%	14%	Wind
平均值			4,139	18.9	17.0	1.9	1.8	12%	12%	
中间值			4,340	17.1	15.5	1.9	1.8	12%	12%	
长江电力	600900.SH	16.1	354,200	15.9	15.4	2.6	2.6	17%	17%	华泰

资料来源：Wind、华泰证券研究所

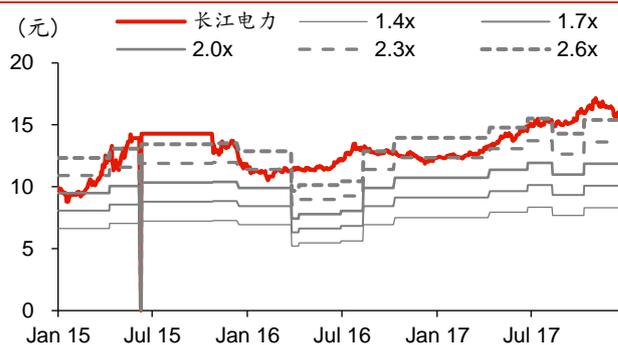
PE/PB - Bands

图表4: 长江电力历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 长江电力历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

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。

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	17,730	26,861	23,803
现金	4,530	3,379	12,085	21,276	18,279
应收账款	2,964	3,111	3,185	3,185	3,185
其他应收账款	126.40	665.94	681.92	681.92	681.92
预付账款	10.03	34.52	35.79	35.94	36.08
存货	507.10	438.88	294.53	233.50	172.47
其他流动资产	119.48	1,446	1,448	1,448	1,448
非流动资产	296,261	289,820	279,769	269,638	259,428
长期投资	11,157	13,097	13,097	13,097	13,097
固定投资	273,721	261,782	251,596	241,338	231,007
无形资产	175.73	167.72	160.28	153.39	146.99
其他非流动资产	11,208	14,773	14,915	15,049	15,177
资产总计	304,517	298,895	297,499	296,499	283,231
流动负债	62,464	62,111	63,326	63,466	64,222
短期借款	2,000	16,300	16,691	16,691	16,691
应付账款	161.02	146.39	151.80	152.41	153.02
其他流动负债	60,303	45,664	46,483	46,623	47,378
非流动负债	108,637	108,258	96,691	86,805	64,844
长期借款	30,243	26,852	28,786	22,400	3,939
其他非流动负债	78,394	81,406	67,906	64,406	60,906
负债合计	171,101	170,369	160,017	150,271	129,067
少数股东权益	12,650	327.18	481.05	641.36	778.56
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	70,748	79,334	87,133
归属母公司股	120,766	128,199	137,001	145,586	153,385
负债和股东权益	304,517	298,895	297,499	296,499	283,231

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	39,633	39,238	37,858
净利润	18,235	20,781	22,214	23,145	23,200
折旧摊销	12,383	12,319	12,359	12,438	12,518
财务费用	8,781	6,679	6,061	5,494	4,686
投资损失	(2,211)	(1,334)	(2,030)	(2,200)	(3,500)
营运资金变动	(230.15)	191.41	812.20	138.04	754.15
其他经营现金	2,836	352.61	216.73	223.17	200.06
投资活动现金	(3,010)	(44,230)	(277.57)	(107.57)	1,192
资本支出	4,825	2,254	2,308	2,308	2,308
长期投资	(1,195)	4,738	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(619.52)	37,238	(2,030)	(2,200)	(3,500)
筹资活动现金	(37,839)	4,070	(30,650)	(29,940)	(42,047)
短期借款	2,000	14,300	390.95	0.00	0.00
长期借款	9,724	(3,391)	1,933	(6,386)	(18,461)
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)	(32,974)	(23,553)	(23,586)
现金净增加额	(1,056)	(1,170)	8,706	9,191	(2,997)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	47,435	48,939	50,113	50,113	50,113
营业成本	18,114	19,238	19,949	20,028	20,109
营业税金及附加	892.99	1,074	939.05	939.05	888.94
营业费用	4.66	8.09	13.29	13.29	13.29
管理费用	878.02	825.19	665.74	665.74	615.63
财务费用	8,781	6,679	6,061	5,494	4,686
资产减值损失	(125.44)	106.47	109.03	109.03	58.92
公允价值变动收益	(0.08)	66.12	(50.24)	(50.24)	(50.24)
投资净收益	2,211	1,334	2,030	2,200	3,500
营业利润	21,101	22,277	27,106	27,763	29,942
营业外收入	3,436	2,912	22.62	22.62	22.62
营业外支出	16.66	34.29	476.00	34.29	36.00
利润总额	24,520	25,154	26,652	27,751	29,928
所得税	3,408	4,216	4,284	4,446	6,591
净利润	21,113	20,938	22,368	23,305	23,337
少数股东损益	2,878	156.59	153.87	160.32	137.20
归属母公司净利润	18,235	20,781	22,214	23,145	23,200
EBITDA	39,928	40,114	40,905	40,905	41,004
EPS (元, 基本)	0.83	0.94	1.01	1.05	1.05

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	2.40	0.00	0.00
营业利润	55.74	5.57	21.68	2.42	7.85
归属母公司净利润	54.14	13.97	6.89	4.19	0.24
获利能力 (%)					
毛利率	61.81	60.69	60.19	60.03	59.87
净利率	38.44	42.46	44.33	46.19	46.30
ROE	17.63	16.69	16.75	16.38	15.52
ROIC	18.24	14.31	14.31	14.34	13.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.19	57.00	53.79	50.68	45.57
净负债比率 (%)	37.96	35.70	39.46	37.77	29.67
流动比率	0.13	0.15	0.28	0.42	0.37
速动比率	0.12	0.14	0.28	0.42	0.37
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.16	0.17	0.17	0.17
应收账款周转率	19.85	16.11	15.92	15.73	15.73
应付账款周转率	114.91	125.16	133.80	131.68	131.68
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.94	1.01	1.05	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.77	1.80	1.78	1.72
每股净资产(最新摊薄)	5.49	5.83	6.23	6.62	6.97
估值比率					
PE (倍)	19.42	17.04	15.94	15.30	15.27
PB (倍)	2.93	2.76	2.59	2.43	2.31
EV_EBITDA (倍)	8.87	8.83	8.66	8.66	8.64

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：A0K809

©版权所有 2018 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